

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

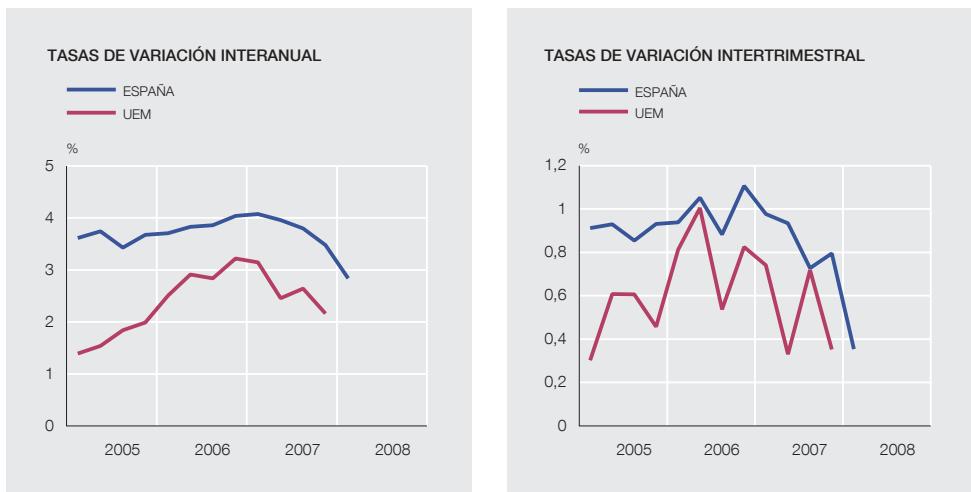
## 1 Rasgos básicos

La economía española finalizó el año 2007 con una tasa de crecimiento interanual del 3,5%, según las estimaciones del PIB de la CNTR para el último trimestre, acentuando el perfil de desaceleración gradual que había mostrado a lo largo del ejercicio. La ralentización del gasto se debió, como en trimestres precedentes, al menor dinamismo de la demanda nacional, que se vio parcialmente compensado por una aportación menos negativa del sector exterior. Sin embargo, en los meses finales de 2007, se empezaron a observar los primeros indicios de que el episodio de inestabilidad financiera surgido en el verano podía estar intensificando la trayectoria de ajuste que había iniciado ya la economía española, lo que se ha visto confirmado en los primeros meses de este ejercicio.

En efecto, las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible, todavía incompleta, apuntan a una desaceleración más pronunciada de la actividad en el primer trimestre de 2008 y a un ajuste más intenso del sector inmobiliario, en un entorno en el que la prolongación del episodio de turbulencias financieras ha contribuido a acentuar el clima de incertidumbre sobre la evolución económica. Según estas estimaciones, la tasa de crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre de 2008 habría ascendido al 2,8% (0,4% en términos de su tasa intertrimestral), como resultado de un recorte significativo en las tasas de avance de los distintos componentes de la demanda nacional —que, en conjunto, habría aumentado a una tasa del 3% (3,6% en el trimestre previo)— y de una mejora de 0,1 pp en la aportación de la demanda exterior neta, que se habría situado en -0,3 pp. Por el lado de la oferta, la actividad y el empleo siguieron una trayectoria de desaceleración, también más acusada que en la segunda parte del año, reflejando, sobre todo, la mayor intensidad del ajuste en el sector de la construcción y en las actividades relacionadas. La información de la EPA correspondiente al primer trimestre del año muestra una moderación del dinamismo del empleo, desde el 2,4% del cuarto trimestre de 2007, hasta el 1,7% del primero del año en curso. Por su parte, la tasa de paro repuntó hasta el 9,6%, en un entorno de mayor expansión de la población activa. En cuanto a los precios, la inflación volvió a aumentar en los primeros meses de 2008, impulsada por nuevos incrementos en los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias. Como consecuencia de ello, el IPC alcanzó en marzo una tasa interanual de crecimiento del 4,5%, mientras que el diferencial de inflación con la UEM permanecía estabilizado en los niveles alcanzados en los meses finales de 2007, 1 pp.

En el panorama económico internacional, a lo largo del primer trimestre de 2008 destacan la intensificación del episodio de turbulencias financieras, la continuación de las fuertes subidas de los precios de la energía y, en menor medida, de otras materias primas, y el acusado deterioro de la situación de la economía norteamericana. Pese a la resistencia que han seguido mostrando otras áreas geográficas, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han revisado nuevamente a la baja y continúan rodeadas de gran incertidumbre por las dudas sobre el alcance final de los desarrollos mencionados.

En los mercados financieros internacionales prosiguieron, a lo largo del trimestre, las tensiones en los mercados monetarios, en un contexto en el que las dificultades por las que atravesaron algunas instituciones financieras exacerbaron el clima de desconfianza existente, prolongando los problemas de liquidez. Las tensiones se intensificaron en las primeras semanas de marzo, cuando se conocieron las dificultades financieras del quinto banco de inversión norteamericano. En estas circunstancias, los principales bancos centrales realizaron operaciones excepcionales de suministro de liquidez, acompañadas, en algunos casos, de cambios en los procedimientos de instrumentación e incluso de recortes en los tipos de intervención. La Reserva



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

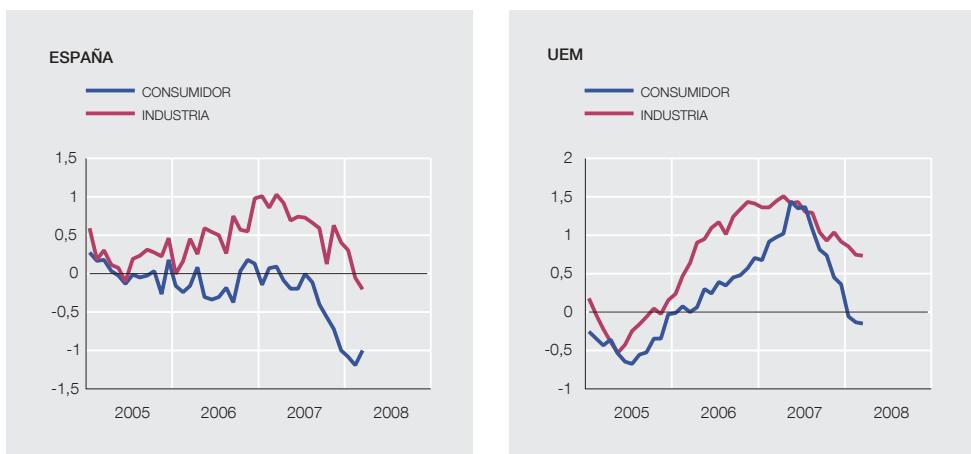
a. Series ajustadas de estacionalidad.

Federal redujo en tres ocasiones a lo largo del trimestre el tipo objetivo de los fondos federales, que quedó situado en el 2,25% en marzo, lo que representa una disminución de 300 pb desde agosto del año pasado, al tiempo que establecía nuevas medidas para el suministro de liquidez, ampliando el rango de instituciones y el colateral aceptado como contrapartida, y se implicaba en el rescate del banco de inversión mencionado. Por su parte, el Banco de Inglaterra disminuyó los tipos oficiales en dos ocasiones, la última de ellas, en abril, hasta el 5%, y más recientemente introdujo facilidades excepcionales para aumentar la liquidez del balance de las entidades.

A lo largo del trimestre continuó la revisión al alza de las primas de riesgo crediticio y se produjeron descensos en las valoraciones bursátiles, más acusados que en las etapas iniciales del episodio de turbulencia financiera. Todo ello configuró un entorno financiero complicado, en el que el dólar acentuó su debilidad, hasta alcanzar nuevos mínimos frente al euro —con una cotización que llegó a superar los 1,60 dólares por euro al finalizar abril—, y se comenzaron a detectar síntomas de restricción crediticia en la economía norteamericana. Aunque se aprecia alguna mejoría en ciertos mercados, siguen sin vislumbrarse signos suficientemente claros de remisión a corto plazo de las tensiones financieras internacionales de los últimos meses.

El precio del petróleo mantuvo a lo largo del primer trimestre una prolongada trayectoria alcista, hasta situarse en la última semana de abril en un nivel próximo a su máximo histórico (110 dólares por barril de petróleo tipo Brent) por las presiones que continúa ejerciendo la demanda por parte de los países emergentes, la debilidad del dólar y la negativa de la OPEP a aumentar su producción en su última reunión. Este movimiento estuvo acompañado de repuntes en los precios de otras materias primas, en particular de las alimenticias, lo que impulsó un nuevo deterioro de la inflación a nivel mundial y condicionó las actuaciones de política económica en un buen número de países.

La actividad de la economía mundial a lo largo del trimestre estuvo muy influida por el acusado deterioro de la economía norteamericana, tras un cierre de año que ya marcaba una intensificación en su trayectoria de desaceleración. La información disponible para los primeros meses de 2008 apunta a un debilitamiento adicional, pues el ajuste del sector inmobiliario se ha profundizado, continúa la ralentización del consumo y se ha producido una caída del em-



FUENTE: Comisión Europea.

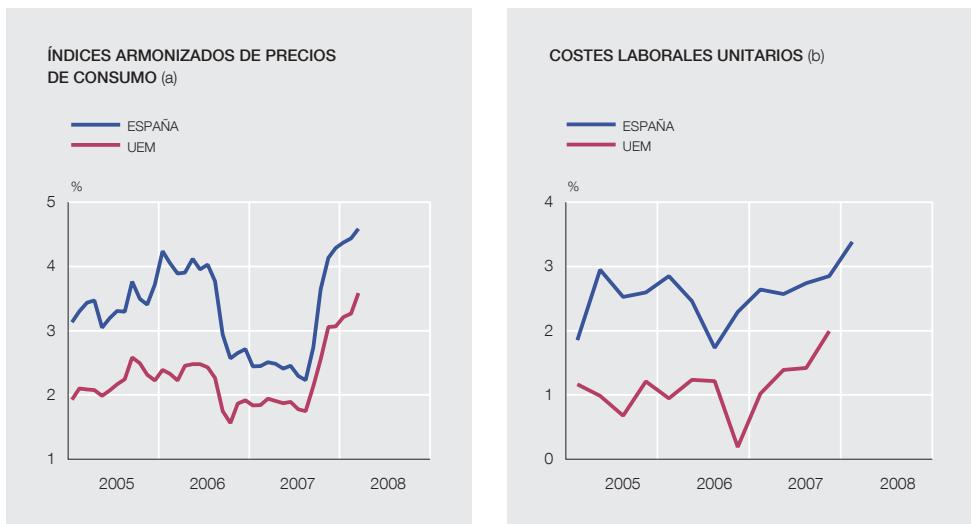
a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estandar).

pleo. Las perspectivas económicas han empeorado, asimismo, en Japón y en el Reino Unido, mientras que, en las economías emergentes, la actividad mantuvo, en términos generales, un notable dinamismo, aunque se produjo un repunte generalizado de la inflación que motivó el endurecimiento del tono de las políticas monetarias en la mayoría de los países.

La zona del euro, por su parte, mostró una cierta pujanza en el primer trimestre del año, con un crecimiento del PIB que podría situarse en niveles similares a los del último de 2007, o incluso en cotas algo superiores. El dinamismo de las economías emergentes, impulsando las exportaciones y la actividad industrial; y la fortaleza del mercado de trabajo, sustentando el gasto interno, habrían atenuado el efecto de otras fuerzas contractivas, como la apreciación del tipo de cambio del euro, el aumento de los precios o el endurecimiento de las condiciones financieras. Hasta el momento, por lo tanto, el impacto de las turbulencias financieras sobre la actividad de la zona del euro está siendo limitado, si bien, también en este caso, se ha producido una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área y persiste una considerable incertidumbre en torno al efecto de la desaceleración de la economía norteamericana sobre la actividad de la región.

El encarecimiento del petróleo y de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales y algunos efectos estacionales incidieron sobre la inflación de la zona del euro, que continuó acelerándose en los primeros meses del año. Como resultado de ello, el IAPC alcanzó en marzo una tasa interanual de crecimiento del 3,6%, y la inflación subyacente se elevó hasta el 2,7% —frente a tasas del 3,1% y del 2,3% al concluir 2007, respectivamente—. Las perspectivas para la segunda parte del año son algo más favorables —condicionadas a que no se produzcan incrementos adicionales en los precios del petróleo y de las materias primas— aunque la tasa de inflación permanecerá en niveles elevados, con gran probabilidad, por encima del objetivo de estabilidad de precios a medio plazo (2%).

En este contexto de fuertes presiones alcistas sobre los precios a corto plazo y de riesgos para el logro del objetivo de estabilidad de precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo inalterados, a lo largo del trimestre, los tipos de interés oficiales en el 4% para las operaciones principales de financiación y en el 3% y el 5% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente, señalando que las decisiones tomadas contribuían a lograr



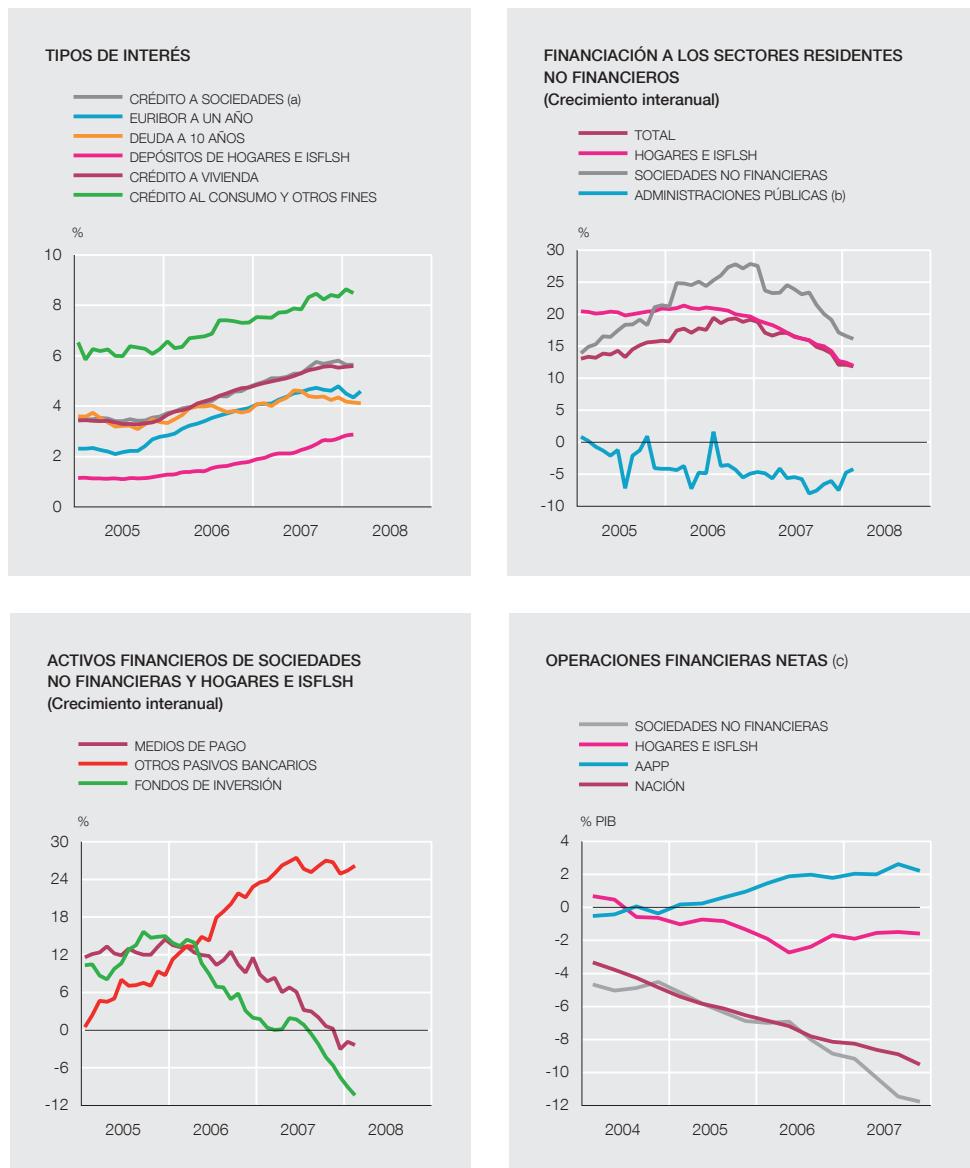
FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

- a. Tasas de variación interanual.  
 b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

su objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo. El BCE reconoció el elevado nivel de incertidumbre acerca de los efectos y la duración de las turbulencias financieras y sobre su impacto sobre la actividad de la zona del euro, pero subrayó su compromiso con la prevención de los efectos de segunda vuelta sobre los salarios y los precios y con el mantenimiento de las expectativas de inflación ancladas a largo plazo.

La economía española se ha desenvuelto, por tanto, en los primeros meses de este año en un entorno exterior más débil y en el que el deterioro del clima financiero internacional se ha trasladado a los mercados financieros nacionales, observándose nuevos repuntes en los tipos negociados en los mercados monetarios, incrementos adicionales en los diferenciales crediticios y retrocesos de los principales índices bursátiles, si bien desde mediados de marzo se aprecia una ligera mejoría. La prolongación de este episodio está contribuyendo a propagar un clima de incertidumbre sobre la evolución económica, con efectos claros sobre la confianza y las decisiones de gasto, aunque su impacto sobre el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado continuaba siendo, todavía, relativamente limitado. Por su parte, la desaceleración gradual del precio de la vivienda prosiguió en los primeros meses de este año, registrando una tasa de crecimiento interanual del 3,8% en el primer trimestre (4,8% en el período de octubre-diciembre). En el período más reciente se han acumulado indicios de que la desaceleración del sector inmobiliario podría estar siendo más intensa de lo que se había previsto hace unos meses. No obstante, la trayectoria que vienen siguiendo los precios parece indicar la existencia de algunos elementos que pueden actuar de soporte del valor de los inmuebles en la fase de debilitamiento del ciclo residencial.

En el entorno de aumento de la incertidumbre y deterioro de la confianza de los agentes, el gasto de los hogares se desaceleró en los primeros meses de 2008, lo que afectó tanto al consumo de las familias, cuya tasa de variación podría haberse situado en el entorno del 2,2%, como, sobre todo, a la inversión residencial, que apenas se incrementó a lo largo del trimestre. Detrás del debilitamiento del consumo, se encuentran diversos factores. De una parte, la renta disponible pudo acusar, en alguna medida, la pérdida de dinamismo del empleo, aunque, como elementos compensadores, intervinieron el repunte de los salarios, así como la



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

actuación del sector público, tras la entrada en vigor de las iniciativas aprobadas en los últimos Presupuestos (básicamente, la deflactación parcial del IRPF y la deducción de apoyo a la natalidad). De otra parte, la riqueza intensificó su trayectoria de moderación como consecuencia de la caída de las cotizaciones bursátiles y de la desaceleración del precio de la vivienda. Por último, se produjo un significativo empeoramiento en la confianza de los consumidores, en un ambiente económico incierto y de marcado deterioro de la situación inflacionista, que pudo afectar negativamente a los planes de gasto de los hogares.

Este clima está influyendo, asimismo, en la demanda de vivienda, profundizando la desaceleración del sector inmobiliario que se había iniciado hace unos trimestres, tras la fuerte expansión

experimentada, en respuesta, entre otros factores, al encarecimiento del coste de financiación y las menores expectativas de revalorización de los inmuebles. El retramiento en la demanda de vivienda podría estar ampliando el exceso de oferta existente y acelerando el ajuste del sector, mediante una revisión a la baja de los proyectos de construcción de nuevas viviendas.

La demanda de financiación por parte de los hogares siguió reflejando el menor empuje del gasto, así como un moderado encarecimiento de las condiciones de financiación, por lo que el crecimiento del crédito a familias continuó desacelerándose de forma gradual, hasta situarse en febrero en el 12%, en términos de su tasa interanual. La moderación en el avance de los pasivos de las familias se observó tanto en el crédito para adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo (con tasas de crecimiento del 12% y del 10%, respectivamente).

La inversión empresarial, por su parte, mostró un comportamiento más expansivo —como ha venido siendo habitual en los últimos trimestres—, aunque dentro de una trayectoria de desaceleración que llevó a la inversión en bienes de equipo a alcanzar registros próximos al 6%, frente a tasas en el entorno del 9% al concluir el año pasado. Tampoco en este caso se observó una modificación significativa en la evolución de los condicionantes financieros respecto al trimestre previo, pues los beneficios empresariales mantuvieron una pauta similar en los meses finales de 2007 y el coste de financiación ajena apenas experimentó modificaciones al comienzo de 2008, si bien las entidades habrían aplicado unos criterios de concesión más restrictivos (de acuerdo con sus expectativas al inicio del ejercicio), contribuyendo con ello a ampliar el endurecimiento en las condiciones de financiación de las empresas que se había venido observando a lo largo del último año. La ralentización de los planes de inversión de las empresas debe atribuirse, además de a este efecto, al deterioro de la confianza empresarial y a la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la demanda. La inversión empresarial en otras construcciones podría haber participado también de este clima de incertidumbre. En este contexto, la deuda de las empresas siguió reduciendo su ritmo de avance, hasta alcanzar en febrero una tasa de variación interanual del 16%, que habría determinado un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento del sector, aunque a un ritmo inferior al de los últimos trimestres, al igual que de la carga financiera.

En los primeros meses de 2007, la demanda exterior neta mejoró en 0,1 pp su contribución al crecimiento del PIB, hasta situarse en -0,3 pp, como consecuencia de una cierta aceleración en el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, a pesar de la apreciación del tipo de cambio del euro, y de la estabilización de las importaciones en los niveles algo más reducidos que se fueron definiendo en la segunda mitad del año pasado, en respuesta a la desaceleración de la demanda final. Según la información de Aduanas, las ventas al exterior se dirigieron principalmente a los países de la UE, alcanzando los mayores incrementos las de productos intermedios y de consumo. En cuanto a las importaciones, destaca el vigor de las compras de bienes intermedios. Por último, respecto al turismo, los indicadores disponibles mantuvieron un tono moderadamente favorable en los primeros meses del ejercicio.

Por el lado de la oferta, la actividad y el empleo continuaron recortando su tasa de crecimiento en el primer trimestre del año, reflejando principalmente el ajuste en el sector de la construcción y en las actividades conexas. Dentro de la rama de la construcción, la mayor desaceleración de la actividad se produjo en el segmento residencial, lo que se materializó en un ajuste rápido en la capacidad de generación de empleo del sector, que experimentó registros moderadamente negativos en el conjunto del trimestre. La industria, por su parte, prolongó la tónica de crecimiento atenuado de la segunda parte de 2007, influida, en buena medida, por la estrecha conexión que guardan ciertas actividades manufactureras con las actividades de

la construcción. Frente a estos desarrollos, destaca la resistencia de las ramas de servicios de mercado, con aumentos del valor añadido superiores al 3% y avances del empleo próximos a esta cota, aunque también se observa una suave ralentización en la actividad del sector. En conjunto, el ritmo de generación de empleo en las ramas de mercado se fue adaptando al perfil de desaceleración de la actividad, con lo que la productividad aparente mantuvo registros similares a los de la última parte del ejercicio pasado, al igual que ocurría para el total de la economía, donde las ganancias de productividad aparente permanecieron en el entorno del 1%.

Los resultados disponibles de la negociación colectiva para 2008 confirman el repunte de los costes laborales que se empezó a detectar a lo largo del año pasado. De un lado, los incrementos de las tarifas salariales —que hasta marzo se sitúan en el 3,4%— superaron en algo más de cuatro décimas el crecimiento promedio de 2007, reflejando, posiblemente, un cierto deterioro de las perspectivas de inflación ante el repunte de los precios en los meses finales de ese año. Pero, además, se estima que el impacto de la activación de las cláusulas por la desviación de la inflación de 2007 será también más intenso, pudiéndose cifrar en 1,1 el incremento salarial adicional (0,3 pp en 2007). Por ello, es muy probable que los costes laborales continúen acelerándose a lo largo del presente ejercicio, al igual que los costes laborales unitarios, para los que se estima un aumento de algo más de medio punto porcentual en el primer trimestre de 2008, hasta alcanzar una tasa de variación del 2,9% para el conjunto de las ramas de mercado.

También los precios prolongaron la trayectoria alcista que habían iniciado en la segunda mitad de 2007 en un contexto de importantes elevaciones de los precios de la energía y de los precios de las materias primas alimenticias, tensionamiento de los costes laborales y escasa inflexión en los márgenes. La inflación repuntó en el primer trimestre de este año, con un incremento del IPC del 4,4%, frente al 4% del trimestre precedente, mientras que el IPSEBENE se estabilizó en los niveles del trimestre previo, del 3,3%, cifra que, en todo caso, implica un elevado dinamismo de los precios de los alimentos elaborados y, en menor medida, de los servicios. En este panorama, el buen comportamiento de los productos industriales no energéticos, cuyos precios han permanecido prácticamente estabilizados, con crecimientos inferiores a los de la zona del euro (con una tasa de crecimiento interanual del 0,2% en el promedio del trimestre), introduce un cierto factor de alivio.

Las dudas que gravitan sobre el curso del precio del petróleo y de las materias primas alimenticias introducen gran incertidumbre sobre la evolución de la inflación a nivel mundial en los próximos trimestres. En el caso de la economía española, el repunte salarial que se viene produciendo en los últimos meses y los mecanismos de indicación salarial existentesacentúan el riesgo de que las tensiones de precios, todavía relativamente localizadas en determinados grupos de productos, acaben generando efectos de segunda vuelta y se propaguen hacia el resto de la economía.

El Gobierno aprobó, el 18 de abril, un plan de estímulo económico, que incluye un conjunto de medidas fiscales, financieras y de ayuda al desempleo con las que trata de ayudar a las familias y a las empresas a adaptarse al cambio de fase cíclica, abaratar los costes vinculados al cambio de hipoteca, estimular la financiación de la vivienda protegida y reforzar la actividad en el sector de la construcción mediante un cumplimiento más estricto de los plazos de ejecución de la obra pública. Algunas de estas medidas tienen un coste recaudatorio, del que resulta difícil estimar con precisión, en estos momentos, su parte permanente. Por otro lado, el efecto que pretenden sobre el sostenimiento de la actividad no está exento de algunas incertidumbres. Este puede ser el caso de la rebaja impositiva que se aplicará a partir de este año

al colectivo de asalariados, pensionistas y autónomos (y que se instrumentará a través de una deducción en el IRPF de 400 euros anuales), para la que el Gobierno estima un coste recaudatorio de casi medio punto de PIB y cuyo alcance a la hora de estimular el consumo de los hogares puede verse aminorado por el hecho de que, en las circunstancias actuales, la proporción del incremento de la renta disponible que se desvíe hacia el ahorro puede ser mayor de lo habitual.

El superávit que presentaron las cuentas de las AAPP en el año 2007 constituye un punto de partida favorable para hacer frente a la ralentización cíclica mediante el libre juego de los estabilizadores automáticos con los que cuenta el presupuesto (gasto por desempleo y recaudación tributaria, esencialmente), que han de actuar como un valioso factor de soporte durante la desaceleración. No obstante, es importante tener en cuenta que el impacto del menor dinamismo de la actividad sobre las cuentas públicas puede ser elevado, como muestra el debilitamiento de los ingresos impositivos en los últimos meses, por lo que es necesario manejar la política fiscal con extremada cautela, en particular restringiendo la aplicación de medidas adicionales que pudiesen generar un deterioro permanente del saldo. La conservación del margen de actuación anticíclica que suministra la saneada posición de las cuentas públicas es un activo de primer orden para afrontar los retos a los que se enfrenta la economía en la fase de desaceleración y ante las turbulencias financieras internacionales. El énfasis para la actuación de la política económica debe ponerse, sobre todo, en recuperar pronto una pauta de moderación en la formación de precios, salarios y rentas, y en sentar las bases para una recuperación sostenible de la actividad, tareas en las que el papel principal corresponde a aquellas medidas de carácter eminentemente estructural que tiendan a facilitar el ajuste de la economía y el pronto retorno a una senda de dinamismo basada en un patrón más equilibrado.

## 2 Entorno exterior del área del euro

En el último trimestre, la evolución financiera internacional registró renovadas tensiones, que alcanzaron su punto de máxima intensidad a mediados de marzo, cuando afloraron las dificultades de financiación de un importante banco de inversión en Estados Unidos, en un contexto de diferenciales de crédito en máximos y tensiones en los mercados monetarios. Esta situación llevó a la Reserva Federal a actuar con decisión en tres ámbitos: por un lado, apoyó la adquisición del banco en dificultades por parte de JP Morgan, para preservar la estabilidad del sistema financiero; por otro lado, estableció nuevas medidas para facilitar el suministro de liquidez (véase recuadro 1) a través de la ampliación del plazo de las operaciones de financiación y de las entidades que pueden acceder a esos fondos, así como del tipo de activos que pueden ser utilizados como garantía; finalmente, en su reunión de marzo, redujo el tipo objetivo de los fondos federales en 75 pb, hasta el 2,25%, lo que supone una reducción de 300 pb desde el inicio de las turbulencias, y de 200 pb desde el principio de 2008. La reacción de los mercados fue favorable, con reducciones en los diferenciales de crédito y ganancias en las bolsas, aunque el dólar acentuó su debilidad, hasta alcanzar nuevos mínimos frente al euro. En cualquier caso, las noticias negativas en el ámbito financiero sobre las elevadas pérdidas de los bancos, el incremento en la tasa de morosidad hipotecaria, la exposición de inversores institucionales y la fuerte revisión a la baja en las previsiones de crecimiento globales y de Estados Unidos, en particular, mantienen la incertidumbre sobre el alcance de las turbulencias.

Por su parte, los mercados emergentes han seguido mostrando una cierta resistencia a las turbulencias financieras durante el último trimestre, recuperándose los mercados bursátiles de las pérdidas al inicio de año, con la destacada excepción de China. Asimismo, los tipos de cambio de las economías emergentes han registrado movimientos mixtos, aunque han predominado las apreciaciones frente al dólar. Precisamente en este contexto de debilidad del dólar, el precio del petróleo tipo Brent registró un fuerte aumento, alcanzando niveles históricos en torno a 114 dólares por barril. Los precios de las demás materias primas también registraron aumentos sustanciales y elevada volatilidad, en parte por la incertidumbre sobre la evolución de sus determinantes fundamentales.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del cuarto trimestre de 2007 confirmó el crecimiento trimestral anualizado del 0,6%, notablemente inferior al 4,9% del tercer trimestre. De este modo, para el conjunto de 2007, el crecimiento del PIB se situó en 2,2%, 7 décimas menos que en 2006. Los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales de notable ralentización en los últimos meses. Por el lado de la demanda, los índices de confianza del consumidor registraron caídas acusadas, y los indicadores de gasto en consumo mostraron cierta atonía durante el trimestre. Por su parte, los indicadores del mercado de la vivienda reflejaron la profundidad del ajuste en el sector residencial: las viviendas iniciadas y los permisos de construcción descendieron a niveles no observados desde comienzos de los años noventa, y la confianza de los constructores se mantiene muy próxima al mínimo histórico. Asimismo, se dieron síntomas de debilitamiento en la actividad, ya que, durante el primer trimestre, los índices ISM de manufacturas y servicios se situaron en zona contractiva y la producción industrial descendió levemente. El mercado laboral, tras mostrar una notable resistencia a la desaceleración hasta finales de 2007, registró un rápido debilitamiento. Por primera vez desde 2003, se produjo una destrucción neta de empleo, que alcanzó los 77.000 puestos de trabajo por mes, durante el primer trimestre, y un incremento de la tasa de paro hasta el 5,1%. En cuanto a los precios, la inflación se incrementó en el primer trimestre, situándose en el 4,1% interanual,

A raíz de las turbulencias financieras iniciadas en el verano de 2007 y con el objetivo de mitigar sus efectos negativos sobre la actividad económica y la estabilidad financiera, las autoridades económicas estadounidenses han reaccionado rápida y progresivamente de forma más decidida, en cuatro frentes principales: los tradicionales —política monetaria y fiscal— y otros más directamente encaminados a contrarrestar el impacto de la turbulencia sobre el sistema financiero —provisión de liquidez a las entidades bancarias y política financiera—.

En lo que respecta a la política monetaria, la Reserva Federal (Fed) ha reducido sustancialmente los tipos de interés oficiales, sobre todo en el período entre enero y marzo —100 pb entre agosto y el final de 2007, y 200 pb en el primer trimestre de 2008—. Sin embargo, los canales tradicionales de traslación de estas bajadas a la actividad parecen estar parcialmente bloqueados por la persistente incertidumbre financiera, en particular el que opera a través del mercado inmobiliario. De hecho, estos recortes no han conseguido disminuir significativamente el coste de financiación a largo plazo tanto en el mercado hipotecario como en el sector corporativo. Como se puede observar en el gráfico 1, cada disminución de tipos de interés oficiales en Estados Unidos parece haber alimentado la expectativa de reducciones adicionales, si bien estas expectativas de subsecuentes movimientos en los tipos de interés han disminuido a finales del mes de abril.

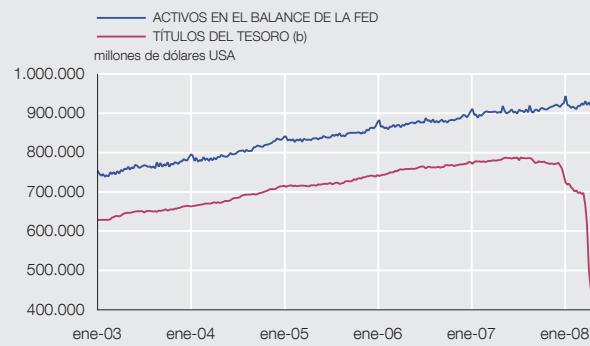
En el ámbito de las políticas fiscales, ya desde poco después de la turbulencia se planteó la necesidad de un estímulo, aunque no pasó el trámite parlamentario hasta enero de este año. El paquete fiscal, con un coste aproximado del 1,2% del PIB, está orientado a incrementar la renta disponible de los hogares con el fin de dotar de un cierto soporte al consumo, y empezaría a tener efectos sobre la demanda a partir del final del segundo trimestre, y especialmente en el tercer trimestre de 2008, si bien existen dudas sobre si el efecto positivo y temporal sobre el crecimiento de la actividad en esos trimestres será contrarrestado casi por completo a lo largo de 2009.

En respuesta a la persistencia de los problemas en el mercado interbancario y de la inestabilidad financiera, la Fed ha instrumentado importantes cambios en la provisión de liquidez a los mercados —en parte, por la relativa rigidez del marco operativo preexistente, que contrasta con el del Eurosistema—. Así, creó nuevos procedimientos de préstamo de fondos a través de subastas a plazo o *Term Auction Facility* (TAF) en diciembre, y del *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) en marzo, y también a partir de marzo ha suplementado su programa de préstamos de títulos del Tesoro mediante la creación del *Term Securities Lending Facility* (TSLF). El TAF ofrece fondos a los bancos comerciales a través de una subasta anónima con el fin de eliminar el estigma que suele acompañar al uso de las facilidades de descuento

#### 1 ESTADOS UNIDOS: TIPO DE INTERÉS OFICIAL Y EXPECTATIVAS



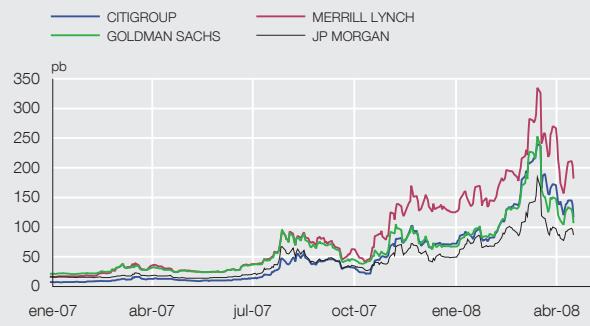
#### 2 ACTIVOS DE LA RESERVA FEDERAL Y TENENCIAS DE TÍTULOS DEL TESORO



#### 3 NUEVAS FACILIDADES DE LIQUIDEZ DE LA RESERVA FEDERAL



#### 4 DIFERENCIALES CDS A 5 AÑOS PARA LOS PRINCIPALES BANCOS EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Datastream y Reserva Federal.

- a. Tipo de interés esperado después de cada descenso del tipo oficial y en la última fecha disponible.  
b. Excluye los títulos del tesoro en préstamo a entidades financieras.

del banco central. El PDCF extiende el acceso a los fondos de la Reserva Federal a través de la ventanilla de descuento a las instituciones financieras con las que la Reserva Federal realiza operaciones de mercado abierto —20 instituciones en total—, incluyendo por primera vez a los principales bancos de inversión, no directamente supervisados por la Fed, lo cual supone un cambio de filosofía relevante. Por último, el TSLF permite a estas 20 instituciones acceder a préstamos de títulos del Tesoro presentando títulos hipotecarios como garantía. Todos estos nuevos programas ofrecen financiación de aproximadamente un mes, con una penalización relativamente reducida. Además de estas nuevas líneas de provisión de liquidez, la Fed también ha relajado las condiciones de las líneas existentes, al reducir el diferencial del tipo de descuento frente al tipo oficial —de 100pb a 25pb—, alargar el plazo máximo de esos préstamos —de 30 hasta 90 días— y extender el abanico de activos financieros que pueden ser utilizados como garantía. Asimismo, la Fed ha ampliado las líneas swap con el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza, lo que les permitió satisfacer la demanda de dólares por parte de los bancos comerciales de sus respectivas áreas de actuación.

Es importante señalar que esta provisión extraordinaria de liquidez no ha alterado el tamaño total del balance de la Fed, puesto que ha llevado aparejada, en paralelo, una reducción de sus tenencias de títulos del Tesoro, para no comprometer el objetivo de tipos de interés oficiales (véanse gráficos 2 y 3).

En el ámbito de las políticas financieras, la propia Fed y otras autoridades estadounidenses han promovido medidas para apoyar al mercado inmobiliario y a los mercados financieros en general, a través de acuerdos y compromisos con el sector privado. En el primer caso, los efectos hasta ahora han sido muy limitados —por el carácter voluntario de los planes de renegociación de hipotecas impulsados en el contexto del llamado *Plan Paulson*— o existen dudas sobre su efectividad —moratorias contempladas en el *Lifeline Project*—. En el ámbito del apoyo al funcionamiento de los mercados financieros, tras algunas medi-

días de carácter más limitado, el rescate de Bear Stearns en marzo por parte de JP Morgan supuso un cambio trascendental, al ser una operación inducida por la Fed y que contó con un respaldo financiero de esta. Esta actuación —que coincidió con la PDCF— ha enviado un nítido mensaje de apoyo a los mercados, lo que ha servido para disminuir las tensiones y dudas sobre la sostenibilidad de algunas instituciones bancarias en Estados Unidos, cuyos riesgos de crédito alcanzaron máximos a mediados de marzo, poco antes del rescate de Bear Stearns (véase gráfico 4). Sin embargo, a pesar de la implementación de estas medidas y de la provisión de liquidez, las tensiones en los mercados monetarios se han mantenido en niveles elevados en relación con la situación de antes del verano de 2007.

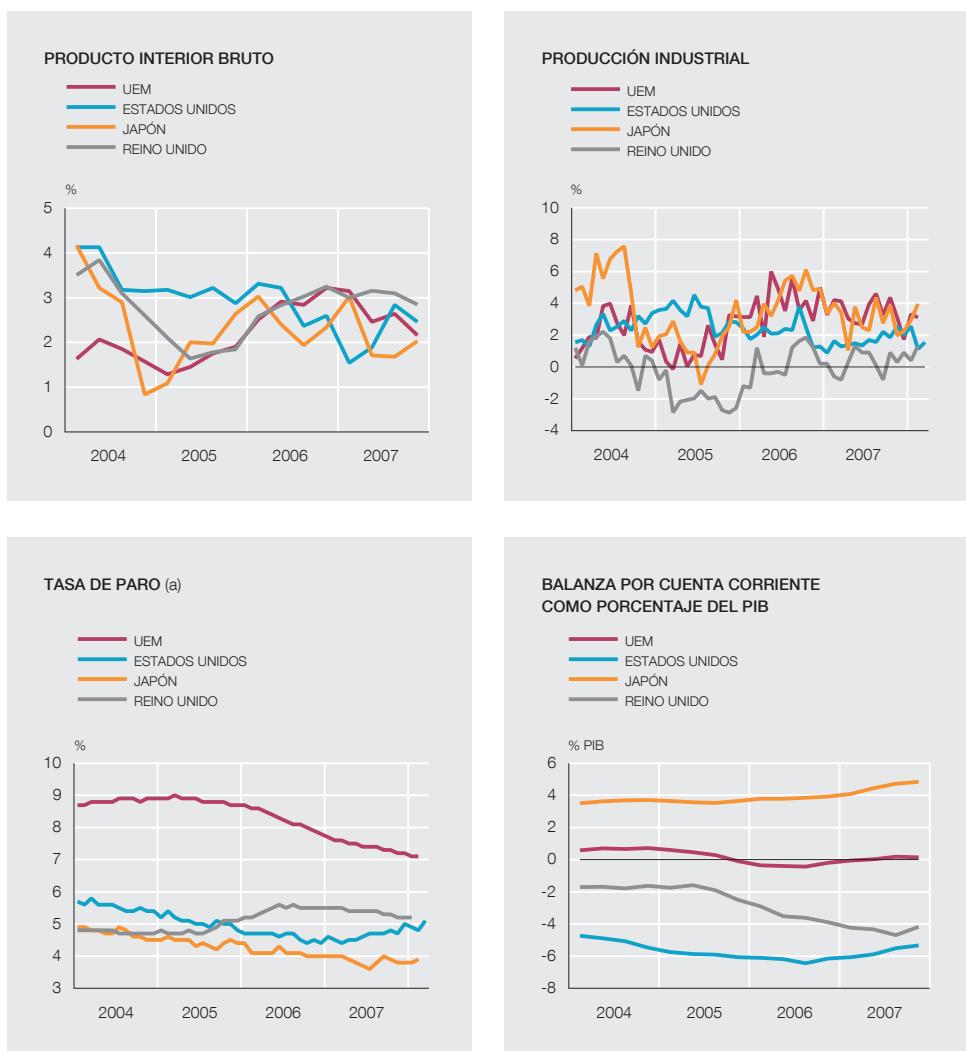
En definitiva, en una primera fase —hasta diciembre de 2008—, las autoridades reaccionaron primordialmente con instrumentos tradicionales: recortes moderados de los tipos de interés, puesta en marcha de un paquete fiscal y provisión de liquidez. La segunda fase, entre enero y marzo, se caracterizó por el protagonismo de la política monetaria, con la intensificación de las bajadas de tipos de interés. Por último, la tercera fase, iniciada a mediados de marzo, ha destacado por el rescate de un banco con el respaldo de la Reserva Federal y la provisión de liquidez a los bancos de inversión, y en ella cabe resaltar dos aspectos fundamentales: la preferencia por medidas dirigidas específicamente a los focos de dificultad, frente a las medidas generalistas, y una clara predisposición de las autoridades económicas a implicarse directamente, y no solo como mediadoras, en la resolución de los problemas financieros de las entidades. Al mismo tiempo, la política monetaria —disminuciones adicionales de los tipos de interés oficial— parece quedar en un segundo plano, lo que también se ha reflejado en las expectativas de mercado. En este notable cambio cualitativo destaca el protagonismo otorgado a la Reserva Federal —con el apoyo del Departamento del Tesoro—, en la conducción e implementación de las respuestas de política económica, aunque no cabe descartar que en los próximos trimestres también se utilicen recursos fiscales dirigidos a mitigar las dificultades del sector inmobiliario

frente al 4% del cuarto trimestre de 2007, por el alza de los precios de energía y alimentos, al igual que la tasa subyacente, que registró un 2,4%, tras el 2,3% del trimestre precedente.

En Japón, el PIB creció un 3,5% interanual en el cuarto trimestre de 2007, superior al 1,2% del trimestre precedente. En el conjunto de 2007, el PIB creció un 2,1%, 3 décimas menos que el año anterior. Los indicadores más recientes apuntan a la pérdida de dinamismo en la actividad industrial durante los últimos meses, a juzgar por el deterioro de los índices de confianza empresarial de la encuesta Tankan del primer trimestre y la caída de la producción industrial en enero y febrero. Por el lado de la demanda, continuó la evolución positiva del gasto de consumo, en contraste con el desempeño negativo de la confianza del consumidor. Asimismo, en el mercado de trabajo se ralentizó el ritmo de creación de empleo, lo que se tradujo en una nueva caída de la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo y en un ligero aumento del desempleo. Sin embargo, hay indicios de mejora en la evolución de los salarios,

**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

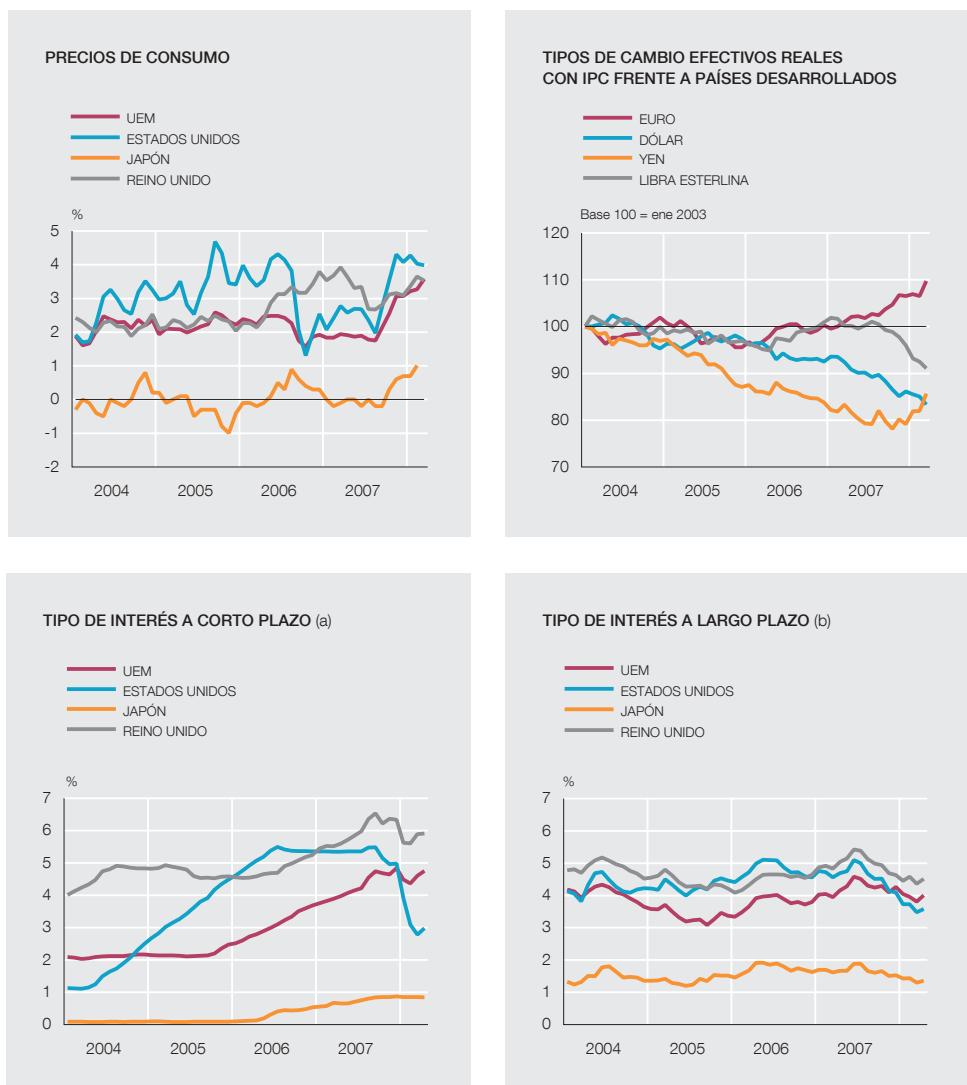
a. Porcentaje de la población activa.

que registraron en enero y febrero incrementos por encima del 1% interanual. Por su parte, el sector de la construcción inició su recuperación en diciembre, tras el impacto negativo que supuso la aplicación de una nueva normativa sobre construcciones a mediados de 2007. En el ámbito externo, en febrero se redujo el saldo de la balanza por cuenta corriente, debido al deterioro del superávit comercial. Este, a su vez, está vinculado al incremento de los costes de la energía, y compensó el ligero aumento del superávit de la balanza de rentas. La inflación siguió repuntando a lo largo del trimestre, al compás del alza de los precios del petróleo y de los alimentos, situándose tanto la tasa general como la subyacente en el 1% en febrero. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo una vez más el tipo de interés oficial en el 0,50% en su reunión de abril.

En el Reino Unido, el PIB del cuarto trimestre de 2007 aumentó un 0,6% —2,8% interanual—, con lo que el avance para el conjunto del año se situó en el 3%, frente al 2,9% de 2006. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia del primer trimestre de 2008 parecerían apuntar a una desaceleración. Así, los índices de directivos de compras (PMI) del sector servicios y de manufacturas se contrajeron notablemente en marzo, y persistió el endurecimiento de las

## PRECIOS, TIPO DE CAMBIO REAL Y TIPOS DE INTERÉS

GRÁFICO 6



FUENTE: Banco de España.

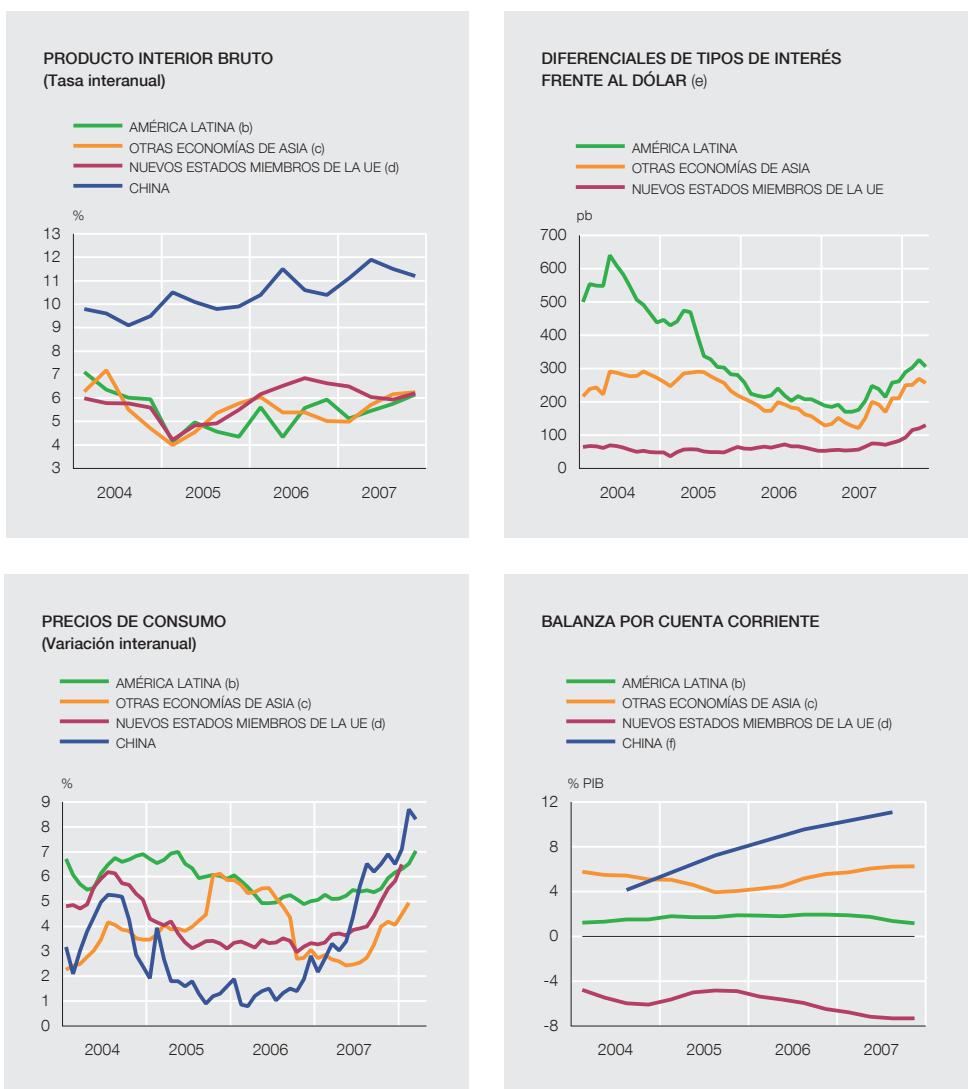
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
 b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

condiciones de acceso al crédito a los hogares, especialmente el hipotecario. Los precios de las viviendas continúan desacelerándose, hasta registrar un aumento del 1,1% interanual en marzo, la tasa más baja desde 1996. A pesar de un cierto incremento de la inflación a lo largo del trimestre, hasta el 2,5% interanual en marzo, el Banco de Inglaterra ha revisado a la baja los riesgos sobre la inflación, y en su reunión del 10 de abril redujo el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 5%.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea, el PIB creció un 6,3% en el cuarto trimestre, 3 décimas más que en el trimestre anterior, por lo que, en el conjunto del año, el PIB de la región aumentó un 6,2%, desacelerándose 4 décimas respecto a 2006. Los indicadores de producción industrial y de ventas al por menor del primer trimestre muestran la continuidad en el repunte de la actividad. La inflación repuntó nuevamente en marzo —salvo en Hungría, Polonia y Estonia—, hasta tasas superiores al 10% interanual en los países Bálticos y en Bulgaria. Las presiones inflacionistas llevaron a algunos países a endurecer el tono de la política monetaria. En el ámbito fiscal, el déficit público en 2007 se redujo en las principales economías (solo Hungría superó el 3% del PIB), gracias al buen comportamiento de los ingresos, en

ECONOMÍAS EMERGENTES:  
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del Banco Mundial.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y a Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
- f. Datos anuales.

un contexto de notable crecimiento económico. Las monedas que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II) no registraron movimientos relevantes. En el ámbito institucional, las autoridades eslovacas solicitaron formalmente su adhesión al área del euro en enero de 2009.

En China, el crecimiento del PIB para el conjunto del año 2006 y 2007 se revisó al alza hasta el 11,6% y 11,9%, respectivamente, mientras que el crecimiento en el primer trimestre de 2008 fue del 10,6% interanual. En los tres primeros meses de 2008, la producción industrial mostró cierta moderación, afectada por las adversas condiciones meteorológicas. Sin embargo, en ese período, la inversión en activos fijos en áreas urbanas, las ventas al por menor y las importaciones reafirmaron su fortaleza. Las exportaciones continuaron mostrando alguna de-

bilidad, en línea con el último trimestre de 2007. De este modo, en el primer trimestre de 2008, el superávit comercial cayó un 10,5% interanual. A pesar del mayor ritmo de apreciación del renmimbi en los últimos meses, las reservas exteriores continuaron aumentando a un ritmo elevado, hasta alcanzar los 1,68 mm de dólares. A lo largo del trimestre, las autoridades aumentaron el coeficiente de reservas bancarias en tres ocasiones, desde el 14,5% hasta el 16%, y la oferta monetaria y el crédito moderaron su crecimiento, a pesar de lo cual, la inflación alcanzó máximos históricos en el trimestre. En el resto de Asia, la inflación también aumentó de manera generalizada, mientras que la producción industrial mostró una tendencia a la aceleración respecto al cuarto trimestre de 2007, salvo en el caso notable de la India.

En el último trimestre de 2007, el crecimiento del PIB en el conjunto de América Latina mostró una moderada aceleración, hasta el 6,2% interanual, cuatro décimas más que en el trimestre precedente. En este período, aumentó la aportación positiva de la demanda interna, que compensó holgadamente el leve empeoramiento de la demanda externa. Los países que registraron mayores tasas de crecimiento fueron Argentina, Brasil, Colombia y Perú, mientras que en el resto de países las tasas se mantuvieron. En el conjunto de 2007, el PIB de la región creció un 5,7%, superior al 5,4% del año anterior, aceleración observable en todos los países salvo en México y Venezuela. En línea con la tendencia global, la inflación aumentó a lo largo del trimestre, pasando del 5,8% en diciembre al 6,4% de marzo, aumento de magnitud semejante al que registró la tasa subyacente. En cuanto a la política monetaria, se produjeron movimientos al alza en los tipos de interés en Colombia y Perú, pero destacó la subida de 50 pb en Brasil, la primera en tres años. También, durante el período se registró una tendencia a la apreciación de los tipos de cambio frente al dólar, lo que pudo contribuir al deterioro, en el trimestre, de las balanzas comerciales, que acusaron el aumento de las importaciones, singularmente en Brasil. En este contexto, las autoridades ensayaron medidas monetarias contracritivas alternativas a las subidas de tipos de interés, para no contribuir a una mayor apreciación de sus monedas. De igual manera, los bancos centrales de Perú, Argentina y Brasil realizaron compras de dólares para evitar la apreciación de las divisas, y los bancos centrales de Chile y Colombia anunciaron que comenzarían a realizar intervenciones en el mercado de divisas.

### 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

La información disponible referida al primer trimestre del año apunta a que el PIB de la zona del euro mantuvo un crecimiento similar o algo superior al del cuarto trimestre de 2007. Los soportes para esa resistencia de la actividad del área los han proporcionado la fortaleza que han mantenido las economías emergentes en el ámbito externo y el vigor del mercado de trabajo en el interno. Este comportamiento resulta particularmente notable porque se produce en un contexto caracterizado por la intensificación de las turbulencias financieras, el encarecimiento adicional de las materias primas y la apreciación del tipo de cambio del euro. No obstante, más a medio plazo, las perspectivas económicas continúan estando rodeadas de una extraordinaria incertidumbre proveniente de la prolongación de la situación global de inestabilidad financiera, así como del efecto de la desaceleración de la economía norteamericana y su impacto en el resto del mundo. Es previsible que la acción conjunta de estos factores se traduzca en un crecimiento por debajo del potencial en trimestres sucesivos. De hecho, en los últimos meses, instituciones privadas y organismos internacionales han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para la UEM en 2008 hasta tasas en el entorno del 1,5%.

Durante el primer trimestre del año, el encarecimiento del petróleo y de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales desembocó en un notable repunte del crecimiento del IAPC, que llegó a alcanzar el 3,6% en marzo. Al mismo tiempo, la inflación subyacente intensificó su senda alcista, hasta situarse en el 2,7%. Para el resto de 2008, se espera que la inflación se mantenga por encima de la referencia del objetivo de estabilidad de precios, si bien se irá moderando hacia finales de año a medida que se desaceleren los precios de los componentes energético y de alimentos. En media anual, las previsiones de inflación de organismos públicos y privados se sitúan cerca del 3%, tras haber sido revisadas sucesivamente al alza en los últimos meses. Más a medio plazo, persisten los riesgos para la consecución del objetivo de estabilidad de precios, principalmente por la posible aparición de los efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios, en un contexto de holgura relativamente escasa en el mercado de trabajo y por posibles incrementos adicionales de los precios de las materias primas y de impuestos indirectos y precios administrados (véase recuadro 2). En contraposición, el menor dinamismo esperado del área del euro mitiga, al menos en parte, tales riesgos al alza.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en sus últimas reuniones mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 4%, si bien destacó la existencia de fuertes presiones al alza sobre la inflación en el corto plazo. Asimismo, el BCE enfatizó que su objetivo primario es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y que las decisiones tomadas contribuyen a lograr tal objetivo, al tiempo que subrayó su determinación para prevenir la emergencia de efectos de segunda vuelta sobre los precios y para mantener ancladas las expectativas de inflación a largo plazo (véase recuadro 3). El BCE reconoció el elevado nivel de incertidumbre acerca de los efectos y duración de las turbulencias financieras. En el ámbito fiscal, la agregación de los datos de las últimas notificaciones presentadas por los Estados miembros de la UEM a la Comisión Europea en primavera indica que el déficit público del conjunto del área en 2007 habría disminuido 0,7 puntos porcentuales respecto al año anterior, hasta el 0,6% del PIB. Esta mejora habría sido compartida por un gran número de países, entre los que se encuentran Italia y Portugal, actualmente sometidos a un procedimiento de déficit excesivo. Sin embargo, la nueva información apunta a que el déficit presupuestario en la zona del euro en 2008 se deteriorará hasta aproximadamente el 1% del PIB,

	2006		2007			2008		
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR (a)	II TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	2,9	3,2	3,2	2,5	2,7	2,2		
Crecimiento intertrimestral	0,5	0,8	0,7	0,3	0,7	0,4		
IPI (c)	4,2	4,0	3,9	2,9	4,0	3,1	3,2	
Sentimiento económico	107,6	109,3	109,4	111,0	108,7	104,3	100,5	
Confianza industrial	3,3	5,7	5,3	6,3	4,3	2,3	0,3	
PMI manufacturas	56,9	56,7	55,5	55,3	54,2	52,3	52,4	
Confianza servicios	19,0	19,7	20,7	22,0	20,0	15,0	10,7	
PMI servicios	57,3	57,1	57,6	57,5	56,9	54,4	51,5	
Tasa de paro	8,1	7,9	7,6	7,5	7,3	7,2	7,1	
Confianza consumidores	-8,7	-7,0	-5,7	-2,7	-4,0	-7,7	-12,0	
IAPC (crecimiento interanual) (d)	1,7	1,9	1,9	1,9	2,1	3,1	3,6	
IPRI (crecimiento interanual) (d)	4,6	4,1	2,8	2,3	2,7	4,4	5,4	
Precio del petróleo en dólares (d)	61,2	62,8	62,3	71,8	78,2	91,2	104,3	105,8
Préstamos al sector privado (crecimiento interanual) (d)	11,4	10,8	10,6	10,8	11,0	11,2	10,9	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,0	3,9	4,1	4,4	4,5	4,3	4,1	4,2
Diferencial bonos a diez años EEUU – UEM	1,00	0,82	0,67	0,47	0,32	-0,03	-0,46	-0,64
Tipo de cambio dólar/euro (d)	1,266	1,317	1,332	1,351	1,418	1,472	1,581	1,587
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (d)	3,3	4,5	0,9	1,5	3,7	6,3	3,6	4,0
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	11,9	20,3	3,4	9,9	6,1	4,9	-16,4	-14,3

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Datos medios del trimestre. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Información disponible hasta el día 17 de abril de 2008.

c. Crecimiento interanual de la serie ajustada de días laborables.

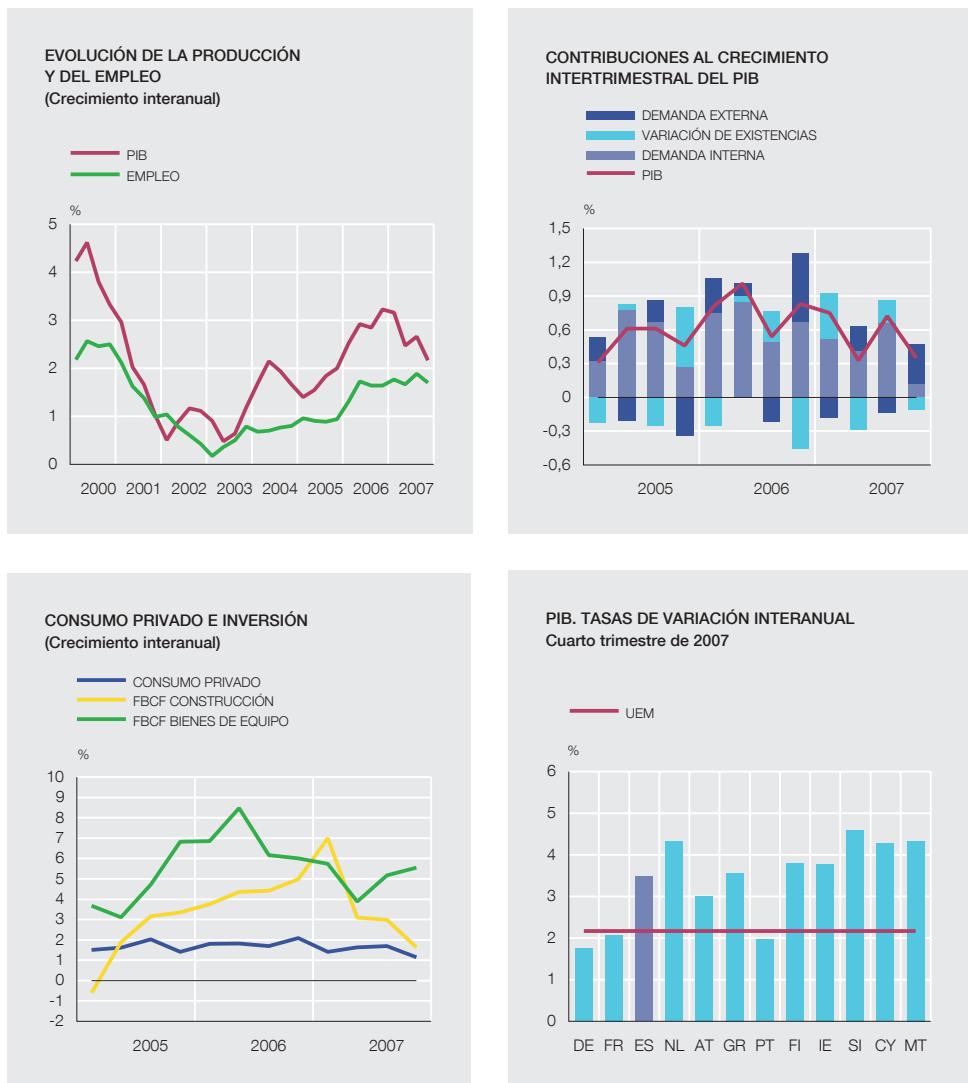
d. Datos de fin de período. Para las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

debido principalmente a las peores perspectivas de crecimiento y a rebajas fiscales que se llevarán a cabo en algunos países.

### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB de la zona del euro se expandió un 0,4% en el cuarto trimestre del pasado ejercicio, tres décimas menos que en el trimestre precedente (véase gráfico 8). Tal ralentización obedeció al menor dinamismo de la demanda interna y a la menor contribución de la variación de existencias, ya que la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del producto se amplió. La desaceleración de la demanda interna respondió a las caídas del consumo privado y público y al estancamiento de la inversión en construcción, que fueron solo parcialmente compensadas por la mayor pujanza de la inversión en bienes de equipo. Por otro lado, el retroceso de las importaciones en el cuarto trimestre contrarrestó el menor ritmo de avance de las exportaciones, con lo que la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del producto se amplió en cuatro décimas, hasta los 0,3 pp. En términos interanuales, el producto se desaceleró desde el 2,7% en el período julio-septiembre hasta el 2,2% en el cuarto trimestre. En el conjunto del año 2007, el PIB se incrementó un 2,6% –0,3 pp por debajo del año anterior—, impulsado por la demanda interna y, en menor medida, por las exportaciones netas. Atendiendo al desglose por ramas de actividad, en el cuarto trimestre se observó una desaceleración intertrimestral significativa en la industria y en los servicios de mercado, y de menor alcance, en la construcción, mientras que el valor añadido de la agricultura repuntó.

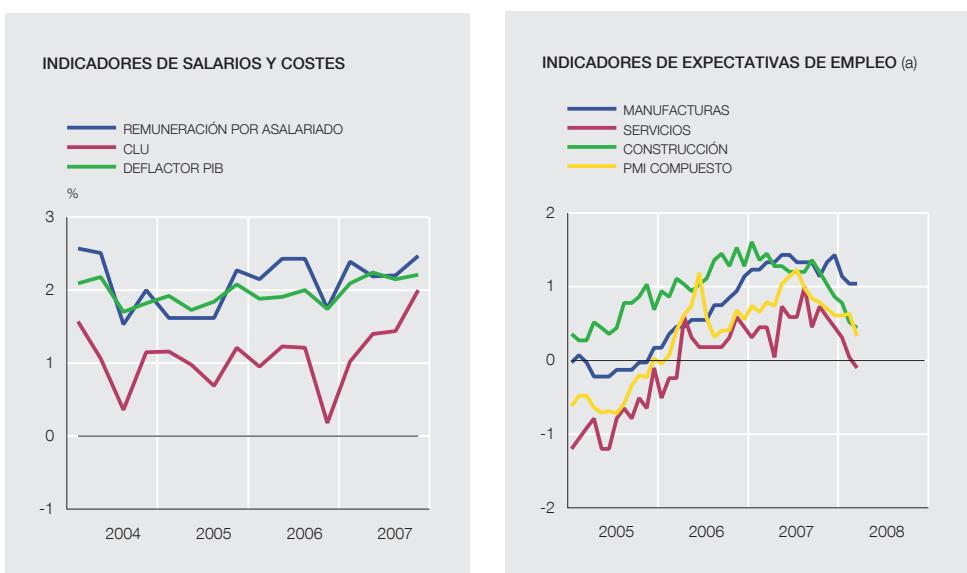
La pérdida de vigor de la actividad en el último trimestre del año fue un rasgo compartido por la mayor parte de países. Así, en Alemania y Francia el producto se desaceleró cuatro déci-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

mas, hasta el 0,3% y el 0,4%, respectivamente, aunque la composición fue dispar. En particular, el consumo y la inversión en construcción se redujeron en Alemania, mientras que la inversión en bienes de equipo se mantuvo vigorosa, y la contribución de la demanda exterior neta, positiva. Por otro lado, el crecimiento del PIB francés se sustentó en el consumo, la inversión en construcción y las exportaciones netas, al tiempo que la variación de existencias restó dinamismo a la actividad.

En el último trimestre de 2007, el empleo continuó expandiéndose, aunque a un ritmo ligeramente inferior al observado en el período anterior. Así, su crecimiento intertrimestral se situó en el 0,2%, con lo que el avance interanual alcanzó el 1,7% —dos décimas por debajo de lo registrado en el tercer trimestre— (véase gráfico 9). Teniendo en cuenta que la ralentización del producto respecto al año anterior fue más intensa, la productividad del trabajo aumentó un 0,5%. El repunte de la remuneración por asalariado provocó que los costes laborales unitarios se aceleraran hasta registrar un incremento del 2%, tasa por debajo, en cualquier caso, del aumento del deflactor del PIB, por lo que los márgenes unitarios volvieron a ampliarse en la parte final del año, si bien a un ritmo notablemente inferior al del trimestre anterior.

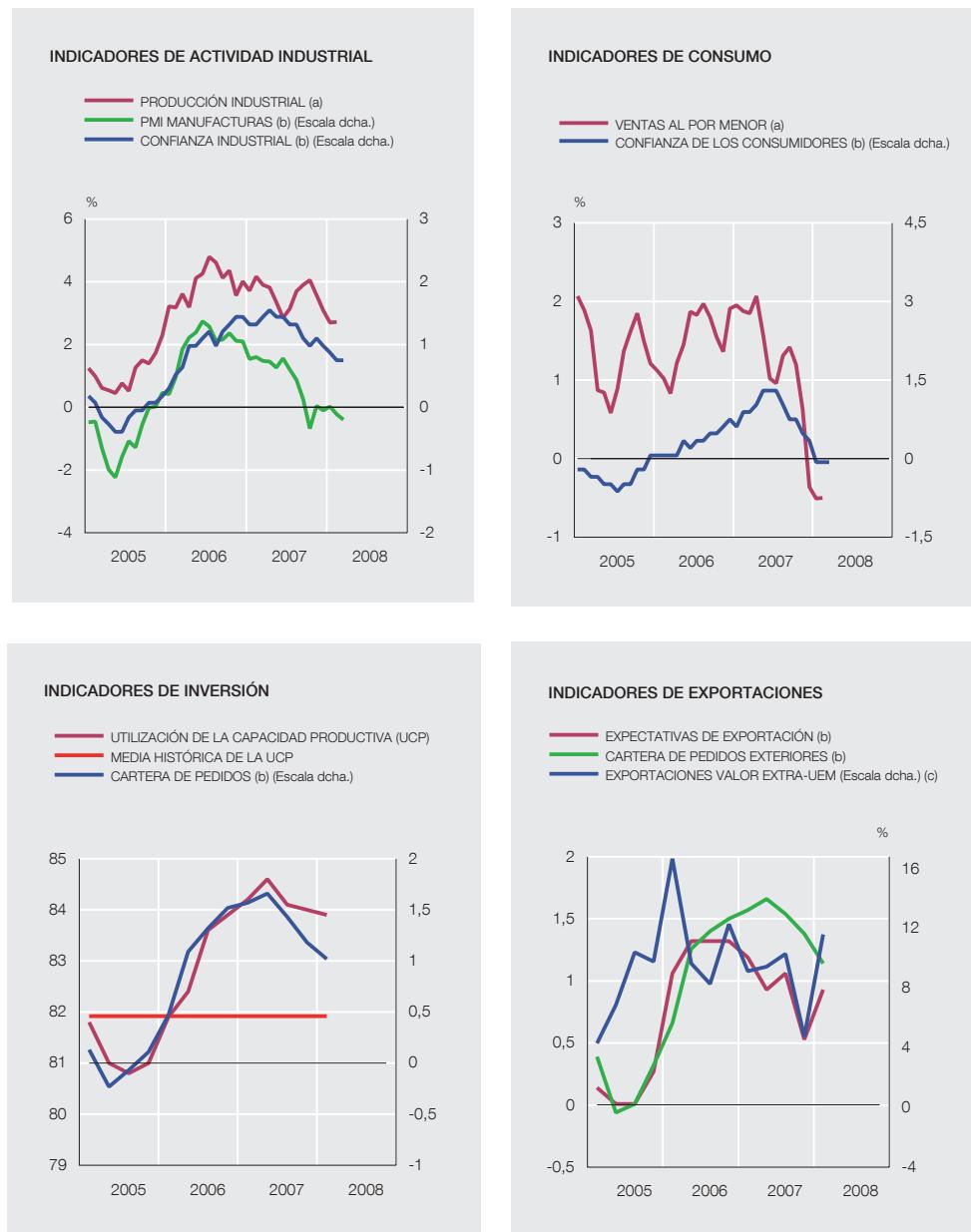


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea y encuesta PMI de Reuters. Series normalizadas.

La información coyuntural más reciente apunta a que en la primera parte del año la actividad real del área podría crecer a ritmos similares o algo superiores a los del último trimestre de 2007. Así, desde el punto de vista de la oferta, la producción de las ramas industrial y construcción experimentaron un notable dinamismo en los dos primeros meses del año (véase gráfico 10). Por otro lado, a pesar de que la confianza en el sector manufacturero se deterioró en el primer trimestre según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, su nivel se encuentra por encima del valor medio histórico. Además, las encuestas a los directores de compras apuntan a un mayor optimismo en este sector en los tres primeros meses de 2008. Por el contrario, la confianza en el sector servicios disminuyó en el primer trimestre de acuerdo con ambas encuestas, si bien su nivel todavía es coherente con la expansión de la actividad en el sector. Los indicadores de opinión referidos a las expectativas de empleo se mantuvieron en niveles elevados, aunque en el sector servicios prolongaron su senda descendente. Por otro lado, la tasa de paro continuó reduciéndose hasta el 7,1% en los dos primeros meses de 2008.

En la vertiente de la demanda, los indicadores relacionados con el gasto anticipan un avance solo moderado del consumo privado en el primer trimestre del año. Así, el deterioro de las ventas minoristas hasta febrero fue leve e inferior al observado en el trimestre anterior. Las matriculaciones, por su parte, mostraron una gran volatilidad y, en media, cayeron en el período enero-marzo. De otro lado, la confianza del sector minorista y del consumidor disminuyó nuevamente en los tres primeros meses del año; y, probablemente, el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito y la extraordinaria incertidumbre relacionada con las turbulencias financieras desembocaron en un nuevo descenso de la disposición de compra de bienes de consumo duradero por parte de los consumidores. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores señalan buenas perspectivas para este componente del PIB, dados los niveles elevados que mantienen el grado de utilización de capacidad productiva de la encuesta trimestral de la Comisión y la valoración de la cartera de pedidos, a pesar de su tendencia a la baja. No obstante, los datos publicados en enero en la encuesta semest-



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

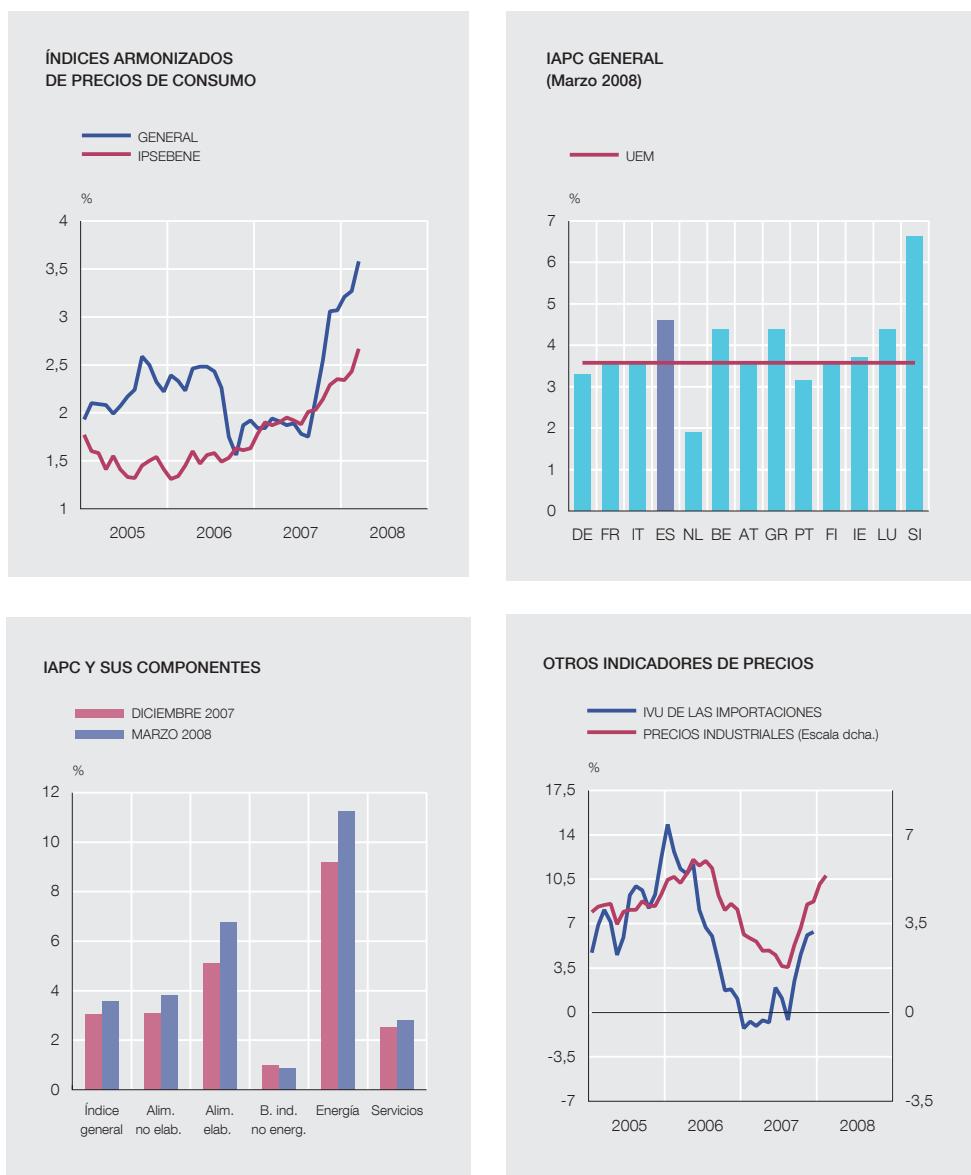
- Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- Series normalizadas.
- Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

tral sobre la inversión de la Comisión muestran una desaceleración del gasto en capital previsto para el conjunto del año 2008. Por último, los indicadores relacionados con la demanda exterior anticipan una expansión de las ventas al resto del mundo en el primer trimestre del año. En efecto, aunque la valoración media de la cartera de pedidos de exportaciones cayó en el primer trimestre del año, las expectativas de exportación mejoraron en ese período y los datos nominales de ventas al exterior procedentes de la balanza comercial repuntaron en enero y febrero.

En definitiva, la información más reciente no indica un deterioro adicional de la actividad en la zona del euro durante el primer trimestre de 2008, en un contexto en el que, por el momento,

**UEM. INDICADORES DE PRECIOS**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 11



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

el impacto de las turbulencias financieras sobre la economía real parece limitado. De esta forma, es previsible que el PIB continúe creciendo a tasas similares a las de la última parte del pasado año, en línea con las previsiones más recientes de organismos internacionales, sustentado en la demanda exterior y en la formación bruta de capital fijo. La evolución a partir de entonces vendrá muy determinada por la magnitud de los efectos sobre la actividad real de la prolongada situación de inestabilidad en los mercados financieros, que, de perdurar, podría lastrar significativamente el crecimiento de la UEM, y por el alcance del deterioro del contexto internacional. En cualquier caso, las previsiones más recientes ya apuntan a que el PIB se desacelerará en 2008 hasta una tasa por debajo del potencial.

A lo largo del primer trimestre del año, el IAPC se aceleró medio punto, hasta alcanzar una tasa de variación del 3,6% en marzo (véase gráfico 11). La evolución del índice general continuó estando muy condicionada por el comportamiento del componente energético y de los alimen-

tos. En particular, la escalada de los precios del petróleo, que llegó a alcanzar los 107 dólares por barril del tipo Brent a mitad de marzo, impulsó el aumento de los precios energéticos desde el 9,2% de diciembre hasta el 11,2% en marzo. Por otra parte, el encarecimiento de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales se ha trasladado al componente de alimentos elaborados, que acumula desde diciembre una aceleración de 1,7 pp, hasta el 6,8% en marzo. El crecimiento de los precios de estos dos componentes, junto con el notable repunte de los precios de los servicios en marzo, derivó en un incremento de cuatro décimas de la inflación subyacente entre diciembre y marzo, hasta el 2,7%. Asimismo, los precios industriales (IPRI) prolongaron su tendencia alcista, hasta alcanzar en febrero una tasa interanual del 5,3%. La escalada de los precios energéticos lideró el aumento del IPRI en los dos primeros meses de 2008, y, en menor medida, la evolución de los precios de los bienes de consumo tanto duradero como no duradero y de los bienes intermedios también impulsaron el índice general.

Es previsible que la inflación descienda en los próximos meses a medida que se desaceleren los precios de la energía y de las materias primas alimenticias. No obstante, si estos precios evolucionan según lo anticipado por los mercados de futuros, su contribución a la tasa de inflación seguirá siendo elevada y esta se mantendrá por encima de la referencia del objetivo de estabilidad de precios hasta finales de 2008. Más a medio plazo, la continuación de la senda de moderación de la inflación dependerá crucialmente de la ausencia de efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios. En un contexto de holgura relativamente escasa en el mercado de trabajo como el actual, existe, no obstante, el riesgo de que estos efectos se desencadenen (véase recuadro 2). En contraposición, el menor dinamismo económico mundial, y en particular del área del euro, podría contribuir a mitigar los elementos negativos antes mencionados.

Según la información publicada por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente alcanzó en enero de 2008 los 19,2 mm de euros, muy por encima del saldo también negativo de 3,7 mm de euros del mismo mes del año anterior. Este deterioro obedeció a los mayores déficits de la balanza de transferencias corrientes y de bienes —este último como consecuencia del mayor incremento de las importaciones que de las exportaciones— y al descenso del saldo de la balanza de renta, que mostró un saldo negativo tras el registro positivo de un año antes. Por su parte, el superávit de la balanza de servicios se incrementó ligeramente. Por otro lado, en enero se produjo una importante salida neta de capitales en forma de inversiones directas, de 32,2 mm de euros, que superó las observadas en el mismo mes de 2007, mientras que las entradas netas en concepto de inversiones de cartera aumentaron hasta los 54,3 mm de euros. Con todo, la balanza básica, que úna estas dos subbalanzas y la balanza por cuenta corriente, disminuyó significativamente su saldo positivo, hasta los 2,9 mm de euros, desde los 25,2 mm de euros de enero del año anterior (véase gráfico 14).

Según la agregación de los datos de las últimas notificaciones presentadas por los Estados miembros de la UEM a la Comisión Europea en primavera, el déficit público del conjunto del área en 2007 habría disminuido siete décimas respecto al año anterior, hasta el 0,6% del PIB (véase cuadro 2). La reducción del saldo presupuestario habría respondido al descenso de los gastos y a la desaparición del impacto de los factores temporales que habían elevado el déficit en 2006, especialmente en Italia, mientras que el notable dinamismo de la actividad en la zona del euro impulsó la recaudación impositiva. La evolución del déficit habría resultado, por tanto, más favorable que lo previsto por la Comisión Europea en otoño y que la agregación de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2007 y principios de 2008, que contemplaban un saldo negativo del 0,8% del producto. Con respecto a la ratio de deuda,

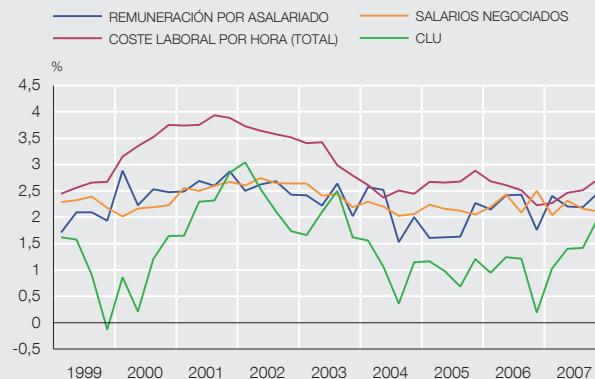
Desde los últimos meses del pasado año, el Consejo de Gobierno del BCE viene alertando de la existencia de claros riesgos al alza para la estabilidad de precios, principalmente relacionados con la posibilidad de que hagan su aparición los efectos de segunda ronda sobre la fijación de salarios y precios, derivados de los incrementos pasados del precio del petróleo y, más recientemente, también de los precios de los alimentos.

Los efectos de segunda ronda se pueden producir cuando un aumento de la inflación como consecuencia de una perturbación de carácter transitorio se traduce en un alza de las demandas salariales de los trabajadores o bien en un aumento directo de los incrementos salariales negociados, debido a la existencia de mecanismos de indexación automática de los salarios con la evolución de un determina-

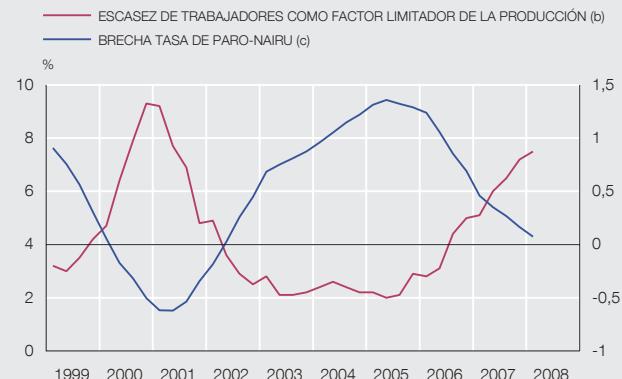
do indicador de precios<sup>1</sup>. Si estos incrementos salariales se terminan trasladando a precios, el impacto de la perturbación original sobre la inflación será mayor y más duradero (que el que se derivaría de sus efectos de primera ronda<sup>2</sup>). Los efectos de segunda ronda pueden

1. Es importante aclarar que un aumento del ritmo de crecimiento salarial, si se produce, no debe ser atribuido necesariamente a la presencia de efectos de segunda ronda, puesto que puede deberse al mayor dinamismo de la actividad y, en particular, del mercado de trabajo, así como a la evolución de otros factores exógenos, como son la oferta de trabajo o la productividad. 2. Se denominan efectos de primera ronda de una perturbación a los precios al conjunto del efecto directo de la misma sobre partidas específicas del índice de precios y el efecto indirecto que se produce cuando la perturbación afecta a bienes intermedios y se transmite a los precios del bien o servicio final a través de la cadena de producción.

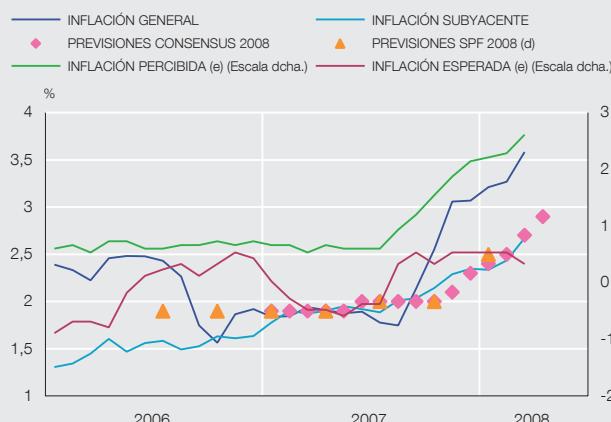
#### 1 EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES (a)



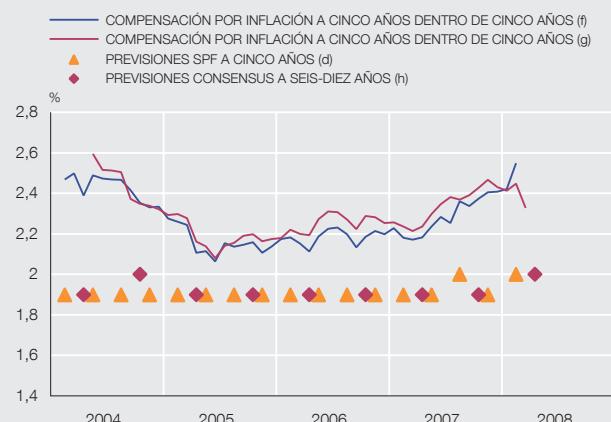
#### 2 GRADO DE HOLGURA EN EL MERCADO DE TRABAJO



#### 3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A CORTO PLAZO



#### 4 INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Consensus Forecasts, Eurostat y OCDE.

a. Tasas de variación interanual.

b. Porcentaje de empresas que declaran que la escasez de trabajadores constituye un factor limitador de su producción, en respuesta a una pregunta planteada con carácter trimestral en la Encuesta Industrial de la CE.

c. Estimación de la NAIRU elaborada por la OCDE.

d. La SPF (*Survey of Professional Forecasters*) es una encuesta que elabora el BCE con carácter trimestral, en la que se recogen las previsiones de un conjunto amplio de analistas de instituciones financieras y no financieras sobre inflación, tasa de crecimiento del PIB y tasa de desempleo en la UEM.

e. Tendencias de los precios en los últimos (próximos) doce meses, según la Encuesta de Consumidores de la CE. Valores normalizados.

f. Implicita en los bonos indicados a la inflación (ajustado de estacionalidad).

g. Implicita en los tipos de swaps ligados a la inflación.

h. Las previsiones de Consensus a largo plazo solo se publican en los meses de abril y octubre.

generarse también como resultado de los mecanismos de fijación de precios por parte de las empresas, en particular si estas intentan mantener sus márgenes de beneficio, o incluso aprovechar los períodos inflacionistas –y, probablemente, el insuficiente grado de competencia– para aumentar dichos márgenes. Este recuadro se centra, no obstante, en el canal salarial.

La evolución reciente de los indicadores de costes laborales muestra que la situación en el área del euro en su conjunto todavía es de moderación salarial (véase gráfico 1). Los costes salariales se han acelerado desde el 2005 en línea con el mejor comportamiento del empleo, pero lo han hecho moderadamente, y su crecimiento actual se encuentra por debajo de su media histórica y de lo que indicarían sus determinantes fundamentales. Esto ha sido así a pesar de que la indicación automática de los salarios a la inflación actual o pasada afecta a parte de los asalariados en el conjunto del área. Por su parte, la significativa aceleración de los costes laborales unitarios a lo largo de 2007 ha obedecido, principalmente, al menor ritmo de avance de la productividad, en un contexto de ralentización del crecimiento económico del área.

Por lo que respecta a las perspectivas, la evolución de los costes laborales en el corto o medio plazo se verá afectada por la dinámica del mercado de trabajo y su grado de holgura. Tanto la brecha de desempleo (medida por la diferencia entre la tasa de paro observada y la tasa compatible con una inflación estable o NAIRU) como el indicador de factores limitadores de la producción (procedente de la Encuesta Industrial de la CE) indican que el grado de holgura en el mercado de trabajo se ha reducido significativamente desde finales de 2005 (véase gráfico 2). Así, el porcentaje de empresarios que declaran que la escasez de trabajadores constituye un factor limitador de su producción ha aumentado de forma continua y notable desde el tercer trimestre de 2005 y su valor más reciente (7,5%) se sitúa muy por encima del 3,7% que constituye su media histórica.

Estos indicadores apuntan la posibilidad de que los costes laborales puedan crecer en el corto o medio plazo por la mayor escasez del factor trabajo. De hecho, el desarrollo de las negociaciones salariales

que han tenido lugar en los últimos meses está evidenciando la mayor determinación por parte de los trabajadores a lograr unos incrementos salariales más elevados, tras un período prolongado de contención de sus salarios reales. No obstante, las perspectivas de crecimiento económico para el año próximo, sensiblemente revisadas a la baja como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros y la fuerte desaceleración de la economía norteamericana, mitigarían este riesgo, ya que es más difícil alcanzar fuertes aumentos salariales en un contexto de ralentización de la actividad.

Otro factor relevante para la posible aparición de efectos de segunda ronda sobre los salarios es el impacto de la evolución de los precios sobre las expectativas de inflación. Como se observa en el gráfico 3, la inflación (sobre todo la general, pero también la subyacente) ha aumentado mucho desde septiembre de 2007. Esto ha elevado notablemente las previsiones de inflación a corto plazo elaboradas por analistas privados y organismos públicos, así como la inflación tanto percibida como esperada por los consumidores. Por otra parte, aunque las expectativas a largo plazo procedentes de encuestas no parecen haberse visto afectadas de forma significativa, sí se ha observado una clara tendencia al alza en las derivadas de indicadores financieros, si bien resulta difícil distinguir, especialmente en el actual contexto de turbulencias financieras, qué parte de ese incremento responde a un aumento genuino de las expectativas de inflación y cuál se corresponde con un aumento de las primas de riesgo (véase gráfico 4). Estos desarrollos suponen una confirmación de los motivos para estar alerta, pues, si las expectativas de inflación se alejan del objetivo de inflación del BCE, podrían surgir mayores demandas salariales que dieran origen a los efectos de segunda ronda.

En definitiva, aunque todavía existe una situación de moderación salarial en la UEM, el grado de holgura del mercado de trabajo se ha reducido de forma significativa y el aumento de la inflación en el período reciente ha elevado notablemente las expectativas de inflación a corto plazo. Los riesgos, pues, de que se produzcan efectos de segunda ronda se han intensificado, un escenario que únicamente se ve matizado por las perspectivas de menor crecimiento de la actividad para 2008.

según las notificaciones más recientes, esta habría disminuido hasta el 66,3% en 2007, desde el 68,4% un año antes.

Tal y como ya se había anticipado en los programas de estabilidad presentados a finales del pasado año, ningún Estado miembro superó en 2007 la cota del déficit del 3% establecida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, la mejora de los saldos presupuestarios se extendió a un gran número de países, entre los que se incluyen los dos Estados miembros que están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo (Portugal e Italia), donde la corrección fue significativa –de 1,3 y 1,5 pp, hasta el 2,6% y el 1,9%, respectivamente–. En el segundo caso, tal mejora obedeció a la desaparición de algunas medidas temporales tomadas en 2006 y a la mayor recaudación por impuestos directos. No obstante, algunos países, como Francia, donde se produjeron recortes impositivos tras las elecciones de mayo de 2007, incrementa-

	% del PIB						
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)						
	2006	2007 (b)	2007 (c)	2007 (d)	2008 (c)	2008 (d)	2009 (c)
Bélgica	0,3	-0,3	0,3	-0,2	0,5	0,0	0,7
Alemania	-1,6	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,0
Grecia	-2,6	-2,9	-2,7	-2,8	-1,6	-1,6	-0,8
España	1,8	1,8	1,8	2,2	1,2	1,2	1,2
Francia	-2,4	-2,6	-2,4	-2,7	-2,3	-2,3	-1,7
Irlanda	3,0	0,9	0,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,1
Italia	-3,4	-2,3	-2,4	-1,9	-2,2	-2,4	-1,5
Luxemburgo	1,3	1,2	1,0	3,0	0,8	1,3	1,0
Holanda	0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,5	1,1	0,6
Austria	-1,5	-0,8	-0,7	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2
Portugal	-3,9	-3,0	-3,0	-2,6	-2,4	-2,4	-1,5
Eslovenia	-1,2	-0,7	-0,6	-0,1	-0,9	-0,9	-0,6
Finlandia	4,1	4,6	4,5	5,3	3,7	4,6	3,6
Malta	-2,6	-1,8	-1,6	-1,8	-1,2	-1,2	-0,1
Chipre	-1,2	-1,0	1,5	3,3	0,5	1,1	0,5
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)							
Saldo primario	1,5	2,1	2,2		2,1		
Saldo total	-1,3	-0,8	-0,8	-0,6	-0,9	-1,0	-0,4
Deuda pública	68,4	66,5	66,6	66,3	64,8	65,0	62,8

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
- b. Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2007.
- c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2007 y principios de 2008. Al no haber sido presentado aún en el caso de Bélgica, se usan las previsiones del programa de estabilidad de finales de 2006.
- d. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2008.

ron su desequilibrio presupuestario, y otros, como Irlanda, empeoraron su superávit fiscal llevando a cabo políticas fiscales procíclicas, en contra de las recomendaciones realizadas en el marco fiscal europeo.

Aunque por el momento la Comisión no ha publicado el saldo estructural basado en la nueva información procedente de las notificaciones, las estimaciones publicadas en su informe de otoño sugieren que la orientación de la política fiscal durante 2007 habría sido contractiva. La nueva información procedente de las notificaciones apunta a que el déficit público en la zona del euro aumentará en 2008 hasta aproximadamente el 1% del PIB, debido principalmente al deterioro de las perspectivas de crecimiento y a ciertas rebajas fiscales en algunos países, entre las que destacan las referidas al impuesto de sociedades en Alemania y a las contribuciones a la Seguridad Social en Alemania y en Francia. No obstante, existen riesgos de desviación al alza de esta estimación de déficit, en un contexto caracterizado por una elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas del área del euro.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En los primeros meses del año, los efectos en los mercados financieros de la UEM de las turbulencias financieras iniciadas el pasado verano en el sector hipotecario de baja calidad de Estados Unidos se han acentuado. En particular, más allá de los problemas de falta de liquidez

Uno de los canales por los cuales la política monetaria puede influir en la evolución de los precios es a través de su efecto sobre las expectativas de inflación a largo plazo. Si los agentes económicos otorgan credibilidad a la capacidad y el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios, los mecanismos de fijación de precios y salarios contribuirán a la consecución del objetivo de inflación. Por este motivo, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo destaca habitualmente la importancia de que las expectativas de inflación a largo plazo permanezcan sólidamente ancladas, y la necesidad de realizar un seguimiento muy atento de su evolución.

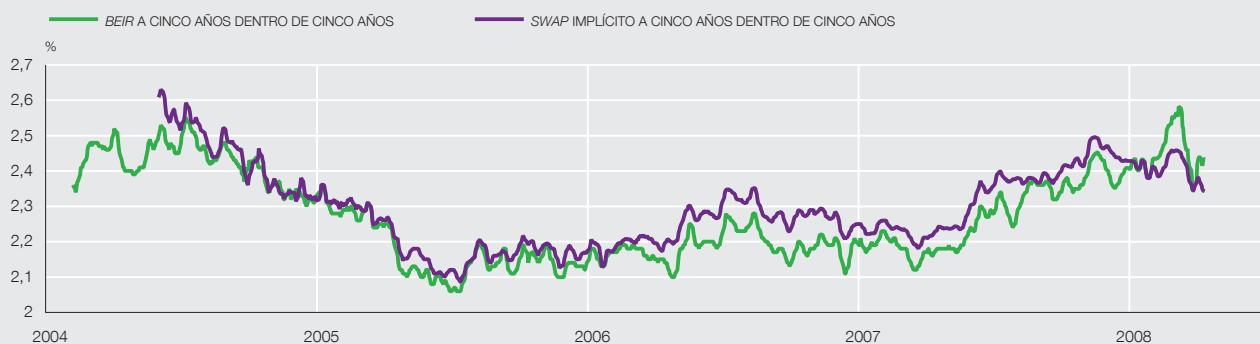
En la zona del euro existen dos fuentes principales de indicadores de expectativas de inflación a largo plazo: las encuestas de opinión, como, por ejemplo, la Encuesta de Predicciones Macroeconómicas del Banco Central Europeo («ECB's Survey of Professional Forecasters») y los indicadores de compensación por inflación obtenidos a partir de instrumentos financieros, particularmente de los bonos indexados y los swaps de inflación. La principal ventaja de estos últimos es su mayor frecuencia, que permite conocer en cada momento la opinión del mercado y su respuesta a la situación económica y a las actuaciones de política económica.

La compensación por inflación estimada a partir de los bonos indexados en la UEM, comúnmente denominada *BEIR* por su termino-

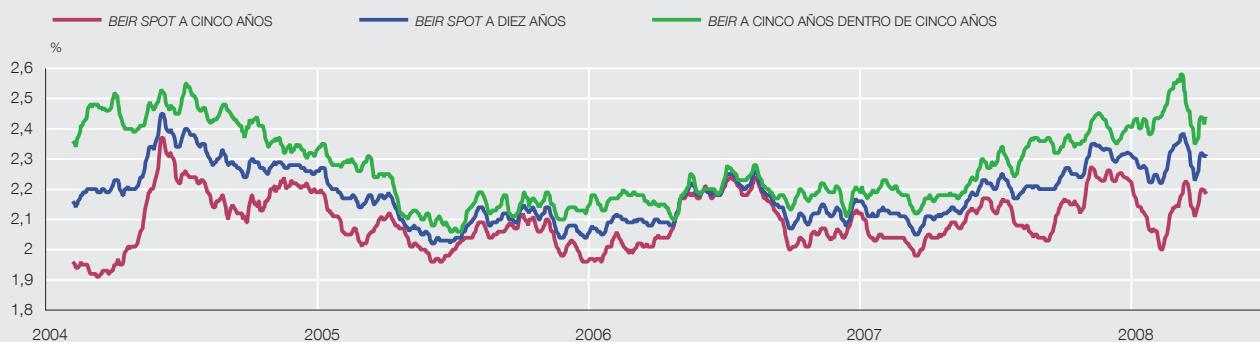
ología anglosajona (*break-even inflation rate*), se calcula como el diferencial de rendimiento entre un bono nominal y un bono indexado al IAPC (excluido tabaco), con las mismas características en cuanto a emisor y plazo de vencimiento. Esta medida aproximaría la tasa de inflación hipotética para la cual el rendimiento esperado de los dos tipos de bonos es equivalente. La principal ventaja de los *BEIR* es, además de su elevada frecuencia debido a que se negocian de forma continua en el mercado de bonos y derivados, la disponibilidad de un número amplio de plazos de vencimiento que permite calcular medidas de compensación por inflación a diferentes horizontes temporales e incluso estimar la estructura temporal de tipos de interés reales y de inflación<sup>1</sup>. Dichas curvas permiten, por ejemplo, la descomposición de los *BEIR* a diez años —un indicador de la compensación media por inflación requerida en los mercados para los próximos diez años— en los *BEIR* a cinco años y los *BEIR* implícitos entre los cinco y los diez años, que proporcionan información más precisa sobre la tasa de inflación (y prima de riesgo asociada) esperada en promedio en el medio a largo plazo.

1. Véase J. Ejsing, J. A. García y T. Werner (2007), *Estimating real and inflation term structures using euro area inflation-linked bond data*, ECB Working Paper series No. 830, diciembre.

#### 1 COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN PROCEDENTE DE:



#### 2 COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN PROCEDENTE DE:



FUENTES: Banco Central Europeo y Reuters.

Por otro lado, el *swap* de inflación es un contrato mediante el cual se intercambian dos flujos de capitales, de los cuales uno depende de la inflación observada a lo largo de la vida del *swap*. La compensación por inflación es la tasa que ex ante igualaría los flujos nominales intercambiados. Los *swaps* iniciados con la inflación ofrecen una amplia gama de vencimientos, por lo que, como en el caso de los *BEIR*, también se puede obtener una curva entre compensación de inflación y plazos del contrato y seleccionar los valores más relevantes.

No obstante, ambos indicadores de compensación por inflación son medidas imperfectas de las expectativas de inflación del mercado, por diversos motivos. El principal se deriva de que los inversores son aversos al riesgo y exigen una remuneración adicional o prima de riesgo cuando se alargan los plazos de los contratos, dada la incertidumbre respecto al comportamiento de las variables económicas en el futuro. En el caso de los *swaps* de inflación también puede existir una prima que compense por un riesgo de contrapartida y, además, se carece de un mercado organizado, lo que dificulta la obtención de datos con una calidad relativamente homogénea en el tiempo. Por su parte, la menor liquidez de los bonos iniciados con respecto a los convencionales conllevará la presencia de una prima en la rentabilidad de los primeros, que reducirá el *BEIR* y sesgará a la baja las expectativas de inflación derivadas. Además, los bonos iniciados están sujetos a factores técnicos o institucionales que, ocasionalmente, también pueden reducir tem-

poralmente el contenido informativo de los *BEIR* sobre las expectativas de inflación.

En los gráficos 1 y 2 se presentan medidas alternativas de compensación por inflación para la zona del euro. Como puede observarse, estas han seguido una trayectoria ascendente desde el segundo trimestre de 2007. Dicho incremento podría reflejar un aumento en las expectativas de inflación. No obstante, dada la reevaluación de los riesgos que ha tenido lugar a nivel general de los mercados financieros en ese período, es muy posible también que responda a un incremento en la prima de riesgo asociada. La tendencia alcista se acuñó de forma notable en los primeros meses de 2008, especialmente en los *BEIR*. Pero, de nuevo, la intensa demanda de bonos soberanos (de alta calificación crediticia) a corto y medio plazo en esos meses parece haber causado notables fluctuaciones en los *BEIR* a cinco años, que mecánicamente se han traducido en movimientos bruscos en los *BEIR* implícitos a largo plazo.

Estos acontecimientos recientes ponen de manifiesto la complejidad de la interpretación de los movimientos en los indicadores de compensación por inflación, dado que están sujetos a distorsiones difíciles de identificar y aún más de cuantificar. Por ello, es muy relevante analizar conjuntamente estas medidas de compensación por inflación con indicadores de expectativas de inflación procedentes de encuestas, particularmente en un contexto —como el actual— de importantes turbulencias en los mercados financieros.

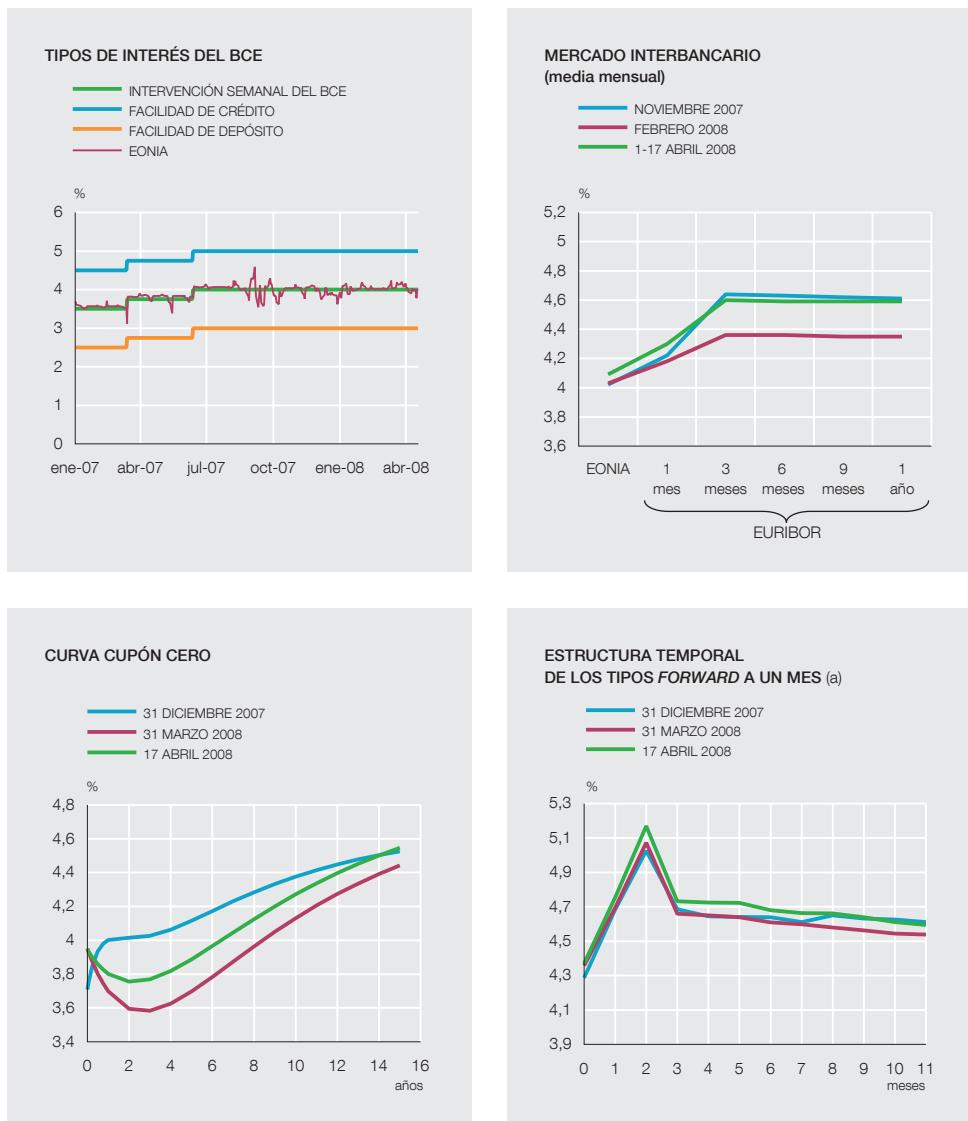
en los mercados interbancarios, la inestabilidad se ha intensificado en otros segmentos y las condiciones de concesión de crédito se han endurecido.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales: en el 4% para el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, y para las facilidades marginales de depósito y de crédito en el 3% y el 5%, respectivamente (véase gráfico 12). No obstante, el BCE confirmó la existencia de fuertes presiones inflacionistas en el corto plazo, en un contexto de crecimiento monetario y crediticio vigoroso y de fundamentos económicos sólidos, al tiempo que reconocía el elevado nivel de incertidumbre sobre los efectos y duración de las turbulencias financieras. En cualquier caso, el banco central enfatizó que su objetivo primario es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y que las decisiones tomadas contribuyen a lograr tal objetivo. Finalmente, el BCE subrayó su compromiso con la prevención de los efectos de segunda vuelta y la materialización de los riesgos alcistas sobre la estabilidad de precios en el medio plazo.

En los mercados interbancarios, las tensiones tendieron a moderarse en los dos primeros meses del año. No obstante, a partir de marzo volvieron a resurgir, ligadas tanto a problemas de liquidez como a un repunte de las primas de riesgo de contrapartida. Así, el diferencial de rentabilidad entre las operaciones interbancarias sin garantía (EURIBOR) y con garantía (EUREPO) volvió a repuntar, hasta situarse en torno a los 90 pb a mediados de abril en los contratos a un año. En este contexto, el BCE continuó inyectando liquidez de forma extraordinaria a través de las operaciones principales de financiación, en las que se siguieron adjudi-

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

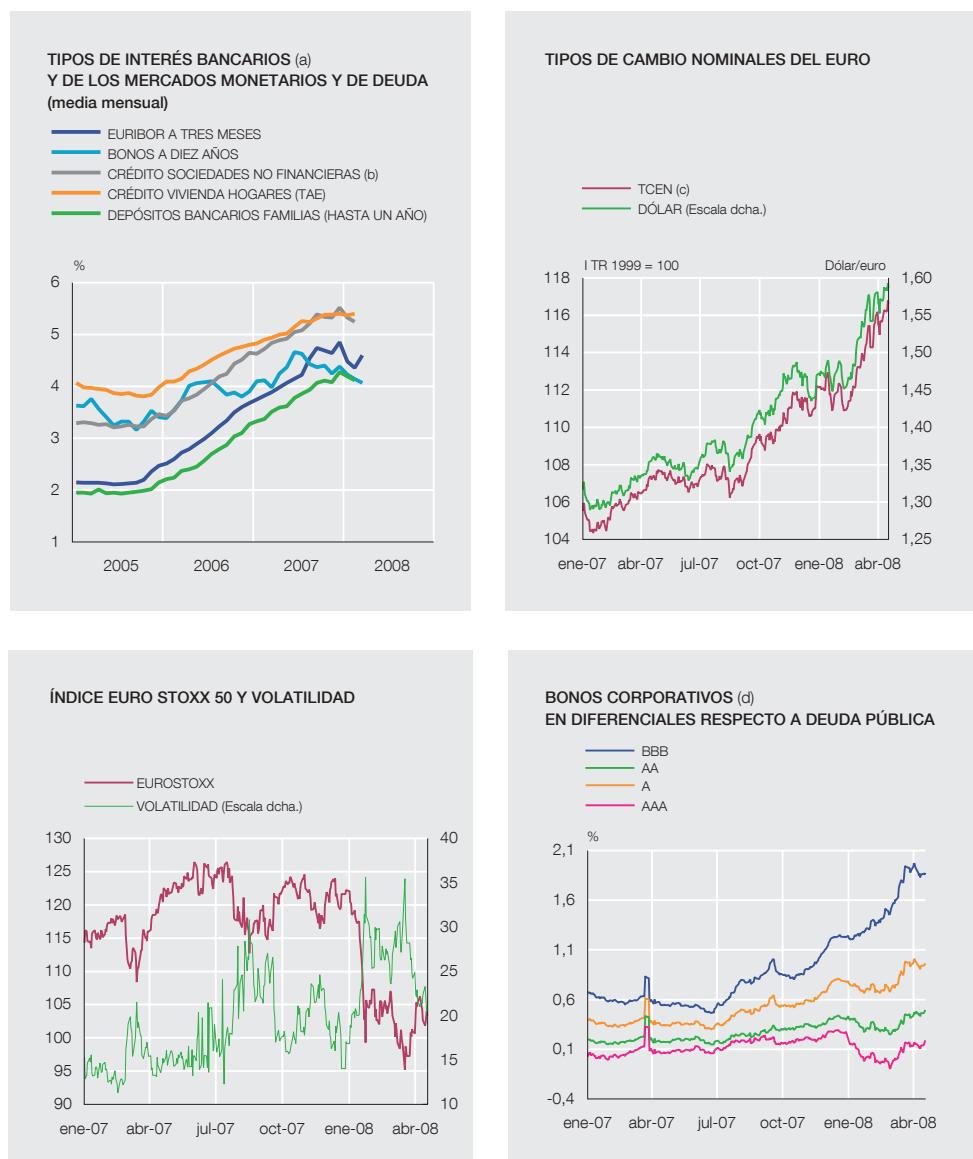


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimados con datos del EURIBOR.

cando volúmenes por encima de las cantidades consideradas como neutrales, pero, sobre todo, a través de las operaciones a más largo plazo suplementarias. Asimismo, el BCE siguió actuando de forma coordinada con otros bancos centrales y en marzo amplió el acuerdo con la Reserva Federal para suministrar recursos en dólares.

En el primer trimestre del año, los rendimientos de la deuda pública a diez años retrocedieron gradualmente, aunque con un comportamiento volátil, a medida que su papel como activo refugio se intensificaba. En abril, no obstante, se produjo cierto repunte, hasta el 4,2%. En Estados Unidos, la relajación de la política monetaria y las peores perspectivas macroeconómicas derivaron en una mayor reducción de los tipos a largo plazo, los cuales han llegado a situarse en abril unos 60 pb por debajo de los europeos —frente a una diferencia de 30 pb en diciembre— (véase gráfico 13). Por otro lado, la búsqueda de calidad crediticia y de liquidez dio también lugar a una ampliación de los diferenciales de tipos entre el bono soberano alemán y los equivalentes de otros países de la UEM, especialmente entre finales de febrero y mitad de marzo. En los mercados de renta fija privada, en los meses transcurridos de 2008,

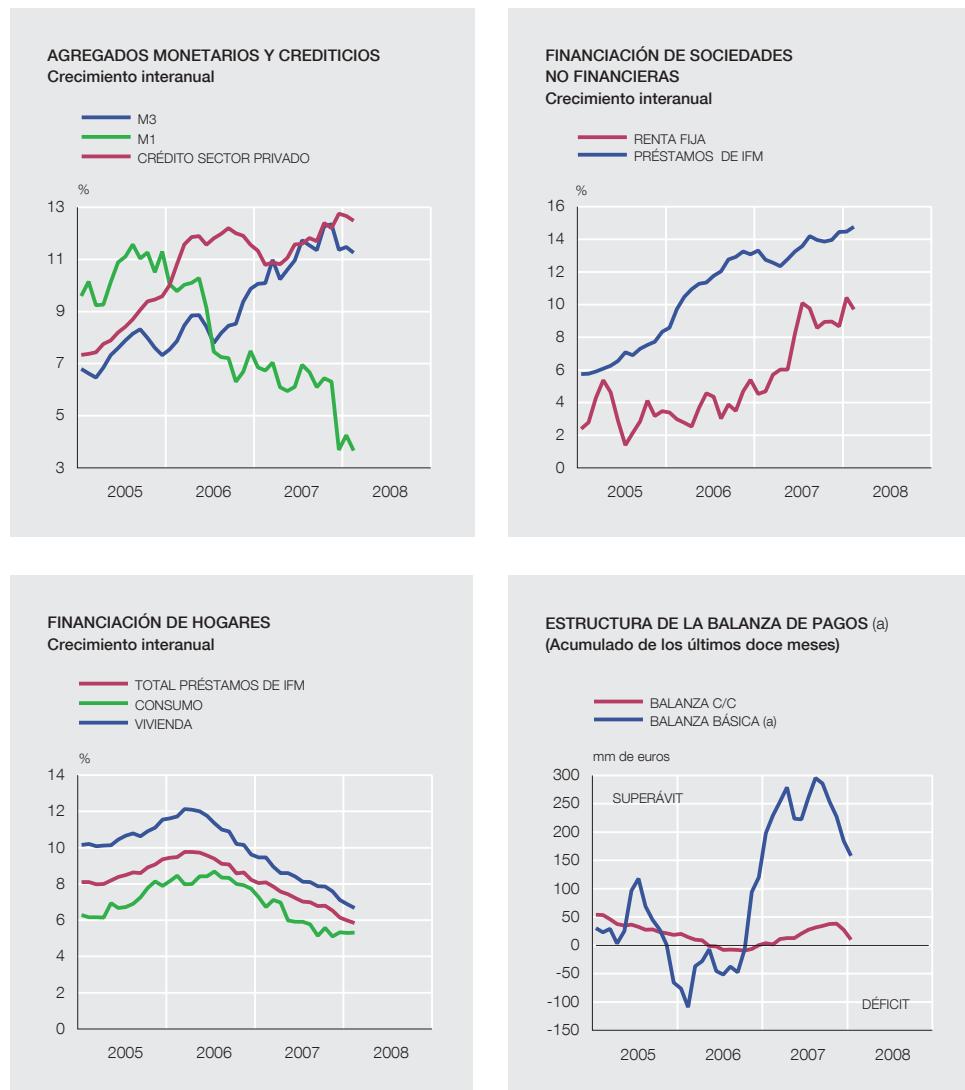


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- Estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE correspondientes a nuevas operaciones.
- Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.
- Índice de tipo de cambio efectivo nominal (TCEN-22). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
- Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

los diferenciales de rentabilidad continuaron creciendo, de manera más intensa en los bonos de peor calidad crediticia.

Las turbulencias financieras afectaron de forma más clara a los índices bursátiles a comienzos de 2008, a medida que los agentes económicos percibían un mayor impacto sobre la actividad económica, particularmente en Estados Unidos. Así, tras las notables pérdidas que se sucedieron en enero, los precios de las acciones continuaron cayendo con un elevado grado de volatilidad hasta aproximadamente mediados de marzo. A partir de entonces, el apoyo de la Reserva Federal a la adquisición de Bear Stearns por parte de JP Morgan y el recorte de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos impulsaron los índices no solo en ese país, sino también en la UEM, de forma que, desde mitad de marzo y hasta la fecha de cierre de este



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

Boletín, la ganancia acumulada del índice Eurostoxx amplio alcanza aproximadamente el 9%. No obstante, esta mejora no ha compensado la evolución negativa de las primeras semanas de enero, con lo que las pérdidas acumuladas desde principios de año son superiores al 12% en 2008.

En la parte transcurrida del año, la prolongación de la inestabilidad financiera, el deterioro del panorama económico de Estados Unidos y las expectativas de ampliación de los diferenciales de tipos de interés entre este país y la UEM contribuyeron a que el euro continuara su tendencia apreciatoria, la cual fue particularmente intensa desde finales de febrero. Así, el tipo de cambio efectivo nominal se revalorizó desde diciembre aproximadamente un 3%, y el tipo de cambio frente al dólar, alrededor de un 6% (véase gráfico 13).

Los agregados monetarios continuaron expandiéndose a tasas elevadas en los primeros meses de 2007, reflejando en gran medida el aplanamiento de la curva de rendimientos y el incentivo que esto ha supuesto para la demanda de activos líquidos y seguros. Así, en febrero el agregado M3 aumentó un 11,3%, tasa ligeramente inferior a la observada un mes antes,

pero muy similar a la de diciembre. Al mismo tiempo, el agregado monetario más líquido, M1, se desaceleró en febrero como resultado del menor dinamismo del efectivo en circulación y especialmente de los depósitos a la vista, de forma que su ritmo de avance se situó por debajo del 4%, un nivel idéntico al de finales del 2007 (véase gráfico 14).

Igualmente, el crédito al sector privado continuó dando muestras de dinamismo en los dos primeros meses del año, sustentado en el vigor de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras —que alcanzaron un 14,8% interanual en febrero—. Este comportamiento sugiere que, por el momento, no se ha producido una contracción severa de la oferta de los préstamos por parte de los bancos como consecuencia de las turbulencias financieras y a pesar del endurecimiento de las condiciones de concesión de los préstamos que se desprende de la Encuesta de Préstamos Bancarios. Por el contrario, los préstamos a hogares se desaceleraron en los dos primeros meses del año, hasta registrar un aumento del 5,8%. Dentro de estos últimos, los otorgados para compra de vivienda se ralentizaron hasta el 6,7% en febrero, mientras que los destinados para el consumo mantuvieron su ritmo de avance en el 5,3%. Según la Encuesta de Préstamos Bancarios, en este caso, el menor crecimiento podría obedecer al endurecimiento de las condiciones de concesión y a una caída de la demanda de préstamos por parte de los hogares. Finalmente, los préstamos a instituciones financieras no monetarias continuaron creciendo a ritmos elevados, probablemente debido al recurso a este tipo de financiación, en un contexto de falta de liquidez en los mercados.

Según las estimaciones de la CNTR, el crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 2007 ascendió al 3,5%, acentuando el perfil de desaceleración que había mostrado a lo largo del ejercicio. La información disponible para los primeros meses de este año apunta a una ralentización más pronunciada de la actividad en el primer trimestre de 2008, para el que se estima un crecimiento del PIB del 2,8% en tasa interanual —lo que representa una tasa intertrimestral del 0,4%—, como consecuencia del menor empuje de la demanda nacional, cuya tasa de expansión se reduciría hasta el 3%, en tanto que la aportación del sector exterior habría mejorado ligeramente, hasta situarse en -0,3 pp (véase gráfico 15). La pérdida de vigor de la demanda nacional en este trimestre habría sido generalizada, a excepción del consumo público, cuyo ritmo de avance se ha hecho más intenso.

Por el lado de la oferta, salvo en el caso de la rama de industria y energía, cuyo ritmo de avance se habría mantenido prácticamente inalterado, la desaceleración del valor añadido en el primer trimestre de 2008 se habría producido en todas las ramas de actividad, aunque con mayor intensidad en el caso de la construcción. Los servicios, por su parte, habrían manteniendo un notable crecimiento, si bien dentro de la trayectoria de desaceleración señalada. En cuanto al empleo, los indicadores disponibles apuntan hacia un menor dinamismo, en línea con el que se estima para el producto, por lo que el ritmo de avance de la productividad aparente del trabajo para el conjunto de la economía se mantendría cercano al 1%. Al mismo tiempo se prevé una aceleración significativa de la remuneración por asalariado, debido tanto al aumento de las tarifas salariales más altas que se están negociando en los convenios como, sobre todo, a la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2007, con lo que se estima que los costes laborales unitarios repuntarán en el primer trimestre. En cuanto a los precios de consumo, el IPC se incrementó adicionalmente en los primeros meses del año, hasta alcanzar una tasa interanual del 4,4% en la media del primer trimestre, cuatro décimas más que en el trimestre anterior, como consecuencia del encarecimiento de los productos energéticos y de los alimentos. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo en el 3,2%, tasa similar a la de los tres últimos meses de 2007.

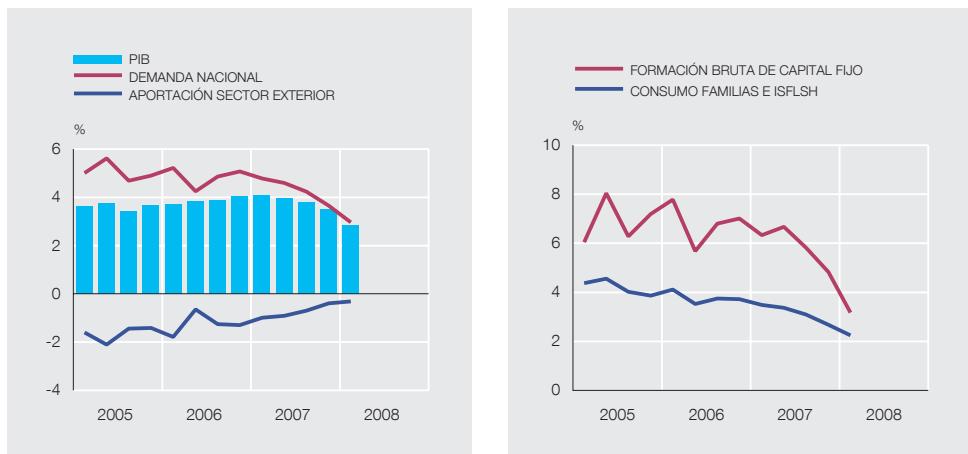
### 4.1 Demanda

En el cuarto trimestre de 2007, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH creció a una tasa interanual del 2,7%, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior. De acuerdo con la información coyuntural más reciente, esta tendencia hacia la moderación del consumo privado se ha intensificado en los primeros meses de 2008 (véase gráfico 16), con lo que el consumo de los hogares podría haberse desacelerado hasta el 2,2%. En un contexto de incertidumbre sobre la situación económica y financiera internacional, y con tasas de inflación bastante elevadas, la confianza de los consumidores y del comercio minorista descendieron, de nuevo, en el primer trimestre del año, alcanzando, en ambos casos, los valores mínimos de los últimos trece años. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de la Agencia Tributaria de grandes empresas, referidos a enero y febrero, señalaron un menor dinamismo de las ventas interiores de bienes y servicios destinados al consumo. Asimismo, el índice del comercio al por menor real registró en ese mismo período nuevas caídas. Por último, dentro de los bienes de consumo duradero, las matriculaciones de automóviles se redujeron de forma significativa en el primer trimestre del año.

Es difícil determinar si esta moderación en la evolución del consumo privado se debe al comportamiento de la renta disponible o, más bien, obedece a otros condicionantes. Aunque la renta disponible de los hogares está viéndose afectada desfavorablemente por el menor dina-

## PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

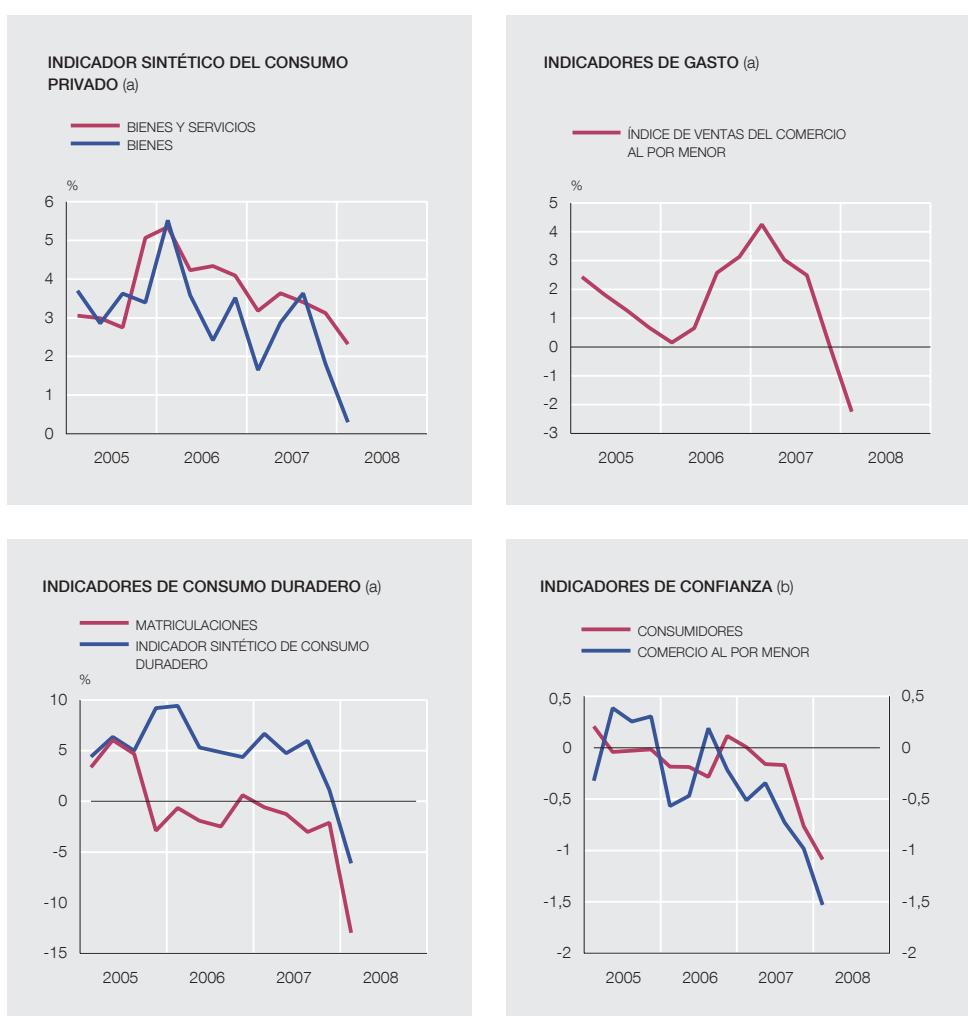


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

## INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 16



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

mismo en la creación de empleo, la mayor carga financiera derivada de los tipos de interés más altos y el repunte de la inflación, que merma su poder adquisitivo, los incrementos salariales que se están acordando en los primeros meses de 2008 y, sobre todo, la activación de las cláusulas de indicación correspondiente a 2007 por una cuantía elevada podrían estar compensando esos efectos negativos. En cuanto a los otros factores determinantes del consumo, la riqueza de las familias, materializada tanto en activos inmobiliarios como financieros, ha ralentizado su ritmo de avance, como consecuencia de las menores expectativas de revalorización de la vivienda —cuyo precio se incrementó un 3,8% en términos interanuales en el primer trimestre de 2008, 3,4 pp menos que en el mismo trimestre del año anterior— y de las caídas en las cotizaciones bursátiles. Esta trayectoria del patrimonio en poder de los hogares, junto con la mala evolución del indicador de confianza de los consumidores, apuntaría a que la tasa de ahorro habría seguido recuperándose, en línea con lo observado en los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales en el cuarto trimestre de 2007, en que la tasa de ahorro se elevó al 10,3%.

Por su parte, el consumo final de las Administraciones Públicas atenuó su fortaleza en el cuarto trimestre de 2007, al crecer un 4,4%, siete décimas menos que en el trimestre anterior. Para el primer trimestre de 2008 se prevé una ligera aceleración, de acuerdo con la información disponible sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios.

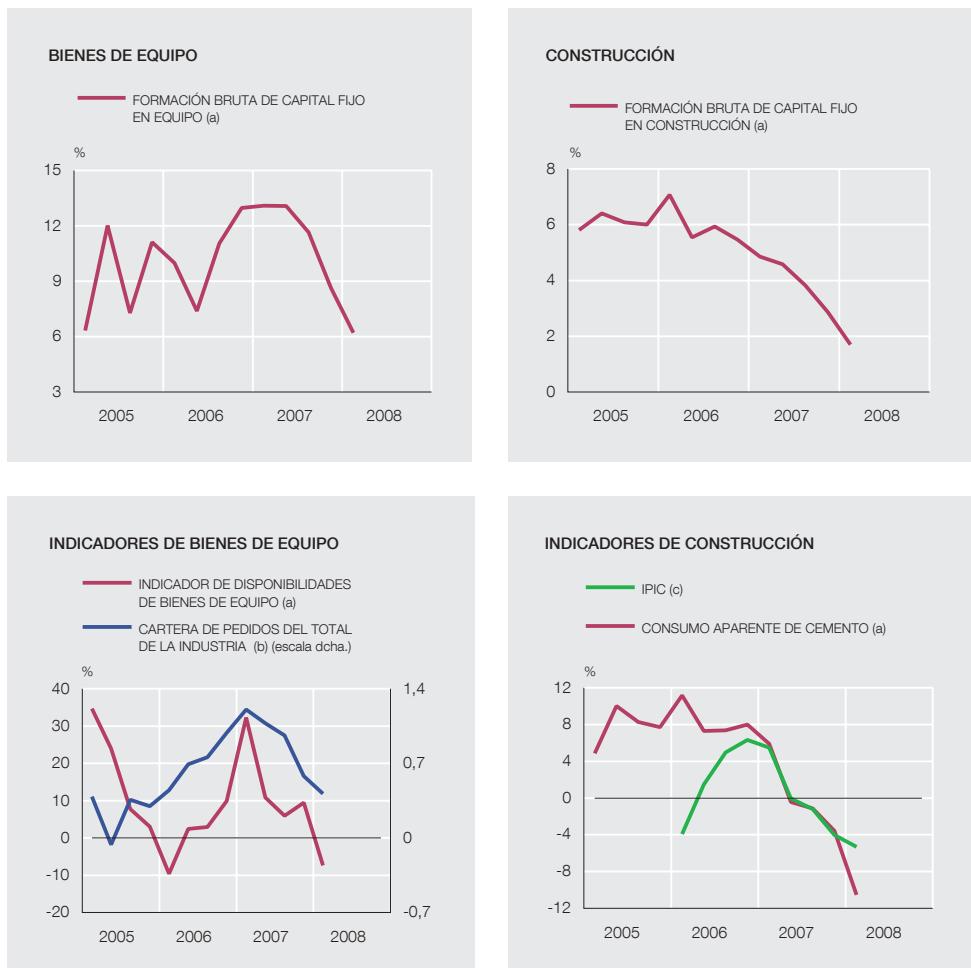
El dinamismo de la formación bruta de capital fijo se moderó a finales de 2007, por segundo trimestre consecutivo, registrando un incremento interanual del 4,8%, un punto porcentual menos que en el tercer trimestre (véase gráfico 17). Este resultado fue fruto del menor ritmo de avance tanto de la inversión en equipo como de la inversión en construcción, mientras que la inversión en otros productos tuvo un comportamiento más favorable. La información disponible para el primer trimestre de 2008 señala una continuidad de esta tendencia de desaceleración, con un menor crecimiento de la formación bruta de capital fijo en todos sus componentes.

Aunque se mantendría como el componente más dinámico de la demanda interna, la inversión en bienes de equipo seguiría desacelerándose en el primer trimestre de 2008, a juzgar por sus principales indicadores. Así, las disponibilidades de bienes de equipo, calculadas con datos incompletos para el primer trimestre de 2008, han experimentado menores ritmos de avance, al tiempo que los indicadores de confianza muestran retrocesos en el caso del indicador de clima industrial de bienes de equipo y en el de la cartera de pedidos. La evolución reciente de la inversión en equipo sigue sustentándose, según datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales hasta el cuarto trimestre de 2007, en el dinamismo de la actividad y de los beneficios empresariales, si bien ambos factores están viéndose afectados por la desaceleración de la demanda y por el aumento de la carga financiera, respectivamente. En este sentido, las crecientes necesidades de financiación de las empresas no financieras, en un contexto de mayores costes de financiación, inestabilidad en los mercados financieros y deterioro de las perspectivas económicas, podrían inducir retrasos en los planes de inversión de las empresas.

El ritmo de crecimiento de la construcción se redujo 0,9 pp en el cuarto trimestre de 2007, hasta una tasa interanual del 2,9%, la más baja desde 1998, con menores incrementos tanto en vivienda como en el resto de construcciones. En el primer trimestre de 2008 la desaceleración de la inversión en construcción se habría intensificado a tenor de los datos relativos tanto a los indicadores de consumos intermedios como de empleo del sector. En el primer caso, la producción interior de materiales de construcción registró en los meses de enero y febrero tasas negativas que duplican a las registradas el cuarto trimestre de 2007, lo que

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 17



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN y Banco de España.

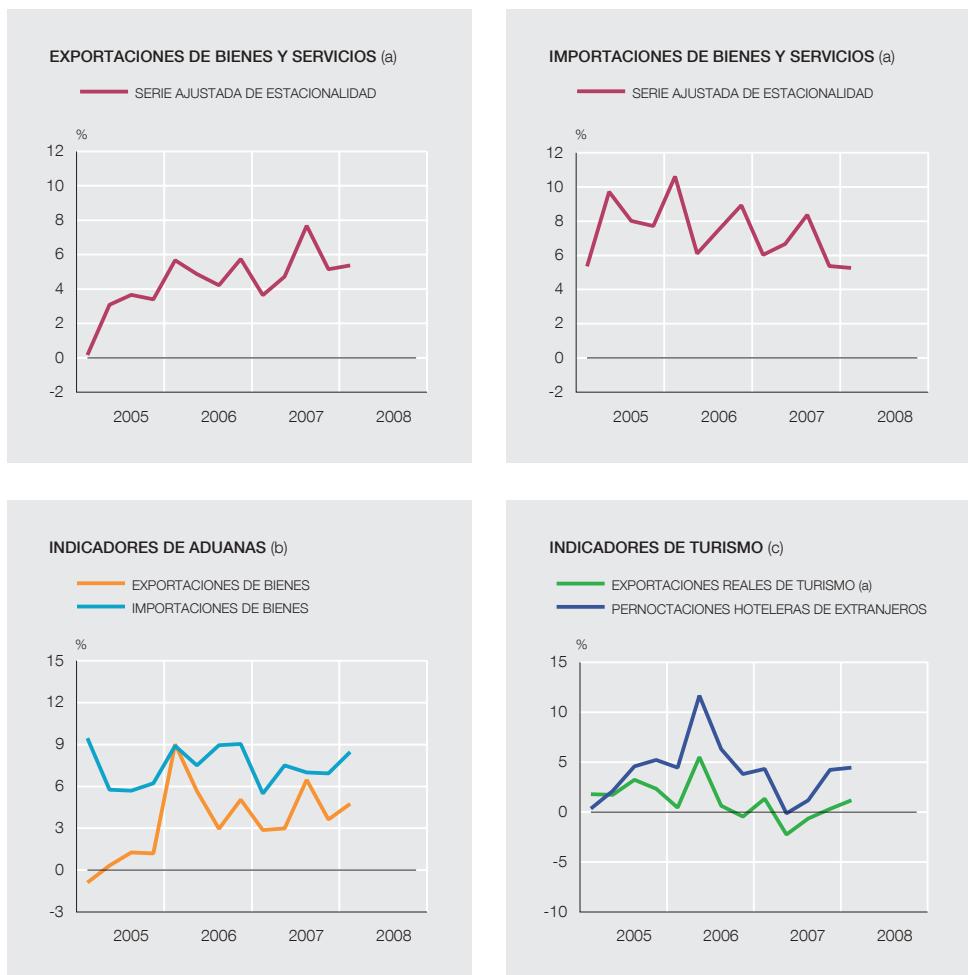
- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c. Índice de Producción de la Industria de la Construcción. Tasas interanuales calculadas sobre la serie original.

también se observa en el consumo aparente de cemento. En el segundo, el número de trabajadores del sector afiliados a la Seguridad Social experimentó una caída neta en el conjunto de los meses de enero a marzo por primera vez desde 1996, mientras que el número de parados de la construcción aumentó en dicho período a ritmos superiores al 30%. Finalmente, los índices de producción de la industria de la construcción (IPIC) iniciaron el año con retrocesos tanto en edificación como en obra civil, mientras que las opiniones empresariales del sector se deterioraron apreciablemente entre enero y marzo, alcanzando valores mínimos no recogidos desde 1997.

Respecto a los distintos tipos de obra, se estima que la edificación residencial redujo su ritmo de avance como consecuencia del menor flujo de viviendas iniciadas a lo largo de 2007, en particular en la segunda mitad del año. La oferta de viviendas ha respondido, así, al debilitamiento de la demanda observado a lo largo de 2007. En particular, la demanda de viviendas se desaceleró en los últimos meses, a juzgar por los datos de transacciones de los Colegios de Registradores y de Notarios, correspondientes al cuarto trimestre de 2007, y por los datos de nuevas hipotecas concedidas y de la nueva «Estadística de Transmisiones de Derechos de la

**COMERCIO EXTERIOR**  
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 18



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- Datos de la CNTR a precios constantes.
- Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- Serie ajustada de estacionalidad.

Propiedad», que alcanzan hasta el mes de enero de este año, si bien en todos los casos se observa que las compraventas de viviendas nuevas —más relevantes como indicador de la inversión en vivienda— han disminuido menos de lo que lo hacen las viviendas de segunda mano. También los visados correspondientes a proyectos de edificación no residencial y la licitación oficial de proyectos de obra civil han disminuido en los últimos meses, por lo que la construcción no residencial probablemente mantendrá la desaceleración experimentada en los trimestres anteriores.

El último trimestre de 2007 se cerró con una contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto de cuatro décimas, el mejor registro de los últimos años, gracias a una moderación más intensa de las importaciones que la observada en el caso de las exportaciones, hasta el 5,4% y el 5,1%, respectivamente (véase gráfico 18). En el conjunto de 2007, la demanda exterior neta detrajo 0,7 pp al crecimiento del PIB, cinco décimas menos que en 2006, gracias a la ligera aceleración de los flujos reales de exportación y, en mayor medida, a la moderación de las importaciones reales. Estos resultados se produjeron en un contexto de ralentización del comercio mundial, que, tras haber crecido en torno al 9% en 2006, ha atenuado su avance hasta tasas del 6% en 2007. La información aún incompleta

correspondiente al primer trimestre de 2008 apunta a que las exportaciones habrían manteniendo un buen tono en este período, pese a los posibles efectos desfavorables de la apreciación del euro. Por su parte, las importaciones se desacelerarían ligeramente, en sintonía con la moderación de la demanda final, con lo que la aportación de la demanda exterior neta mejoraría ligeramente respecto del trimestre precedente, hasta -0,3 pp.

Según la CNTR, en el cuarto trimestre de 2007 las exportaciones reales de bienes aminoraron su ritmo de avance interanual hasta el 4,6% —desde el 6,2% del trimestre precedente—, truncando el perfil de aceleración que venían mostrando a lo largo del año. De acuerdo con los datos de Aduanas correspondientes a enero y febrero, las exportaciones reales se habrían recuperado ligeramente, hasta una tasa interanual del 5,2%, algo más de medio punto porcentual por encima del registro del cuarto trimestre de 2007. Por tipos de productos, en los dos primeros meses de 2008 destacan el repunte de las ventas de bienes de consumo no alimenticio (en particular, de automóviles) y el retroceso de las exportaciones de bienes de equipo. Por áreas geográficas, las ventas han repuntado especialmente en la zona del euro y en el Reino Unido, mientras que las tasas de crecimiento continuaron siendo muy elevadas en las dirigidas a China, Rusia y países asociados, y países de la OPEP.

Según las cifras de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2007 las exportaciones reales de servicios turísticos experimentaron un avance ligeramente positivo del 0,3%, tras los descensos sufridos en los dos trimestres precedentes. Los indicadores disponibles para 2008 parecen confirmar esta tendencia, dados los significativos aumentos observados durante el primer trimestre en las entradas de turistas extranjeros —que aumentan un 5,3% en términos interanuales— y en el número de pernoctaciones hoteleras efectuadas (un 5,6%), si bien hay que recordar que estas tasas podrían estar sesgadas al alza, al ser bisiesto este año. Del mismo modo, la encuesta de gasto turístico (EGATUR) ha mostrado un comportamiento expansivo en el conjunto de los dos primeros meses del año, tanto en el gasto nominal total de los turistas (con una tasa interanual del 9%) como del gasto medio por persona.

Por otra parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos ralentizaron su avance en el último trimestre de 2007, aunque continuaron experimentando un sólido crecimiento, del 11,7%. La información desagregada de Balanza de Pagos correspondiente al último trimestre de 2007 muestra que dicha desaceleración se produjo en sus dos principales rubricas —los servicios prestados a las empresas y los servicios de transporte—, mientras que otras partidas de menor peso en la estructura exportadora siguieron presentando un elevado dinamismo, como los servicios de construcción y, en menor medida, los servicios financieros, seguros y servicios informáticos.

De acuerdo con la CNTR, en el cuarto trimestre de 2007 las importaciones reales de bienes aminoraron su ritmo de avance interanual hasta el 4,7%, desde el 7,4% del trimestre precedente. En cuanto a los datos más recientes, al igual que ocurría con las exportaciones, las compras al exterior presentan en el conjunto de enero y febrero una pequeña recuperación (de medio punto porcentual) de su tasa de crecimiento, hasta el 8,2%. Por grupos de productos, en los dos primeros meses de 2008 se aceleraron especialmente las compras de bienes intermedios, tanto energéticos como el resto, mientras que retrocedieron las importaciones de bienes de equipo y las de bienes de consumo —sobre todo, automóviles— se desaceleraron sustancialmente, en línea con el menor vigor del consumo privado y de la inversión empresarial.

Por último, en términos de la CNTR, las importaciones reales de servicios se desaceleraron durante el cuarto trimestre de 2007, hasta situar su tasa de avance interanual en el 8,2%,

desde el 12,3% del trimestre precedente. Este resultado fue consecuencia de la ralentización sufrida por las importaciones reales de servicios no turísticos (de más de 6 pp, hasta situar su tasa interanual en el 8,5%). No obstante, sus principales rúbricas —servicios de transporte y servicios prestados a las empresas— ganaron dinamismo, al tiempo que repuntaron otras partidas menores, como las comunicaciones y los servicios informáticos. También los pagos por *royalties* mostraron un notable incremento por segundo trimestre consecutivo. Por el contrario, descendieron los pagos por servicios financieros y se ralentizaron los correspondientes a construcción y seguros. Las importaciones reales de servicios turísticos se aceleraron en el último trimestre de 2007, con una tasa de crecimiento interanual del 6,5%, frente al 5,5% del tercero.

#### 4.2 Producción y empleo

En el último trimestre de 2007 se prolongó el perfil de desaceleración que había venido mostrando la economía de mercado a lo largo del año, de modo que el valor añadido bruto (VAB) se expandió a un ritmo del 3,3%, dos décimas menos que en el trimestre previo (véase gráfico 19). El menor dinamismo se extendió a las distintas ramas productivas, con la excepción de la agricultura y la energía. Se estima que en el primer trimestre de 2008 se mantendrá esa pauta de menor fortaleza de la economía de mercado, con una disminución en su ritmo de aumento, que podría estar en torno a medio punto porcentual.

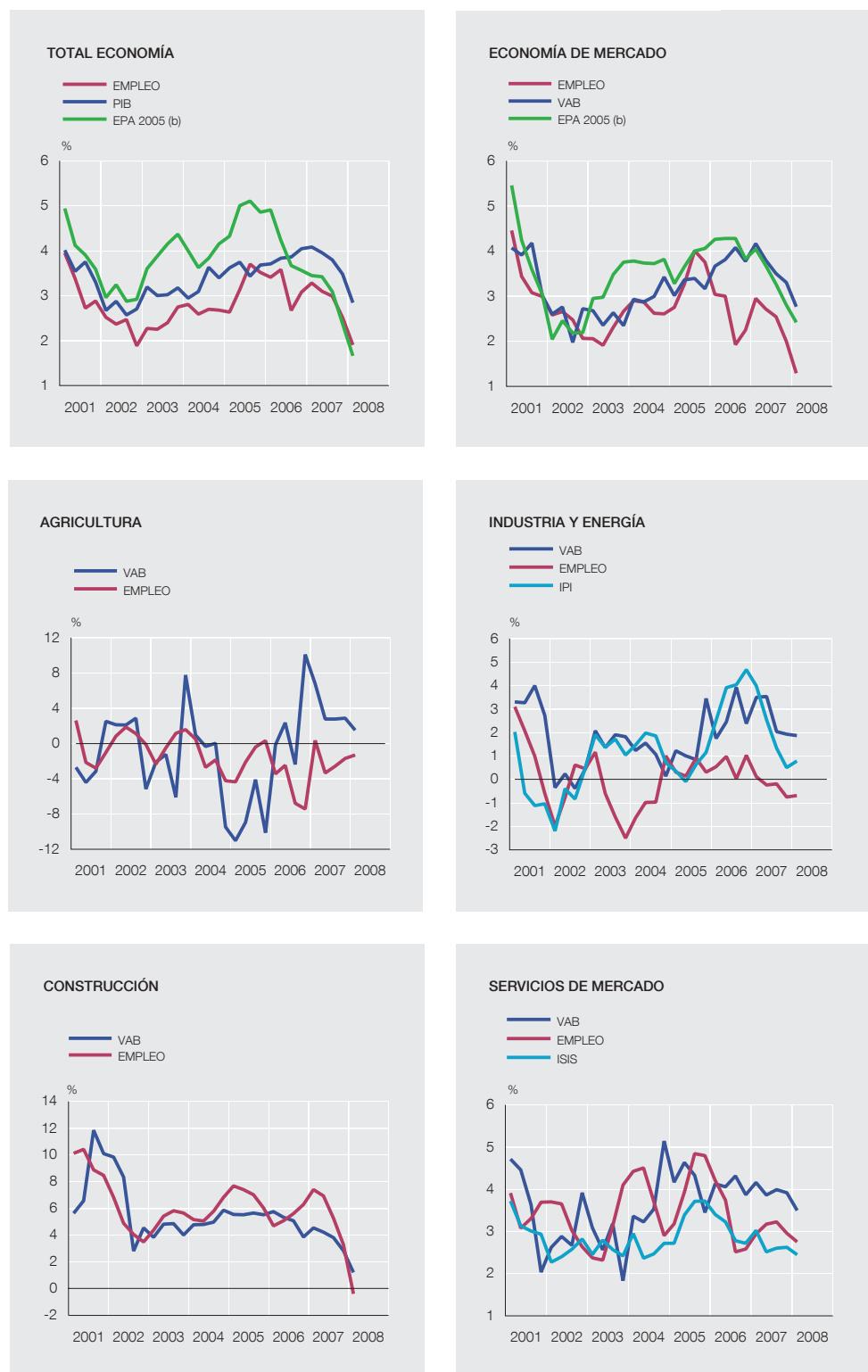
La actividad de las ramas agraria y pesquera registró un ligero repunte en el cuarto trimestre de 2007, para situar su ritmo de avance en el 2,9%. Sin embargo, las perspectivas para el año 2008 apuntan hacia un menor vigor de estas ramas. En efecto, a pesar de que las primeras informaciones disponibles indican que se ha producido una extensión de la superficie destinada a cultivo en sectores como el del cereal (en torno al 5%) —probablemente, animada por el fuerte incremento de precios que han sufrido estos productos—, las condiciones meteorológicas no están siendo favorables, debido al escaso régimen de precipitaciones registrado desde el inicio del año hidrológico.

El VAB de la rama industrial y energética volvió a perder tono en el cuarto trimestre de 2007, aunque de forma mucho más moderada que en los tres meses anteriores. Según la CNTR, la desaceleración fue de tan solo una décima, de forma que su tasa de incremento se situó en el 1,9%. La contención en el crecimiento de esta rama se produjo a pesar del apreciable impulso que recibió su componente energético, que pasó de un aumento nulo en el tercer trimestre a una tasa del 4,5% en el cuarto. La rama industrial, en cambio, se desaceleró, hasta mostrar una tasa de crecimiento del 1,4% en el trimestre final del año. La evolución de la actividad industrial en los primeros meses de 2008 se ha caracterizado por el mantenimiento de la situación de escaso dinamismo que ya se observó entre los meses de octubre y diciembre pasados. Así, la tasa interanual de crecimiento del componente no energético del índice de producción industrial (IPI) se habría estancado en el conjunto de enero y febrero, mientras que las ventas de las grandes empresas habrían retrocedido en ese mismo período, aunque algo menos de lo que lo hicieron en el cuarto trimestre de 2007. Otros indicadores, como los afiliados de la industria o diversas encuestas de opinión del sector, como el indicador de confianza de la Comisión Europea y el índice PMI de manufacturas, apuntarían a una evolución incluso más desfavorable en el primer trimestre de 2008. Considerando el destino económico de los bienes producidos, resulta destacable la resistencia que están mostrando los bienes de equipo a la desaceleración de su producción y a la recuperación de la producción de bienes alimenticios en los últimos meses.

En el cuarto trimestre de 2007 el VAB de la construcción se desaceleró un punto porcentual, hasta el 2,8%, por debajo del crecimiento del conjunto de la economía por primera vez en los últimos años. Como ya se comentó en la sección anterior, se estima que esta pérdida de di-

VALOR AÑADIDO BRUTO Y EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 19



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.  
 b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios de acuerdo con la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

namismo ha continuado en el primer trimestre de 2008, posiblemente con una intensidad algo más pronunciada.

El conjunto de la rama de servicios finalizó el año 2007 con una tasa de crecimiento del VAB del 4,1%, lo que supuso una pérdida de dinamismo de 0,2 pp con respecto al tercer trimestre. En el caso de los servicios no de mercado, la desaceleración fue más acusada (de 0,3 pp), con lo que su tasa de incremento se situó en el 5%, quebrando el perfil ascendente que se había observado hasta el tercer trimestre. El VAB de los servicios de mercado, por su parte, disminuyó 0,1 pp, hasta el 3,9%. En el primer trimestre de 2008, sin embargo, la pérdida de tono habría sido algo más acusada, según se desprende de la información coyuntural disponible. Así, los afiliados a la Seguridad Social del sector ralentizaron su ritmo de avance frente al cuarto trimestre de 2007 en torno a cuatro décimas, mientras que las ventas de grandes empresas, en términos reales y corregidas de calendario, mostraron tasas de variación negativas en el conjunto de los meses de enero y febrero. Las distintas encuestas de opinión también presentaron una evolución negativa en la parte transcurrida de 2008. De hecho, tanto el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea como el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) se encuentran en su mínimo histórico —aunque ambas estadísticas presentan datos solo desde 1996 y 1999, respectivamente—, mientras que el relativo al comercio al por menor se encuentra en su valor mínimo desde noviembre de 1993.

Según la información de la CNTR, en el último trimestre de 2007 se acentuó la senda de ralentización que venía registrando el empleo en el total de la economía en los últimos trimestres. En concreto, la tasa de crecimiento interanual del empleo se situó en el 2,5%, medio punto porcentual menos que en el trimestre anterior. El empleo en la economía de mercado también se desaceleró medio punto, hasta un crecimiento del 2% en tasa interanual. En ambos casos, la moderación experimentada por el ritmo de creación de empleo excedió a la pérdida de dinamismo del valor añadido, por lo que la productividad aparente del trabajo experimentó sendos repuntes en el cuarto trimestre, hasta el 0,9% y el 1,3% en el conjunto de la economía y en las ramas de mercado, respectivamente.

A tenor de los indicadores disponibles hasta marzo, la ralentización en la creación de empleo se ha prolongado, incluso con mayor intensidad, durante el primer trimestre de 2008. Así, el crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social, calculado con datos medios, descendió hasta el 1,7% en el primer trimestre de 2008, ocho décimas por debajo del avance registrado en el cuarto trimestre de 2007. Por otra parte, la contratación registrada en el INEM intensificó su ritmo de caída interanual en el conjunto de los tres primeros meses de 2008, hasta un -7,2% en promedio, frente al -2,1 del cuarto trimestre de 2007. Asimismo, la información de la EPA correspondiente al primer trimestre del año refleja una moderación del dinamismo del empleo, desde el 2,4% del cuarto trimestre de 2007 hasta el 1,7% del primer trimestre del año en curso.

Por ramas productivas, en el cuarto trimestre destacó la sustancial desaceleración del empleo en la construcción, que recortó su tasa interanual de crecimiento hasta el 3,3%, dos puntos porcentuales menos que en el trimestre anterior. En los servicios, el avance interanual del empleo se mantuvo relativamente estabilizado (en torno al 3,5%), gracias al dinamismo observado tanto en los servicios no de mercado, donde el empleo aumentó a una tasa del 4,7%, como en los de mercado, con un incremento del 3% en tasa interanual. Por lo que respecta a la industria, el empleo se contrajo, por tercer trimestre consecutivo, a un ritmo del -0,7%, superior al del tercer trimestre. Por el contrario, en la agricultura se moderó la destrucción de empleo, recortándose en casi un punto porcentual su ritmo de caída, hasta situarse en el -1,7%. Los indicadores disponibles para el primer trimestre muestran una pérdida de dinamis-

mo de la creación de empleo en la construcción y en las ramas agrícolas, una estabilización en los servicios de mercado y una notable recuperación en las ramas industriales. Así, la información de la EPA referida al primer trimestre muestra que el empleo en la construcción disminuyó un 1,7%, tras el aumento del 2,7% en el cuarto trimestre, mientras que en la agricultura la caída del empleo se situó en el 6,8% (-1,7% en los últimos tres meses de 2007). En los servicios de mercado el empleo mantuvo el dinamismo registrado a finales de 2007 (5%) y, finalmente, el empleo en la industria se recuperó con vigor, creciendo un 2,2% tras los incrementos negativos observados a lo largo de 2007.

Según la CNTR, el dinamismo del empleo asalariado en el cuarto trimestre de 2007, con un aumento del 2,8%, fue superior al del empleo por cuenta propia, que creció un 0,6%. Con todo, el ritmo de avance del empleo asalariado disminuyó medio punto, algo más que en el caso de los no asalariados. Esta evolución concuerda con la procedente de las estadísticas de afiliaciones, aunque contrasta con la reflejada en la EPA, en la que la ralentización del avance del empleo no asalariado fue más acusada.

De los datos de la EPA del primer trimestre se desprende que la desaceleración del empleo afectó, sobre todo, a los trabajadores de nacionalidad española, mientras que los extranjeros mantuvieron ritmos de crecimiento muy superiores (10,9%) y similares a los registrados a finales de 2007. Por lo que respecta a la duración del contrato, el empleo indefinido mantuvo un mayor impulso durante el primer trimestre de 2008, con una tasa de crecimiento interanual del 4,5%, que, no obstante, fue 2,5 pp inferior a la del trimestre precedente. Por su parte, los asalariados temporales redujeron su ritmo de caída interanual hasta el 3,9%, tras el -6,3% registrado en los últimos meses de 2007. Como resultado, la ratio de temporalidad se redujo de forma significativa en el trimestre, hasta el 30,1%, 0,9 pp inferior a la observada un año antes. Por último, por lo que se refiere a la duración de la jornada laboral, la contratación a tiempo parcial se ralentizó en mayor medida que la correspondiente a tiempo completo, dando lugar a una disminución interanual de cuatro décimas en la ratio de parcialidad, hasta el 12%.

La población activa creció en el primer trimestre de 2007 a una tasa interanual del 3%, tres décimas más que en el trimestre anterior, quebrando así la tendencia a la desaceleración observada a lo largo del año anterior. Este repunte se produjo a pesar de la menor expansión de la población mayor de 16 años, que creció un 1,6%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. La tasa de actividad repuntó hasta el 59,3%, lo que supone un incremento interanual de ocho décimas, tras los incrementos más reducidos observados en 2007. Atendiendo a la desagregación por sexos, el repunte de la población activa fue más intenso entre el colectivo femenino, que, además, mantuvo un crecimiento (3,9%) superior al de los activos masculinos (2,3%). Las tasas de participación se situaron en el 49,7%, 1,1 puntos porcentuales más que hace un año, entre las mujeres, y en el 69,3% entre los hombres, cuatro décimas más que hace un año. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera fueron los responsables del mayor crecimiento de la población activa en este primer trimestre, pues aumentaron un 13,5%, más de dos puntos por encima del crecimiento observado a finales de 2007, mientras que los activos de nacionalidad española mantuvieron su crecimiento interanual en el 1,3%. Detrás del repunte observado por los activos de nacionalidad extranjera se encuentra el aumento registrado por su tasa de actividad (hasta el 76,6%), después de los descensos observados en 2007, puesto que el incremento de población extranjera se moderó hasta el 13%, 2,5 puntos inferior al registrado el año pasado.

Finalmente, la desaceleración en el ritmo de creación de empleo, unida al mayor dinamismo de la población activa, tuvo como resultado un acusado crecimiento del desempleo en el

primer trimestre de 2008, que se cifra en unas 318.000 personas respecto al mismo período del año anterior. Ello se tradujo en un incremento interanual del desempleo del 17,1%, con lo que la tasa de paro se situó en el 9,6%, un punto superior a la del trimestre anterior. Los datos referidos al mes de marzo muestran, asimismo, un acusado repunte del número de parados registrados, con un aumento medio del 10,6%, frente al 3,9% de crecimiento en el último trimestre de 2007.

#### 4.3 Costes y precios

Según las estimaciones de la CNTR, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía aumentó en tres décimas en el último trimestre de 2007, hasta situarse en el 3,8% (véase gráfico 20). Esta aceleración fue común a todas las ramas de actividad (con la excepción de la agricultura), aunque destaca por su intensidad el repunte observado en las ramas industriales. A tenor de la información disponible, el ritmo de expansión de la remuneración por asalariado habría mantenido esta tónica creciente en el primer trimestre del año. En particular, los convenios colectivos registrados en el primer trimestre de 2008, que afectan a un total de 5,6 millones de trabajadores, recogen un incremento medio de las tarifas salariales pactadas del 3,4% para este año. Esta cifra, que es superior en cuatro décimas a la correspondiente a 2007 (excluido el efecto de la cláusula de salvaguarda frente a la inflación), parece situarse algo por encima de las directrices salariales acordadas en la renovación del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva para 2008<sup>1</sup>. Como es habitual a principios de año, casi todos los acuerdos registrados son el resultado de la revisión de convenios plurianuales firmados en ejercicios pasados. En ellos, el aumento pactado ha sido del 3,4%, mientras que en los escasos acuerdos de nueva firma la subida fue del 4,2%. La estimación del impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2007 (que afectan al 74% de los trabajadores con convenio registrado en ese año) sobre los incrementos salariales de este año es de 1,1 pp, superando en ocho décimas a la del ejercicio precedente, como consecuencia de la mayor desviación de la inflación observada a fin de año con respecto a la adoptada como referencia.

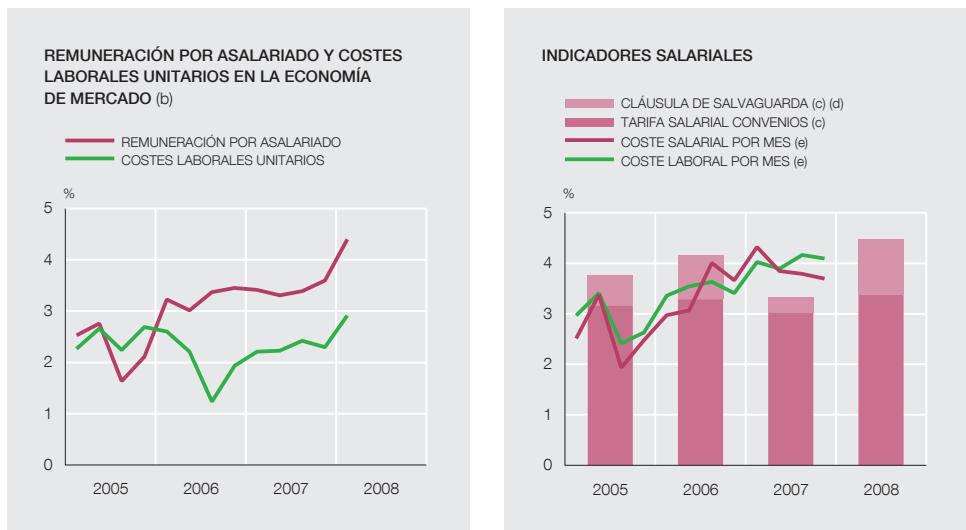
El mayor dinamismo de la remuneración por asalariado en el último trimestre de 2007 no fue compensado por el ligero repunte de la productividad aparente del trabajo. Ello condujo a una nueva aceleración de dos décimas de los costes laborales unitarios (CLU), alcanzando un ritmo de crecimiento del 2,9% en tasa interanual. La economía de mercado mostró, sin embargo, un panorama algo diferente, con una leve ralentización de los CLU que se debió a los aumentos de productividad en los servicios de mercado y en la industria (véase gráfico 21). Se espera que también tenga lugar un pequeño repunte de la productividad en el primer trimestre de 2008 en la economía de mercado, si bien será insuficiente para compensar la aceleración estimada en los costes laborales, con lo que los CLU se acelerarán probablemente en ese período.

En el cuarto trimestre del año se detuvo o revirtió la trayectoria de moderación que habían mostrado los deflactores de la demanda final y del PIB en los anteriores trimestres. Así, el deflactor de la demanda final se aceleró en ocho décimas, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 3,3%, como consecuencia, entre otros factores, del acusado repunte del deflactor de las importaciones, que se situó en el 4,5%, más de 3 pp por encima del registro del tercer trimestre, debido al aumento de los precios del crudo y de las materias primas no energéticas en los mercados internacionales. Por su parte, el deflactor del PIB mantuvo estable su

1. La prórroga para 2008 del Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva de 2007, suscrita el 18.12.2007 por los principales agentes sociales, viene a dar continuidad a los distintos acuerdos firmados desde el año 2002, que incluyen, entre otras, las siguientes recomendaciones salariales: referencia a la inflación prevista (2%) en la negociación salarial, activación de cláusula de salvaguarda si el IPC en diciembre supera dicha previsión y vinculación de los incrementos salariales superiores a esta referencia a aumentos de la productividad para favorecer la creación de empleo.

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS Y COSTES LABORALES (a)

## GRÁFICO 20



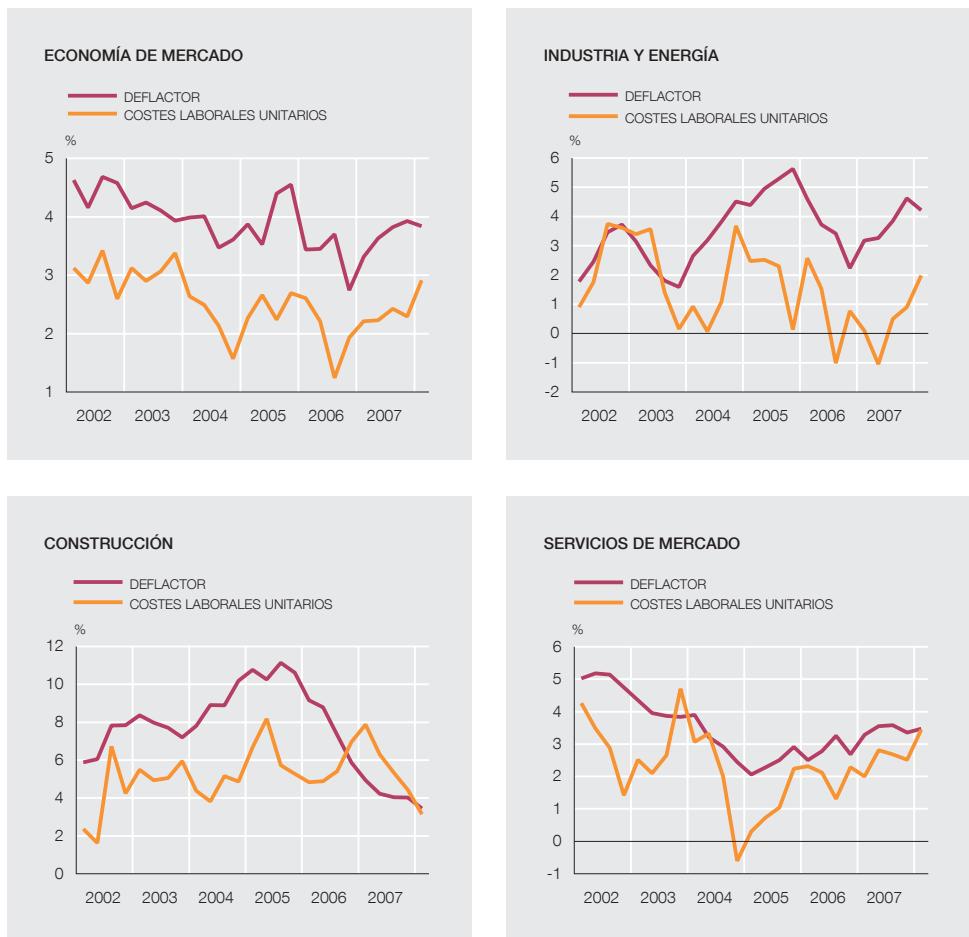
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales.
  - b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
  - c. Información de convenios colectivos hasta marzo de 2008.
  - d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
  - e. ETCI.

ritmo de crecimiento interanual en el 2,9%. Desde el punto de vista del gasto, el deflactor del consumo privado se aceleró 1,8 pp, hasta el 3,9%, en línea con ese encarecimiento de las importaciones, mientras que el deflactor de las exportaciones de bienes se apuntó un ligero recorte, hasta el 1,7%.

La tasa interanual del IPC continuó aumentando durante el primer trimestre del año, hasta el 4,4% en media de dicho período, cuatro décimas más que en el cuarto trimestre de 2007. Esta aceleración se explica, casi en su totalidad, por la evolución alcista de los precios de la energía y de los alimentos elaborados. Los precios de los bienes industriales no energéticos fueron los únicos cuya tasa de crecimiento, siguiendo el comportamiento de los últimos trimestres, se moderó. Por el contrario, tanto los precios de los alimentos elaborados como los de los no elaborados volvieron a repuntar, aunque con menor intensidad que en el trimestre previo. Por su parte, los precios de los servicios mantuvieron su ritmo de avance, aunque en tasas muy elevadas, cercanas al 4%. En consecuencia, tanto el índice general sin energía como el IPSEBENE se mantuvieron prácticamente estables en la media del primer trimestre, con tasas del 3,4% y 3,2%, respectivamente (véase gráfico 22).

Por segundo trimestre consecutivo, los precios de los productos energéticos volvieron a registrar los mayores incrementos. La considerable apreciación del euro frente al dólar —del 14,4% en el promedio del trimestre, hasta finalizar en el entorno de los 1,55 dólares por euro en marzo— no fue suficiente para compensar el sustancial encarecimiento del petróleo y de otros productos energéticos. Los bienes industriales no energéticos fueron los únicos que registraron una ligera moderación en sus precios. El crecimiento interanual en el primer trimestre del año se cifró en el 0,2%, una décima menos que en el trimestre previo, gracias a que la desaceleración en los precios de los automóviles, así como en los de los equipos de electrónica e informática, se hizo más intensa desde principios de año. En cuanto a los servicios, los ligados al turismo y a la hostelería se encarecieron ligeramente, debido al aumento de precios en los viajes organizados, tras los descensos estacionales del trimestre anterior, mientras que los precios de los restaurantes, bares y cafeterías mantuvieron un ritmo de crecimiento elevado.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

do. Los alimentos no elaborados siguieron encareciéndose en los primeros meses del año, hasta el 5,1% de media en el primer trimestre, tres décimas por encima del trimestre previo, debido a los mayores precios del pescado, la fruta y los huevos. Por último, el componente de alimentos elaborados registró un repunte de cinco décimas en su tasa interanual con respecto al trimestre previo, hasta el 7,3%, principalmente debido al comportamiento del queso y de algunos productos derivados de los cereales, como la pasta alimenticia o la harina. En el recuadro 4 se analizan con más detalle la evolución reciente de los precios de este componente y su impacto en el índice general.

De manera análoga al caso del IPC, la inflación medida por el IAPC aumentó en el primer trimestre del año hasta el 4,5% interanual en promedio (un 4,6% en el mes de marzo). En la misma línea, en el conjunto de la UEM la inflación se elevó hasta el 3,4% en promedio (siendo en el 3,6% en el mes de marzo). Por consiguiente, en el promedio del trimestre el diferencial continuó estable en 1,1 pp, cifra que coincide con el diferencial medio registrado desde el origen de la UEM (véase gráfico 23). Por componentes, el diferencial de inflación se mantuvo estable en los servicios, mientras que en el caso de los bienes industriales no energéticos —único componente para el que los incrementos de precios en España son inferiores a los de la UEM— el diferencial se hizo menos pronunciado. El diferencial positivo se redujo en el componente de alimentos no elaborados y, sobre todo, en el de los elaborados, para el que disminuyó 1,3 pp. En cuanto a los productos energéticos, el diferencial positivo

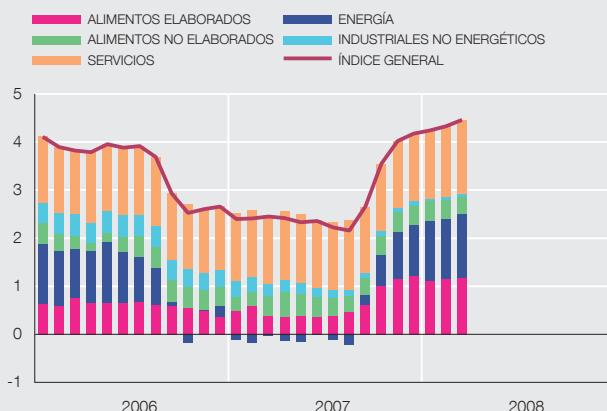
Durante buena parte de 2007, la inflación española —medida por el ritmo de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC)— se mantuvo en tasas moderadas, algo por debajo del 2,5% en términos interanuales. No obstante, a partir del otoño inició una trayectoria alcista, que se ha prolongado en los meses iniciales de 2008. Frente a una tasa del 2,2% en agosto de 2007, la inflación se situó en el 4,5% en marzo de este año, cifra no alcanzada desde julio de 1995. Como se observa en el gráfico 1, el acusado incremento del IPC en los últimos meses refleja, fundamentalmente, el encarecimiento de los productos energéticos y de los alimentos elaborados. En concreto, del aumento de 2,3 pp en la tasa de avance del IPC entre agosto de 2007 y marzo de 2008, 1,5 pp vendrían explicados por el componente energético y, 0,7 pp, por los alimentos elaborados. El pronunciado crecimiento de los precios de los productos energéticos en los últimos meses refleja, en gran medida, el impacto del incremento de las cotizaciones del crudo en los mercados internacionales, que solo ha sido parcialmente contrarrestado por la apreciación del euro. El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española ha sido objeto de un artículo re-

ciente de este Boletín<sup>1</sup>, por lo que en este recuadro el análisis se centra en el efecto de la evolución de los precios de los alimentos elaborados sobre la inflación.

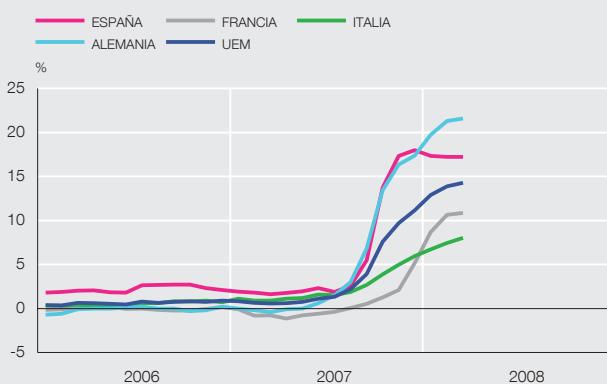
El encarecimiento de los precios de consumo de determinados productos alimenticios responde, en buena medida, a los desarrollos de los precios en los mercados mundiales de materias primas agrícolas. En el gráfico 2, que presenta un índice de precios alimenticios que elabora la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO) en función de los precios de 55 productos ponderados por su volumen en las exportaciones mundiales, así como los subíndices de productos lácteos y derivados, se observa el intenso encarecimiento tanto del índice general (57% en marzo de 2008, en tasa interanual) como de los cereales y de los productos lácteos (88% y 48%, respectivamente). Otros productos también mostraron aumentos considerables de precios. El encarecimiento mundial de la

1. L. J. Álvarez e I. Sánchez (2007), «El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española», *Boletín Económico*, diciembre, pp. 77-87.

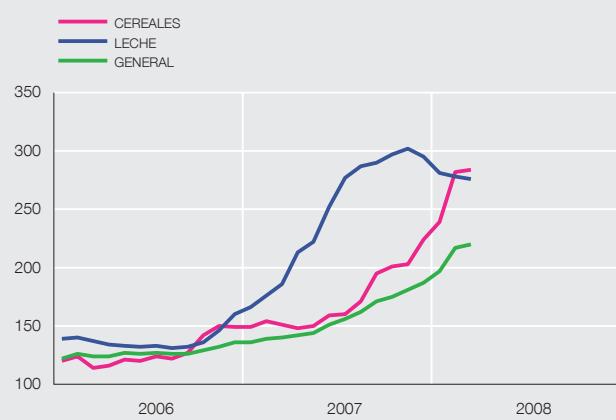
#### 1 ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO Tasa interanual y contribuciones



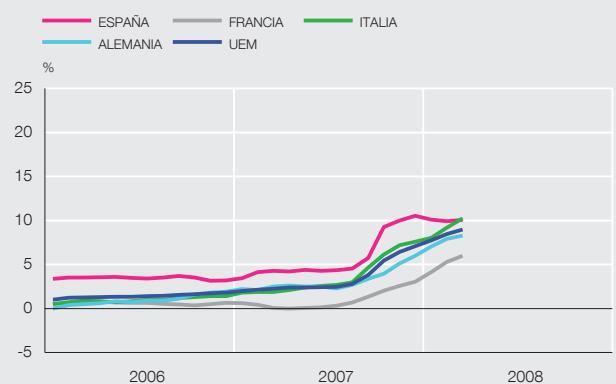
#### 3 ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO Leche, queso y huevos



#### 2 ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (a) 1998-2000 = 100



#### 4 ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO Pan y cereales



FUENTES: Organización de Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), Eurostat y Banco de España.

a. Índices de precios elaborados por la FAO. El índice general se compone de 55 productos, pertenecientes a distintas categorías, ponderados por las cuotas de exportación mundiales durante el periodo 1998-2000.

leche y sus derivados refleja factores tanto de oferta como de demanda. Por un lado, ha tenido lugar una contracción importante de su producción en los principales países exportadores, en un contexto de niveles de existencias reducidos. Por otro lado, se ha producido un aumento notable de la demanda de estos productos, particularmente por parte de numerosos países emergentes, que están registrando incrementos elevados de su renta per cápita. En el caso de los cereales, a los recortes de la producción en algunos países exportadores y los niveles reducidos de existencias se suma también la robustez de la demanda, tanto la realizada por las familias para su consumo como la destinada a la fabricación de piensos animales y a otros usos industriales.

Junto con el fuerte incremento de precios en las materias primas agrícolas, las elevaciones en los costes del transporte y de los fertilizantes han repercutido en un mayor encarecimiento de los alimentos para el consumidor final. Así, los precios percibidos por los agricultores aumentaron en España casi un 18% en términos interanuales en diciembre de 2007 (un 24%, excluyendo los productos ganaderos), y los precios industriales de bienes de consumo alimenticio, bebidas y tabaco se incrementaron prácticamente un 11% en nuestro país hasta febrero de 2008, un fenómeno que ha incidido igualmente sobre los precios de consumo de estos bienes. También se están produciendo efectos indirectos, en la medida en que, al aumentar el precio de los cereales para la alimentación animal, se elevan los costes de producción de los ganaderos. Estos incrementos podrían, por tanto, trasladarse a los precios de la carne y de otros productos, como los servicios de restauración.

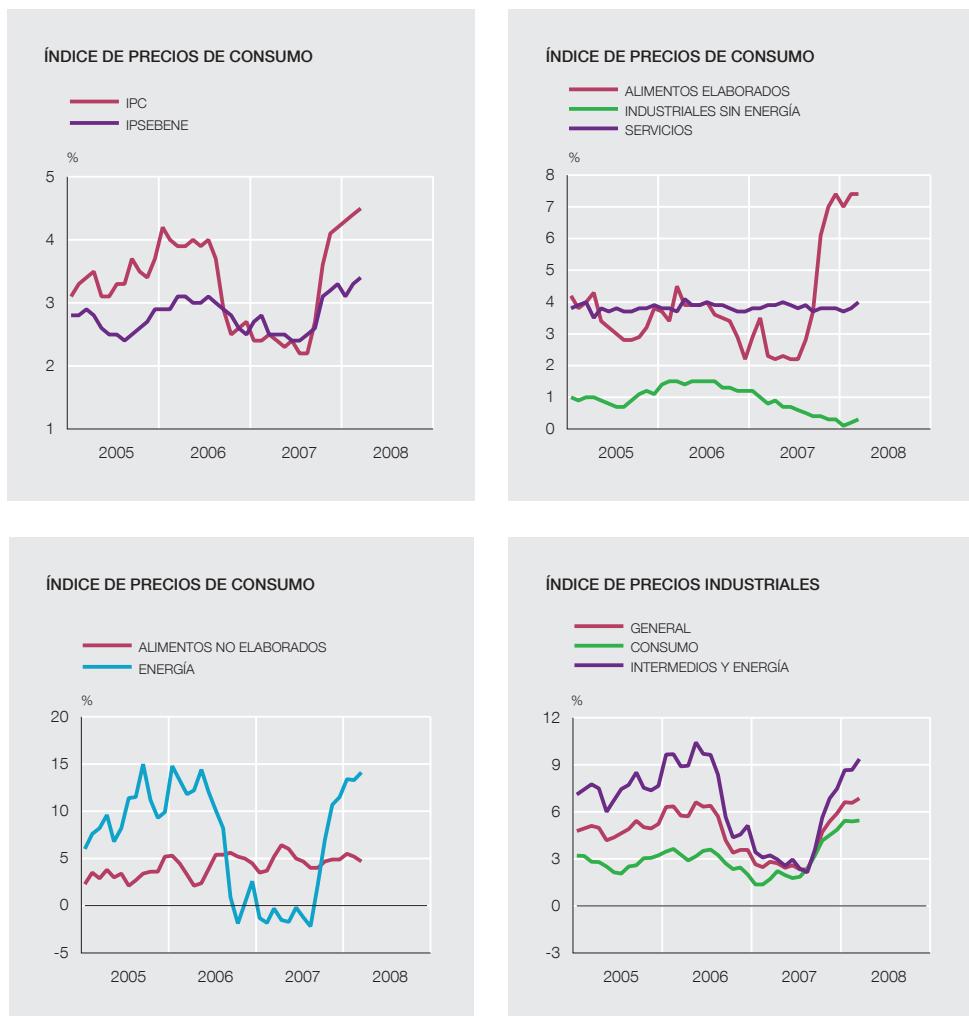
Este fenómeno global de encarecimiento de los productos alimenticios afecta igualmente a otros países europeos, aunque con magnitudes desiguales por países y productos. Las diferencias en las estructuras de mercado, el grado efectivo de competencia en la distribución minorista y mayorista o la posición cíclica de las economías son factores que inciden sobre la traslación final de los costes de las materias primas a precios de consumo. En España, la Comisión Nacional de la Competencia ha iniciado expedientes con el objeto de determinar si las comunicaciones realizadas por algunas asociacio-

nes de empresarios del sector de la industria alimentaria a sus miembros han podido restringir la competencia. De acuerdo con el componente de alimentos elaborados del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), el ritmo de encarecimiento de estos productos en España superó con creces al del conjunto de países de la UEM. En concreto, en marzo de 2008 estos bienes se encarecieron un 8,8% en términos interanuales en España, 2 pp por encima del conjunto de la Unión Monetaria. En el caso concreto de la leche y de productos lácteos, los precios aumentaron un 17,2% interanual en España en marzo de 2008, casi 3 pp más que en la Unión Monetaria (gráfico 3). Por otro lado, los precios del pan y de los cereales aumentaron un 10% en España, 1 pp por encima del conjunto de la UEM (gráfico 4).

Aunque la realización de predicciones sobre la evolución futura en estos mercados conlleva una incertidumbre notable, las previsiones actuales de la FAO para 2008 son de un aumento importante de la producción mundial de cereales, especialmente trigo, cuya superficie sembrada ha aumentado de forma considerable, aunque, lógicamente, la producción final dependerá de las condiciones meteorológicas hasta la recogida de las cosechas. Asimismo, en la UE se han autorizado medidas encaminadas a expandir la oferta de cereales, que se harán efectivas para la siembra 2007-2008. Entre ellas destaca la eliminación de la retirada obligatoria de las tierras de cultivo, por la que los agricultores debían abstenerse de destinar un 10% de su área de cultivo a la obtención de productos para la alimentación humana. Por otro lado, se espera que el consumo per cápita de cereales en los países en desarrollo se reduzca ligeramente, al desplazarse la demanda hacia alimentos con mayor capacidad nutritiva en aquellos países con incrementos más elevados de su renta per cápita. Adicionalmente, se han aumentado las cuotas lácteas un 2% en todos los países de la Unión Europea. De forma coherente con este conjunto de factores, los mercados de futuros de las principales materias primas agrícolas apuntan a una moderación de los ritmos de crecimiento a lo largo de 2008. Con todo ello, los precios de los alimentos deberían volver a mostrar unas tasas interanuales más reducidas a finales del presente ejercicio, cuando se absorba el efecto de base provocado por los precios más altos que comenzaron a fijarse en la segunda mitad de 2007.

se amplió respecto del trimestre precedente, lo que resultaba previsible, dada la mayor variabilidad observada en los precios de la energía en España ante cambios en los precios del petróleo.

Finalmente, el índice de precios industriales (IPRI) repuntó en el primer trimestre del año hasta una tasa interanual del 6,7%, 1,4 pp más que en el cuarto trimestre de 2007, como consecuencia, sobre todo, del encarecimiento de la energía (hasta el 13,8%), aunque también aumentaron los ritmos de crecimiento de los precios de los otros bienes intermedios (6%) y de los bienes de consumo no duradero (5,8%). Por el contrario, los precios de los bienes de equipo se moderaron hasta una tasa del 2,5% en la media del primer trimestre, mientras que los de los bienes de consumo duradero permanecieron prácticamente estables algo por encima del



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

3%. En el conjunto de la UEM, los precios industriales presentaron un ritmo de avance inter-anual del 5,3% en febrero, 1,3 pp por debajo de la tasa registrada en España en ese mes.

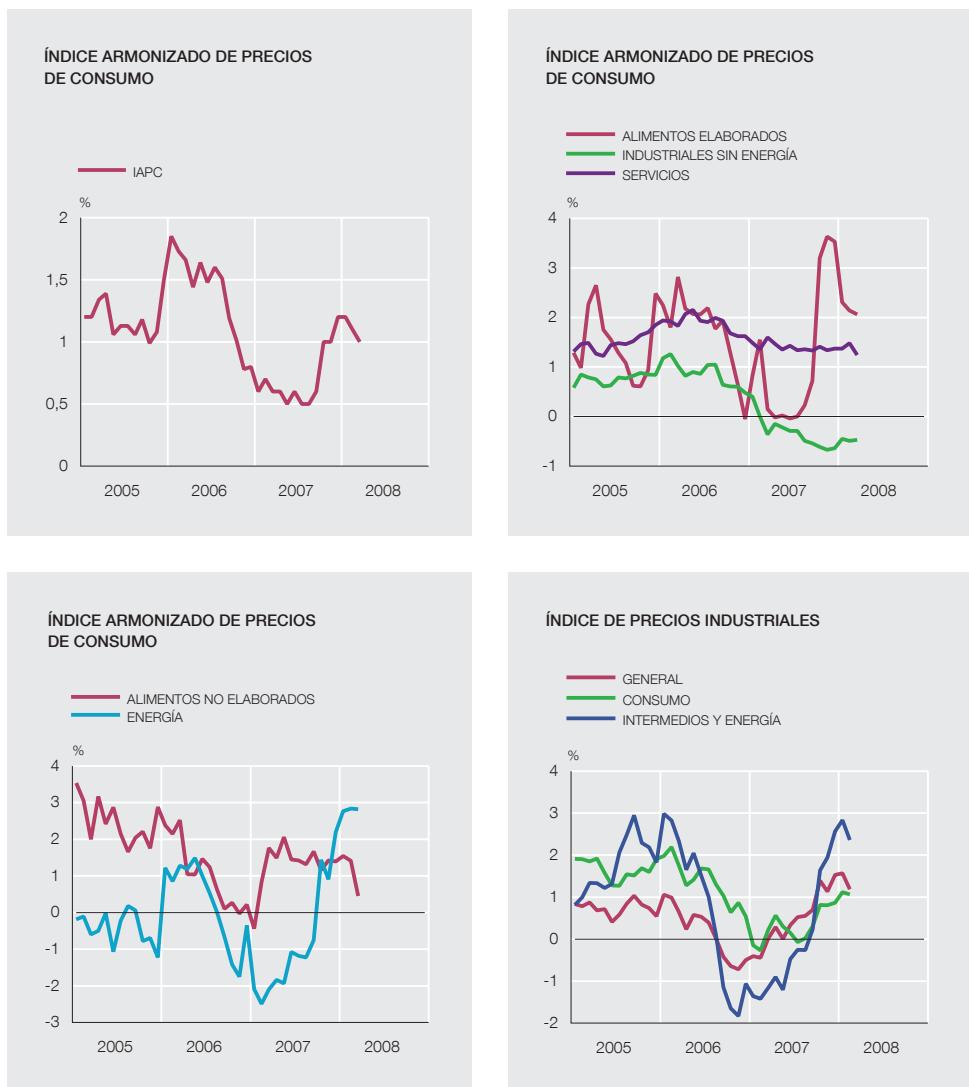
#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado del primer trimestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran una notable reducción del superávit, que pasó de los 6.747 millones de euros (0,6% del PIB) en los tres primeros meses de 2007 a 3.276 millones de euros (0,3% del PIB) hasta marzo de este año. Este resultado se debió, fundamentalmente, a un aumento de los recursos de solo un 1,3%, frente al incremento del 12,8% en los empleos.

En la misma línea, los resultados de caja mostraron una reducción del superávit del Estado, hasta 1.272 millones de euros en el primer trimestre de 2008, frente al superávit de 2.316 millones de euros registrado en el mismo período del año 2007 (véase cuadro 3). En estos primeros meses, los ingresos aumentaron un 1,1%, frente al aumento del 4,1% en los pagos del Estado. Las diferencias con los registros de Contabilidad Nacional responden, en gran parte, al distinto criterio de contabilización de los intereses. Debe recordarse, no obstante, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas de la evolución del saldo en

**INDICADORES DE PRECIOS**  
Diferenciales con la UEM (a)

GRÁFICO 23



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

próximos meses. A pesar de ello, los datos parecen apuntar hacia una disminución del saldo presupuestario en relación con el año precedente, a lo que contribuirá, además, la deducción extraordinaria implantada en el IRPF de hasta un máximo de 400 euros por contribuyente.

Para la descripción de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con esa información, los ingresos aumentaron en el primer trimestre un 3,4% en comparación con el mismo período del año anterior, por la fortaleza de la recaudación directa. Estos impuestos estuvieron sostenidos por los ingresos por retenciones del trabajo, y por las retenciones sobre capital mobiliario y ganancias en fondos de inversión (que aumentaron el 34,1%). En los próximos meses, sin embargo, es de esperar que la deducción en el IRPF mencionada y el impacto de la segunda fase de la reducción en el impuesto sobre sociedades (bajada del tipo general del 32,5% al 30,0%) provoquen una desaceleración de estos ingresos. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la caída del IVA, con una tasa del -5,7% con respecto al primer trimes-

	m€ y %						
	Liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Presupuesto inicial 2008	Variación porcentual 2008/2007	Liquidación		
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	159.840	12,7	158.757	-0,7	37.782	38.181	1,1
Impuestos directos	96.980	19,5	90.753	-6,4	15.980	17.516	9,6
<i>IRPF</i>	48.626	17,3	43.260	-11,0	13.896	15.112	8,7
Sociedades	44.823	20,5	44.420	-0,9	1.258	1.511	20,1
Otros (a)	3.531	42,8	3.073	-13,0	826	893	8,1
Impuestos indirectos	48.445	0,2	53.363	10,2	18.725	17.371	-7,2
<i>IVA</i>	33.752	-4,7	38.205	13,2	15.393	13.926	-9,5
Especiales	11.468	15,9	11.661	1,7	2.559	2.623	2,5
Otros (b)	3.224	7,2	3.497	8,5	773	822	6,3
Otros ingresos	14.415	16,4	14.641	1,6	3.077	3.294	7,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	139.704	7,2	152.331	9,0	35.467	36.909	4,1
Personal	23.678	6,6	25.378	7,2	5.223	5.363	2,7
Compras	4.454	17,2	3.563	-20,0	967	955	-1,2
Intereses	14.539	-6,9	16.631	14,4	5.701	6.532	14,6
Transferencias corrientes	77.680	7,6	83.372	7,3	18.981	19.549	3,0
Fondo de contingencia y otros imprevistos	...	...	3.100	...	...	...	...
Inversiones reales	10.106	11,8	10.588	4,8	2.579	2.580	0,0
Transferencias de capital	9.248	23,5	9.699	4,9	2.016	1.930	-4,3
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	20.135	...	6.426	...	2.316	1.272	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>							
Recursos no financieros	165.171	12,2	157.166	-4,8	37.807	38.298	1,3
Empleos no financieros	151.877	6,2	153.920	1,3	31.060	35.022	12,8
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>							
	13.294	...	3.246	...	6.747	3.276	...
En porcentajes del PIB	1,3		0,3		0,6	0,3	

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b. Incluye los impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

tre del año anterior. En este caso, la evolución está afectada por el cambio en el tratamiento de los grupos de empresas, que les permite compensar saldos a ingresar y a devolver de las distintas empresas del grupo (lo que equivale, de hecho, a un adelanto en la realización de las devoluciones solicitadas), por lo que las cifras no son homogéneas con las del año anterior. Los impuestos especiales, por su parte, mostraron una cierta contención, por la debilidad del impuesto sobre hidrocarburos. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos del Estado (que se recoge en el cuadro 3), registraron un crecimiento relativamente elevado por la participación en beneficios del Banco de España y por las transferencias corrientes recibidas de Comunidades Autónomas, que compensaron las caídas en los fondos recibidos de la Unión Europea, especialmente del FEDER.

Los pagos de caja del Estado, por su parte, registraron un aumento del 4,1%, por debajo de la previsión presupuestaria, que apunta a un crecimiento del 9% en el conjunto del año. Con las excepciones de los gastos de compras y de intereses, los demás capítulos experimentaron tasas de avance por debajo de las previstas en el Presupuesto. Cabe destacar, en especial, la contención en los pagos de personal y transferencias corrientes (en su mayor parte, dirigidas

		Millones de euros	
		ENERO	
		2007	2008
INGRESOS	Cuenta corriente	25.436	29.330
	<i>Mercancías</i>	14.205	15.431
	<i>Servicios</i>	6.434	7.355
	– Turismo	2.673	2.759
	– Otros servicios	3.761	4.596
	<i>Rentas</i>	3.808	4.949
	<i>Transferencias corrientes</i>	988	1.595
	Cuenta de capital	1.444	1.372
	Cuentas corriente + capital	26.880	30.702
PAGOS	Cuenta corriente	34.058	41.281
	<i>Mercancías</i>	20.657	23.806
	<i>Servicios</i>	5.483	6.034
	– Turismo	1.114	1.136
	– Otros servicios	4.369	4.899
	<i>Rentas</i>	5.757	8.585
	<i>Transferencias corrientes</i>	2.160	2.855
	Cuenta de capital	143	138
	Cuentas corriente + capital	34.201	41.419
SALDOS	Cuenta corriente	-8.622	-11.951
	<i>Mercancías</i>	-6.452	-8.375
	<i>Servicios</i>	952	1.321
	– Turismo	1.560	1.623
	– Otros servicios	-608	-302
	<i>Rentas</i>	-1.949	-3.636
	<i>Transferencias corrientes</i>	-1.172	-1.260
	Cuenta de capital	1.301	1.234
	Cuentas corriente + capital	-7.320	-10.717

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

a Otras Administraciones Públicas) en estos meses. No obstante, dadas las cifras presupuestadas, cabría esperar una aceleración de estos gastos en los próximos meses.

#### 4.5 Balanza de Pagos y cuenta de capital

El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 10.717 millones de euros en enero de 2008, un 46,4% superior al del mismo mes del año anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 38,6% interanual, con lo que se situó en 11.951 millones de euros. Por su parte, el superávit por operaciones de capital disminuyó un 5,2%, hasta 1.234 millones de euros. Los principales saldos de la cuenta corriente empeoraron en enero, con una significativa ampliación de los déficits de la balanza comercial y de rentas, aunque los servicios fueron la excepción, destacando especialmente la disminución del déficit de los servicios no turísticos.

En el primer mes de 2008 el déficit de la balanza comercial se incrementó en 1.924 millones de euros sobre el nivel registrado en el mismo mes del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 8.375 millones de euros, como consecuencia del sustancial incremento de la factura energética. De hecho, el déficit del comercio no energético disminuyó, con un aumento en enero de las exportaciones nominales de esos bienes superior al de las importaciones. En cuanto a la

balanza de servicios, la ligera mejora de su superávit en enero de 2008 se explica por el incremento en el correspondiente al turismo y por el descenso del déficit del resto de servicios. Los ingresos turísticos nominales aumentaron un 3,2%, por debajo del avance del año anterior en promedio. Esta evolución está en consonancia con el tono de moderado crecimiento mostrado en enero por los indicadores turísticos —como el número de turistas extranjeros o sus pernoctaciones hoteleras—, que, sin embargo, han experimentado avances más significativos en febrero y marzo, tal como se comentó en la sección 4.1. Los pagos turísticos, por su parte, se desaceleraron sensiblemente en enero, aumentando un 2%, en consonancia con el menor dinamismo del consumo privado. En cuanto al resto de servicios, el dinamismo de los ingresos fue más pronunciado que el de los pagos (con tasas de crecimiento del 22,2% y del 12,1%, respectivamente).

El déficit de la balanza de rentas se amplió notablemente en enero, hasta situarse en 3.636 millones de euros, lo que supone un incremento de 1.687 millones en relación con el nivel observado en el mismo mes del ejercicio anterior. Tanto los ingresos como, en mayor medida, los pagos mostraron un comportamiento expansivo, con tasas de crecimiento interanual del 30% y del 49%, respectivamente. Esta evolución está relacionada con los aumentos de los tipos de interés en los mercados monetarios y de valores, así como con la creciente posición deudora neta de la economía española. La balanza de transferencias corrientes presentó un déficit de 1.260 millones de euros en enero de 2008, similar al del mismo mes del año anterior. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en enero de 2008 en 1.234 millones de euros, algo inferior al de enero de 2007, debido al descenso de los ingresos percibidos por las AAPP en concepto de los fondos estructurales FEDER, que contrarrestó el aumento de los Fondos de Cohesión y del FEOGA Orientación.

### 5.1 Rasgos más destacados

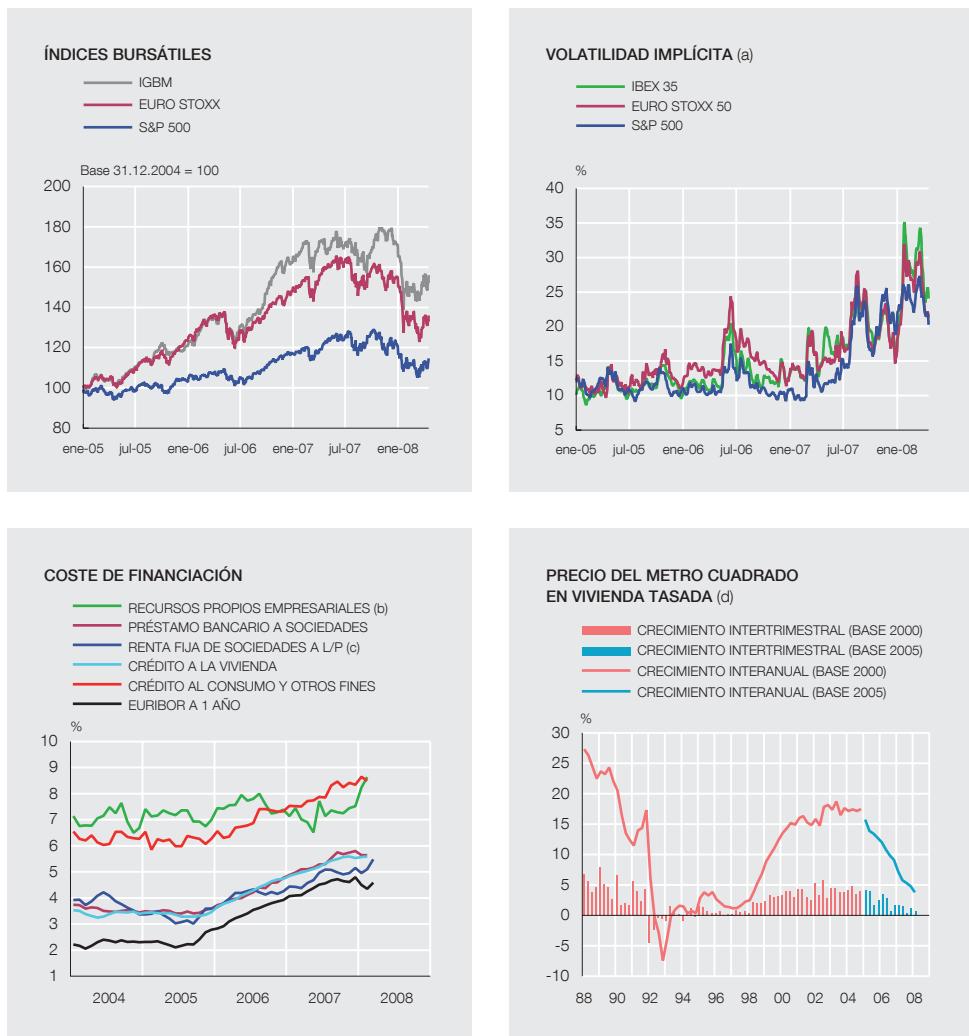
La evolución financiera durante el primer trimestre de 2008 continuó estando condicionada por las turbulencias en los mercados financieros internacionales que se iniciaron en el verano de 2007. Distintos episodios en los que se evidenciaban las dificultades por las que estaban atravesando algunas instituciones financieras exacerbaron los problemas de confianza existentes, lo que se reflejó en un nuevo tensionamiento en los mercados interbancarios, que se vio alimentado igualmente por problemas de liquidez. De este modo, aunque el EURIBOR a un año descendió en los dos primeros meses del año, bajando entre diciembre y febrero del 4,8% al 4,3%, en marzo repuntó hasta situarse en media en el 4,6%, nivel que superaba en casi 90 puntos básicos (pb) a la rentabilidad de las operaciones al mismo plazo con garantías (*repo*).

Las tensiones también se han observado en otros mercados. Así, en los de renta fija, las primas de riesgo continuaron aumentando con intensidad en todos los sectores. Por otra parte, la preferencia por la liquidez y los activos más seguros hizo que se redujeran las rentabilidades de la deuda pública, recorte que fue más acusado en el caso de los títulos alemanes, lo que se tradujo en un ascenso en la brecha de tipos de interés con el resto de países del área del euro. En las bolsas, repuntó la volatilidad de las cotizaciones, al tiempo que se observó un marcado descenso de las valoraciones (véase gráfico 24). Desde mediados del mes de marzo, se ha producido una cierta mejoría en algunos de estos mercados, si bien es pronto para saber si esta se consolidará. En la fecha de cierre de este informe, el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba un 9,8% por debajo del nivel del final de 2007, lo que supone unas pérdidas algo inferiores a las acumuladas durante el mismo período por el EURO STOXX amplio de las bolsas europeas (12,4%), pero superiores a las del S&P 500 de las compañías estadounidenses (4,8%).

La información más reciente sobre el coste de financiación del sector privado apunta a una evolución diferenciada por instrumentos, que responde fundamentalmente a su distinta relación dinámica con las rentabilidades de mercado, ya que no se han observado cambios significativos en los márgenes aplicados. En el caso de los hogares, entre diciembre y febrero se elevaron los tipos de interés de los créditos para adquisición de vivienda, que recogen con un cierto retraso los movimientos en los tipos interbancarios, y los de las operaciones destinadas a financiar consumo y otros fines, que presentan mayor variabilidad. En cambio, descendió el coste de los pasivos bancarios de las sociedades y el de las emisiones de renta fija, si bien se incrementó de forma notable el de los recursos propios, de modo que el indicador sintético de financiación de las empresas no mostró variaciones significativas durante este período. En todo caso, hay que tener en cuenta que las cifras anteriores no recogen todavía el repunte observado en marzo en los tipos de interés interbancarios. En esta misma línea, se ha observado un aumento en la rentabilidad de la deuda a largo plazo emitida por este sector. Además, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de enero, las entidades esperaban endurecer adicionalmente los criterios de concesión de préstamos durante el primer trimestre de 2008.

Los últimos datos proporcionados por el Ministerio de la Vivienda muestran que, durante el primer trimestre del año en curso, ha continuado el proceso de desaceleración gradual del valor de la vivienda libre tasada, de modo que la tasa de crecimiento interanual se situó en marzo en el 3,8%, un punto porcentual menos que en diciembre de 2007.

En este contexto, durante los primeros meses de 2008 ha continuado la moderación gradual en la expansión de la deuda del sector privado que se venía observando en los trimestres



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de la Vivienda y Banco de España.

- a. Medias móviles de cinco días.
- b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
- d. Nueva estadística a partir de 2005.

precedentes. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de la financiación se situó en febrero en el 12%, algo más de medio punto porcentual menos que en diciembre. Por su parte, los fondos ajenos de las sociedades avanzaron alrededor del 16% en relación con el mismo período del año anterior, casi 1 pp menos que al cierre de 2007. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a diciembre, muestra una ralentización bastante generalizada por ramas productivas, que fue, no obstante, más acusada en la de servicios inmobiliarios, y algo inferior en la construcción y la industria, mientras que se mantuvo el dinamismo en el resto de servicios, en línea con la mayor robustez relativa de la inversión acometida por este subsector.

La desaceleración de los pasivos de las familias está contribuyendo a la moderación del ritmo de expansión de las ratios de endeudamiento y de carga financiera, si bien esta última en

INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES E ISFLSH (a)

GRÁFICO 25



FUENTE: Banco de España.

- Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.
- Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.

menor medida dado el curso creciente de los costes de financiación (véase gráfico 25). Asimismo, tanto la capacidad de ahorro del sector, tras descontar las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, como sus necesidades de financiación se mantuvieron al cierre de 2007 en niveles similares a los de los trimestres anteriores, en términos de la renta bruta disponible (RBD) y del PIB, respectivamente. Por su parte, la riqueza neta de los hogares avanzó a una tasa similar a la de la RBD, por lo que la relación entre estas dos últimas variables apenas mostró variaciones, situándose en valores elevados desde una perspectiva histórica.

En el caso de las sociedades, también se moderó el avance de la ratio agregada de endeudamiento durante el cuarto trimestre de 2007, mientras que la carga financiera, influida por el encarecimiento de la financiación, creció en mayor medida, lo que siguió contribuyendo a frenar el crecimiento de los beneficios del sector. De acuerdo con las

proyecciones disponibles, estas mismas tendencias habrían continuado durante la parte transcurrida de 2008. Por su parte, los datos correspondientes a la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencian un menor dinamismo del endeudamiento y de los pagos por intereses durante los últimos tres meses de 2007, evolución que vino acompañada, además, de un comportamiento favorable de los beneficios. Todos estos desarrollos hicieron que se registraran escasas variaciones en los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo durante la parte final del pasado ejercicio (véase gráfico 26). Por último, la información más reciente de las Cuentas Financieras indica que, al cierre del año, se produjo un nuevo incremento en las necesidades de financiación del sector, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 11,8% del PIB, 0,3 pp más que en septiembre.

La mayor necesidad de fondos de las empresas no financieras —y, en menor medida, de los hogares—, junto con el descenso del ahorro de las AAPP, no fueron compensados por el aumento en el superávit de las instituciones financieras, por lo que las necesidades de financiación de la nación aumentaron hasta un importe equivalente al 9,5% del PIB en términos acumulados anuales (véase cuadro 5).

Durante los tres últimos meses del pasado ejercicio, los recursos procedentes del resto del mundo canalizados a través del sector financiero privado (excluyendo los inversores institucionales) volvieron a ser inferiores a la media de los últimos años, evolución que está ligada a la menor apelación de estos intermediarios a los mercados financieros internacionales en un contexto de elevación del coste de la emisión de valores de renta fija a largo plazo y de escasísima actividad en estos mercados. En paralelo, retrocedió la adquisición neta de activos exteriores de los inversores institucionales y de las sociedades no financieras, hasta hacerse negativa, por lo que por esta vía se redujo algo la necesidad de fondos foráneos (que financian el déficit de la cuenta corriente y la inversión financiera en el extranjero), aunque esto no fue suficiente para compensar el menor dinamismo de los pasivos captados por las instituciones financieras. De este modo, descendió nuevamente la posición neta del Banco de España frente a los no residentes, aunque en menor medida que en el tercer trimestre de 2007 (véase recuadro 5).

En resumen, la moderación en el avance de los fondos ajenos de los hogares y de las sociedades está contribuyendo a encauzar hacia una dinámica más sostenible el endeudamiento de estos agentes. Por otra parte, a pesar del agravamiento y la extensión de las turbulencias financieras, estas han tenido, hasta ahora, un efecto limitado sobre el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado. No obstante, dada la elevada necesidad de financiación exterior de nuestra economía, no puede descartarse que el impacto sea mayor en el futuro si este episodio se prolonga durante un período dilatado.

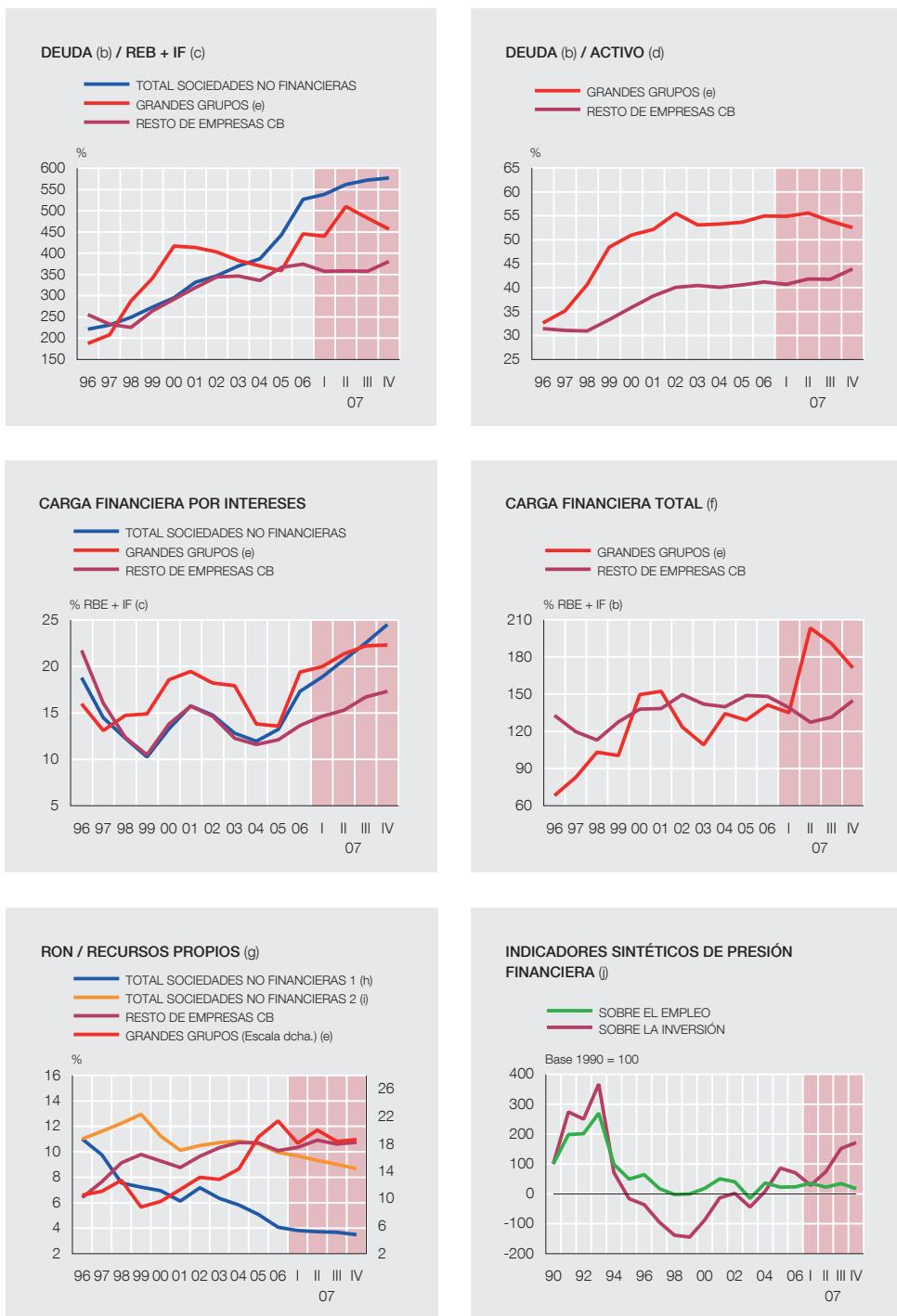
## 5.2 El sector hogares

Durante el primer trimestre de 2008, continuaron endureciéndose las condiciones de financiación de los hogares. Así, entre diciembre y febrero, los tipos de interés de los nuevos créditos para la adquisición de vivienda se incrementaron en torno a 6 pb, y los de los destinados a consumo y otros fines aumentaron 14 pb (véase gráfico 24). Asimismo, de acuerdo con la EPB de enero, las entidades financieras esperaban aplicar durante los tres primeros meses del año unos criterios de concesión en ambos tipos de préstamos más restrictivos que los establecidos al cierre de 2007.

El endurecimiento de las condiciones de financiación contribuyó a que la deuda de las familias continuara desacelerándose gradualmente, situándose en febrero la tasa de crecimiento inte-

INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 26



FUENTE: Banco de España.

- a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las cuentas nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se usa una estimación coherente con esta base.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g. Para el total de las sociedades no financieras,  $RON = EBE + \text{intereses y dividendos recibidos} - \text{intereses pagados} - \text{consumo de capital fijo}$ .
- h. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j. Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

	% del PIB								
	2002	2003	2004	2005	2006	2007			
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-8,1	-8,3	-8,6	-8,9	-9,5
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,3	-3,8	-5,1	-8,2	-10,5	-11,1	-11,9	-12,9	-13,4
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>-4,0</i>	<i>-3,9</i>	<i>-4,5</i>	<i>-6,9</i>	<i>-8,9</i>	<i>-9,2</i>	<i>-10,3</i>	<i>-11,5</i>	<i>-11,8</i>
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>0,7</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,9</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,6</i>
Instituciones financieras	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,8	1,2	1,4	1,6
Administraciones Públicas	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	1,8	2,0	2,0	2,6	2,2
<b>PRO MEMORIA:</b>									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,5	-8,2	-8,7	-11,1	-15,8	-13,5	-15,4	-16,3	-17,1

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

anual en el 12%, algo más de medio punto por debajo de la registrada en diciembre de 2007. Descomponiendo por finalidades, la moderación en el avance de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, cuyos ritmos de expansión descendieron hasta alcanzar registros algo superiores al 12% y al 10%, respectivamente.

Según los datos de las Cuentas Financieras, relativos al cuarto trimestre de 2007, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares se moderó y supuso, en términos acumulados anuales, el 7,8% del PIB, casi 2 pp menos que en septiembre (véase cuadro 6). El desglose por instrumentos evidencia una continuidad en el proceso de recomposición de la cartera que se observó durante los meses precedentes. Así, se mantuvo el notable dinamismo de los depósitos a plazo, que se encuentran incluidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija (en relación con el PIB alcanzaron el 8,1%), mientras que los flujos netos destinados a los medios de pago, que incluyen el efectivo y los depósitos a la vista, y a los fondos de inversión volvieron a presentar un signo negativo. Finalmente, la compra directa de acciones mostró un pequeño repunte, al tiempo que el volumen de recursos materializado en reservas técnicas de seguros retrocedió ligeramente.

El dinamismo de la financiación, más moderado, llevó a que la ratio de endeudamiento de los hogares creciera a un menor ritmo, situándose al cierre del pasado ejercicio por encima del 130% de la RBD (véase gráfico 25). Esta evolución, junto con el curso creciente de los tipos de interés durante los últimos meses, determinó un nuevo aumento de la carga financiera asociada, de modo que, en la misma fecha, se encontraba próxima al 18% de la RBD. Por su parte, tanto la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, como sus necesidades de financiación apenas mostraron variaciones significativas, como tampoco lo hizo la riqueza neta del sector, en relación con su RBD, que se mantuvo en niveles elevados.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, en línea con la evolución de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, entre diciembre y febrero se redujeron los tipos de interés bancarios de los nuevos créditos (véase gráfico 24) en una cuantía que depende del tamaño de la operación (19 pb los de importe inferior a un millón de euros y 27 pb los de un volumen superior).

En los últimos años, la economía española ha presentado una elevada necesidad de captar fondos del resto del mundo con los que poder financiar su déficit por cuenta corriente y la creciente adquisición de activos exteriores llevada a cabo por parte del sector privado, en un contexto de internacionalización de las empresas españolas y de diversificación geográfica de las carteras de los inversores institucionales. Las instituciones financieras han desempeñado un papel central en la canalización de estos flujos, recurriendo para ello, principalmente, a las emisiones de renta fija. Así, tal y como puede verse en el gráfico 1, la mayor parte de los recursos procedentes del extranjero se ha materializado en instrumentos emitidos por las entidades de crédito o por otros intermediarios, entre los que se incluyen los fondos de titulización.

Tras el episodio de turbulencias financieras, que se inició a mediados de 2007, se ha producido una modificación sustancial en este patrón de flujos con el resto del mundo. Por un lado, descendió significativamente la captación de fondos a través de otros intermediarios financieros, lo que está relacionado con la paralización de los mercados internacionales de titulización de activos y el notable endurecimiento de las condiciones de financiación en los mismos. Sin embargo, como puede verse en el gráfico 2, los nuevos pasivos obtenidos por las entidades de crédito no se redujeron de forma significativa, de modo que, en términos netos, las instituciones financieras privadas (excluyendo los inversores institucionales) continuaron recibiendo recursos del exterior en el último semestre del año. Por otro lado, la entrada de capitales canalizada a través de títulos de deuda pública se hizo negativa en este período, lo que está vinculado con el retroceso en el saldo de los valores emitidos por este sector, en un contexto en el que sus cuentas presentan una posición de superávit.

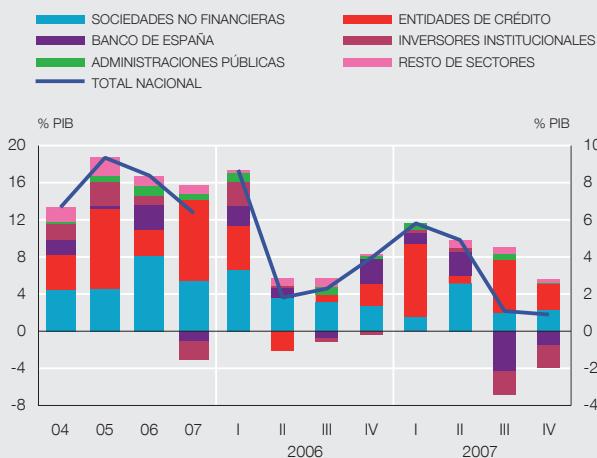
Adicionalmente, en la segunda mitad de 2007 descendió la adquisición de activos exteriores del sector privado, especialmente en el caso de los inversores institucionales, lo que, en parte, refleja los reembolsos netos de participaciones de fondos de inversión que se produjeron en un contexto de mayor incertidumbre y de repunte de la volatilidad de los pre-

cios negociados en los mercados. También se redujo el dinamismo de la inversión financiera de las sociedades en el extranjero, lo que, junto con el mantenimiento del volumen de recursos captados en el resto del mundo, llevó a que, por primera vez en los últimos años, las empresas pasaran a ser receptoras netas de capital del resto del mundo.

Sin embargo, el menor grado de acumulación de activos exteriores por parte de estos sectores no fue suficiente para compensar la disminución en las entradas de capital canalizadas por las instituciones financieras privadas y las AAPP, por lo que una parte de las necesidades de financiación tuvo que ser cubierta mediante la reducción de la posición acreedora del Banco de España frente al resto del mundo, aunque este descenso se moderó apreciablemente durante el cuarto trimestre. Este cambio refleja la mayor apelación de las instituciones financieras y monetarias españolas al suministro de liquidez del Eurosystema, si bien este se mantiene en línea con el peso que le corresponde dentro de la zona y representa solo el 1,3% del balance de las instituciones.

En resumen, como consecuencia de las tensiones en los mercados internacionales, se han producido algunos cambios relevantes en el patrón de los flujos financieros de España frente al resto del mundo. Por un lado, se ha reducido la adquisición neta de activos foráneos por parte de los sectores residentes, reduciéndose así el volumen bruto de recursos externos requeridos. Por otro lado, una parte de esas menores necesidades se ha cubierto mediante la venta de algunos de los valores de las carteras exteriores de los agentes. De este modo, a pesar del contexto menos favorable, durante los últimos trimestres se ha podido seguir financiando el abultado déficit corriente, sin que, por tanto, se haya resentido significativamente el gasto doméstico. No obstante, el margen de maniobra que proporcionan estas dos vías no es ilimitado. En este sentido, la posibilidad de que las turbulencias se extiendan por un período demasiado prolongado constituye un elemento de riesgo para la evolución futura de la economía española.

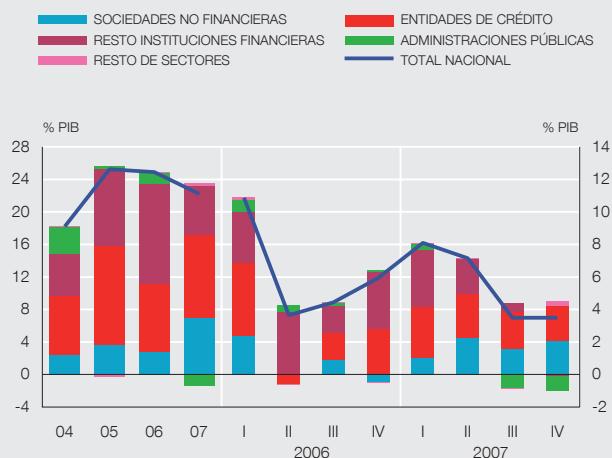
#### 1 OPERACIONES FINANCIERAS ACTIVAS FRENTE AL EXTERIOR (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos trimestrales están referidos al eje derecho. Se presentan divididos por el PIB anual.

#### 2 OPERACIONES FINANCIERAS PASIVAS FRENTE AL EXTERIOR (a)



% del PIB	2004	2005	2006	2007		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	9,5	10,4	11,5	10,6	9,6	7,8
Medios de pago	3,9	4,0	3,1	1,7	0,5	-1,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	5,8	7,2	7,6	8,1
Acciones y otras participaciones (b)	0,3	0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,5
Fondos de inversión	1,5	1,9	0,2	-0,6	-0,6	-1,1
Reservas técnicas de seguros	1,8	2,0	1,7	1,8	1,6	1,0
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,3
<i>De jubilación</i>	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,6
Resto	0,7	0,7	1,3	0,8	0,5	0,4
Operaciones financieras (pasivos)	10,1	11,7	13,2	12,2	11,1	9,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	10,8	12,3	13,0	11,6	10,9	9,4
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	8,7	10,2	9,9	8,9	8,5	7,2
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,1	2,2	3,1	2,7	2,5	2,2
Resto	-0,7	-0,6	0,2	0,5	0,2	0,0
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	14,7	18,5	23,0	20,9	17,9	13,7
Medios de pago	1,0	2,0	2,3	1,2	0,4	-0,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,3	1,4	2,5	4,0	3,3	2,8
Acciones y otras participaciones	6,5	7,4	10,4	9,2	7,8	6,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,8	3,9	6,8	5,5	4,5	5,1
Resto	6,8	7,7	7,8	6,5	6,5	4,5
Operaciones financieras (pasivos)	19,2	25,4	31,9	31,2	29,4	25,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	8,3	12,9	17,7	17,9	16,9	13,9
Préstamos exteriores	0,7	2,1	3,3	2,7	2,4	2,4
Valores de renta fija (d)	0,0	0,3	1,8	0,8	0,8	0,5
Acciones y otras participaciones	4,4	3,7	2,5	3,5	4,1	5,1
Resto	5,8	6,4	6,7	6,3	5,3	3,6
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	16,3	21,2	24,2	20,6	18,8	15,2
Hogares e ISFLSH	20,2	20,9	19,6	16,4	15,3	12,7
Sociedades no financieras	13,2	21,4	27,9	23,9	21,5	17,1

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
- e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

También descendió la rentabilidad de las emisiones de valores de renta fija (48 pb en las de corto plazo y 5 pb en las de largo). Sin embargo, aumentó significativamente el rendimiento exigido a los recursos propios, como reflejo, en buena parte, de las menores valoraciones bursátiles. Como resultado de estos movimientos, el indicador sintético de los costes de financiación del sector apenas mostró variaciones. En todo caso, es previsible que se haya producido un repunte en el precio de la financiación de las empresas en marzo, dada su relación dinámica con los índices EURIBOR. Hay que tener en cuenta también que, en dicho mes, se produjo un repunte en el coste de la emisión de deuda a largo plazo (38 pb). Asimismo, de acuerdo con la EPB de enero, las entidades esperaban aplicar durante el primer trimestre

de 2008 unos criterios de concesión de préstamos sustancialmente más estrictos que los vigentes durante la parte final del pasado ejercicio.

En este contexto, la deuda de las empresas continuó desacelerándose, situándose en febrero el ritmo de avance interanual cerca del 16%, casi 1 pp por debajo de la cifra de cierre de 2007. Las tasas más cortas apuntan a un dinamismo menor en términos anualizados, aunque elevado (en torno al 12%). Por instrumentos, esta evolución resultó sobre todo de la moderación del crédito de las entidades residentes, que es la partida más importante.

Los datos más recientes del desglose por actividad productiva del crédito a las sociedades, referidos a diciembre de 2007, muestran que la desaceleración en el cuarto trimestre del pasado ejercicio fue generalizada en prácticamente todos los sectores, si bien fue más acusada en el caso de los servicios inmobiliarios, cuya tasa de variación interanual pasó del 35% al 24%. En la industria y la construcción, el ritmo de avance se redujo en algo más de 3 pp, hasta situarse en el 18% y el 14%, respectivamente, mientras que en el resto de servicios fue muy similar al observado tres meses antes (22%).

La información de las Cuentas Financieras para el cuarto trimestre de 2007 refleja un nuevo avance en las necesidades de financiación de las sociedades, hasta situarse en el 11,8% del PIB en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, creció en mayor medida, colocándose en el 17,1% del PIB (véase cuadro 5).

El todavía elevado dinamismo de la financiación ajena de las sociedades durante los últimos meses del pasado ejercicio llevó a un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector en relación con los resultados generados, aunque a un ritmo inferior al de los trimestres anteriores (véase gráfico 26). Este desarrollo, junto con el incremento del coste medio del saldo vivo de los recursos ajenos, hizo que los pagos por intereses volvieran a crecer, de modo que suponían casi el 25% de los beneficios. El aumento de los costes financieros continuó frenando el avance de las rentas. Así, en diciembre de 2007, mientras que el excedente bruto de explotación aumentó más de un 7% en términos anuales, las rentas después del pago de intereses se elevaron solo un 2%.

La información más reciente de la muestra de empresas colaboradoras con la CBT, entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia que la ratio de endeudamiento se mantuvo en diciembre en niveles similares a los de septiembre de 2007, mientras que la carga financiera aumentó, aunque en menor medida que durante los meses precedentes, evolución que vino acompañada de un comportamiento favorable de los beneficios. Estos desarrollos hicieron que los indicadores sintéticos de presión financiera de inversión y empleo se mantuvieran en torno a los mismos valores del trimestre precedente. Por ramas de actividad, destaca especialmente la favorable evolución de los resultados económicos en el sector industrial.

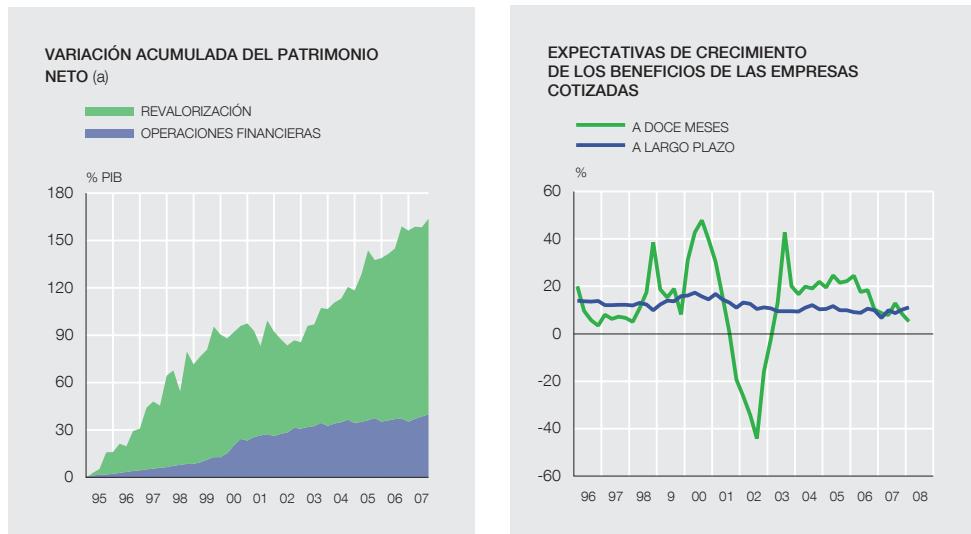
Por último, durante el primer trimestre de 2008, los analistas revisaron nuevamente a la baja las expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas durante los próximos 12 meses, que pasaron del 8% al 5%, en línea con el menor dinamismo económico que se anticipa para los próximos meses (véase gráfico 27).

#### **5.4 Las Administraciones Públicas**

La capacidad de financiación de las AAPP se situó en diciembre de 2007, en términos acumulados de doce meses, en el 2,2% del PIB, cuatro décimas menos que la registrada en el tercer trimestre del año (véase gráfico 28). Atendiendo a los instrumentos, esta evolución fue

## OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 27

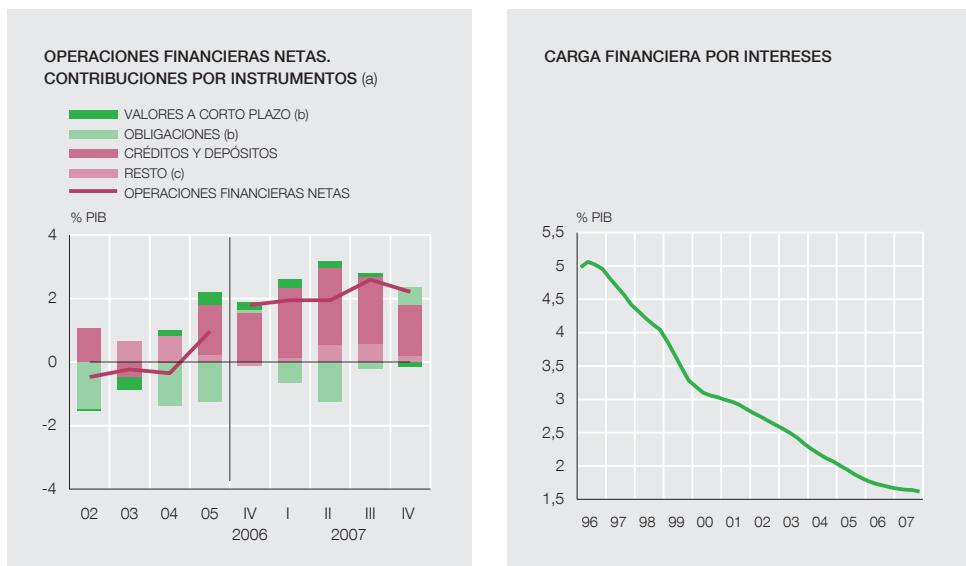


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b. Solo recoge operaciones de pasivo.
- c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.

% del PIB	2004	2005	2006	2007		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,1	-8,6	-8,9	-9,5
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,7	16,7	17,1	15,8	12,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,5	6,3	5,6	2,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,7	3,1	3,4	4,7	5,9	4,2
Valores distintos de acciones	1,8	8,8	-1,2	2,5	2,7	1,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	6,6	-2,0	1,7	2,4	1,8
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,3	2,3	0,9	0,5	0,1	-0,3
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	9,2	7,5	6,1	7,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,8	3,9	6,8	5,5	4,5	5,1
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,8	0,9	1,2	0,5	-0,3	-1,0
Préstamos	0,8	1,1	2,1	0,3	0,9	1,0
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,2	25,2	24,9	25,7	24,7	22,2
Depósitos	1,7	5,6	0,3	3,6	5,4	7,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,0	7,2	0,6	4,1	5,3	6,7
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,3	18,2	14,5	7,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	2,7	0,2	1,3	0,6	-0,4	-1,4
<i>Entidades de crédito</i>	4,6	6,3	7,7	6,9	5,4	3,3
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,1	9,3	12,3	10,6	9,4	5,9
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,7	0,4	1,7	4,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,7	1,0	-1,1	0,6	1,7	4,3
Préstamos	1,3	2,3	3,5	3,0	2,7	2,6
Otros neto (c)	-0,6	-0,9	-0,6	0,0	0,0	-0,2
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	7,3	5,8	6,1	8,0
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	1,6	2,1	1,9	4,1

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

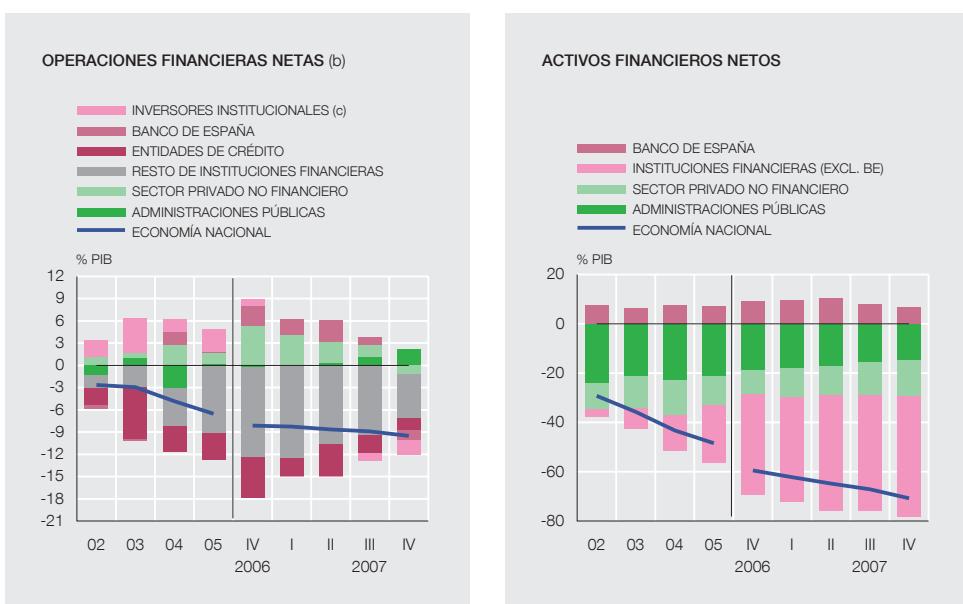
consecuencia de un menor incremento del saldo de depósitos netos de crédito, y de un aumento de las emisiones de valores a corto plazo que no fueron compensadas por la amortización neta de títulos a medio y largo plazo. Por otra parte, la disminución de la ratio de endeudamiento determinó que, a pesar de la subida del coste medio de los fondos, los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran en el 1,6%.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el cuarto trimestre de 2007, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó elevándose, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 9,5% del PIB, frente al 8,9% observado en septiembre. Por sectores, este resultado fue consecuencia

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS Y ACTIVOS FINANCIEROS NETOS  
FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)

GRÁFICO 29



FUENTE: Banco de España.

a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.

b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (de) sector contrapartida.

c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

de un aumento de las necesidades de financiación de las sociedades y, en menor medida, de los hogares, así como del menor ahorro de las AAPP, que no fueron compensados por el aumento en el superávit de las instituciones financieras (véase cuadro 5).

Las entradas de capital descendieron en el cuarto trimestre de 2007, situándose en el 22,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 2,5 pp menos que en septiembre (véase cuadro 7). Esta disminución fue consecuencia, principalmente, del menor dinamismo del importe materializado en valores distintos de acciones, que pasó del 14,5% del PIB en septiembre al 7,8% en diciembre. En particular, se redujeron los recursos obtenidos por esta vía tanto por las entidades de crédito como por las otras instituciones financieras no monetarias, entre las que se incluyen los fondos de titulización, fenómeno vinculado con el retroceso de la emisión de estos títulos en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados internacionales de deuda, especialmente de aquella vinculada con préstamos hipotecarios. Al mismo tiempo, la inversión neta foránea en instrumentos emitidos por las AAPP fue negativa, en consonancia con la caída de su saldo vivo. Por el contrario, aumentaron tanto el volumen de las adquisiciones de acciones y otras participaciones (4,1% del PIB), desarrollo que está ligado al repunte de la inversión directa del exterior en España, como los flujos de financiación captados a través del mercado interbancario, que, en términos netos, pasaron a tener un signo deudor.

La adquisición de activos exteriores también disminuyó, suponiendo el 12,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 3 pp menos que en septiembre. Por instrumentos, se observó un menor dinamismo en las compras netas de valores de renta fija, mientras que la inversión materializada en la partida de acciones y otras participaciones se recuperó en relación con el trimestre anterior, movimiento que está vinculado con el aumento de la inversión

directa de España en el resto del mundo, que alcanzó el 8% del PIB, casi 2 pp por encima del dato de tres meses antes.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, continuó aumentando el valor de los pasivos netos acumulados frente al resto del mundo (véase gráfico 29). Por sectores, este desarrollo fue consecuencia, fundamentalmente, del incremento en el saldo deudor de las instituciones financieras (excluido el Banco de España), que se aproximó al 50% del PIB, y del sector privado no financiero, que alcanzó un valor próximo al de las AAPP.

25.4.2008.