

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

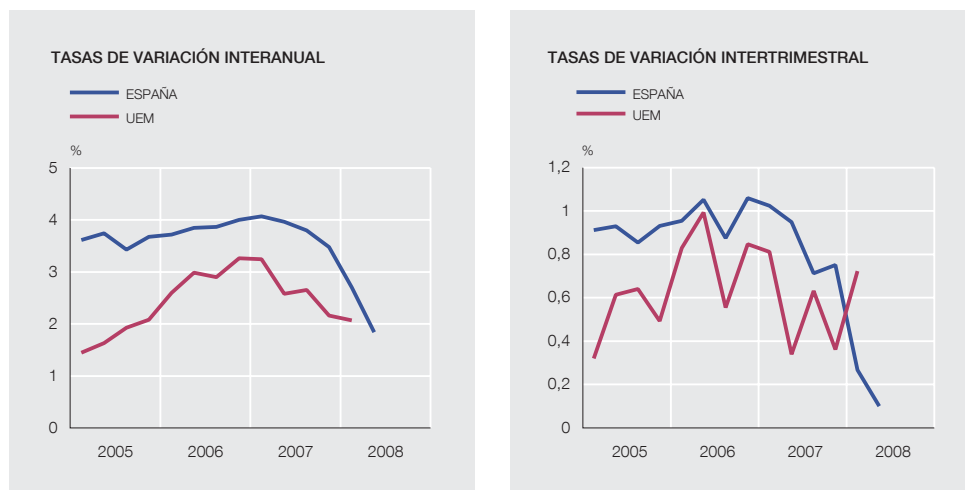
1 Rasgos básicos

Durante la primera mitad de 2008, la economía española acentuó la trayectoria de ajuste que había iniciado a lo largo del ejercicio anterior. En el primer trimestre, la tasa de crecimiento interanual del PIB se redujo en ocho décimas, hasta el 2,7%, mientras que el ritmo de avance intertrimestral fue del 0,3%, cinco décimas menos que en el trimestre precedente. Esta pérdida de dinamismo estuvo motivada por el acusado debilitamiento de la demanda nacional, que fue ligeramente amortiguado por la mejora experimentada por la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto.

Los indicadores económicos referidos al segundo trimestre de 2008 apuntan a un ajuste más pronunciado, particularmente intenso en el consumo privado y en el empleo, en un marco en el que la prolongación del episodio de turbulencias financieras y la escalada del precio del crudo están aumentando la incertidumbre sobre la evolución económica, con importantes efectos sobre la confianza de los agentes. La elevada dependencia de la economía española del ahorro exterior, junto con la importancia del petróleo y de productos derivados en su estructura productiva, está contribuyendo a propagar el efecto de las perturbaciones que se están viviendo. En este contexto, las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que la tasa de crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre ascendió al 1,8% (0,1% en términos de su tasa intertrimestral), como resultado de un significativo recorte en las tasas de crecimiento de los distintos componentes de la demanda nacional —que, en conjunto, habría aumentado a una tasa del 1,9% (2,8% en el trimestre previo)— y de una mejora de 0,2 puntos porcentuales (pp) en la aportación de la demanda exterior neta, que se habría situado en -0,1 pp. Por el lado de la oferta, la corrección del sector residencial se ha agudizado en los últimos meses y está teniendo un marcado impacto sobre el empleo, que estaría actuando como el principal canal de transmisión del ajuste inmobiliario hacia el resto de la economía. La información de la EPA correspondiente al segundo trimestre del año muestra un fuerte recorte en la creación de empleo, con una tasa de avance interanual del 0,3%. Por su parte, la tasa de paro repuntó hasta el 10,4%. En cuanto a los precios, durante el segundo trimestre continuó el deterioro de la inflación, que reflejó con celeridad el incremento de los precios del petróleo. Como consecuencia de ello, el IAPC alcanzó en junio una tasa interanual de crecimiento del 5,1%, que situó el diferencial con la UEM en 1,1 pp, el nivel promedio desde el inicio de la UEM.

En el panorama económico internacional, a lo largo del segundo trimestre de 2008 prosiguió el episodio de inestabilidad financiera, la trayectoria alcista del precio del petróleo, el deterioro de las perspectivas de inflación y el ajuste macroeconómico en las principales economías desarrolladas, que está alcanzando particular relieve en Estados Unidos. Todo ello conforma un escenario más incierto que el de los últimos trimestres, aumentando la probabilidad de que la fase bajista del ciclo de la economía mundial se prolongue hasta bien entrado 2009.

El precio del petróleo experimentó fuertes subidas a lo largo del trimestre, hasta niveles que rozaron los 145 dólares por barril a mediados del mes de julio —máximo histórico en términos reales—, aunque en los días posteriores se corregiría parcialmente. La escalada en la cotización de esta materia prima está generando un progresivo aumento de las tasas de inflación de las economías industrializadas y emergentes, elevando la percepción de riesgos inflacionistas a nivel global. En consecuencia, a lo largo del trimestre se produjo un cambio en las perspectivas sobre la orientación de la política monetaria en la segunda parte del año, que se reflejó en una revisión al alza en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales, con carácter relativamente generalizado.



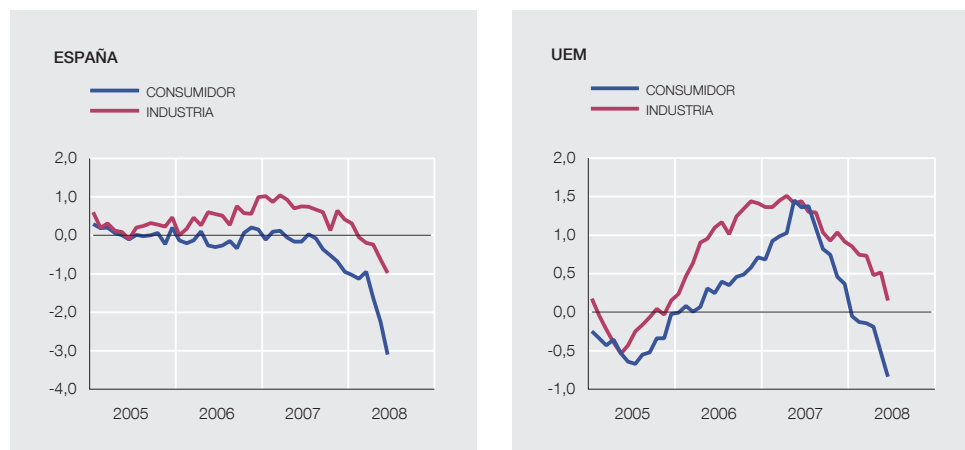
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

Tras un comportamiento algo más estable de los mercados financieros en abril y mayo, en junio y julio se produjeron nuevos brotes de tensión financiera, que se materializaron en un nuevo aumento de las primas de riesgo crediticio, un tono más negativo en las bolsas —que registraron pérdidas significativas— e incrementos en las rentabilidades de los bonos a largo plazo, si bien estos últimos experimentaron una leve corrección a la baja en julio. A este rebrote contribuyó, junto con la percepción de los riesgos inflacionistas ya mencionados, la revisión a la baja de la calificación crediticia de algunas de las principales aseguradoras de bonos, la publicación de nuevas pérdidas por parte de algunos bancos de inversión en Estados Unidos y, ya en julio, las dificultades financieras de dos importantes firmas hipotecarias, lo que llevó al anuncio por parte del Gobierno norteamericano de un plan contingente para apoyarlas. En estas circunstancias, los principales bancos centrales continuaron realizando importantes operaciones de suministro de liquidez —aumentando, en algunos casos, el límite de determinados mecanismos de inyección de liquidez— y la Reserva Federal redujo en una única ocasión en el trimestre, concretamente en el mes de abril, el tipo objetivo de los fondos federales hasta el 2%. El dólar se depreció ligeramente frente al euro en un entorno de elevada volatilidad.

La actividad de la economía mundial siguió muy influida por el ajuste de la economía norteamericana, a pesar de que el PIB de Estados Unidos en el primer trimestre fue algo superior al que se había estimado inicialmente. Los indicadores más recientes muestran un debilitamiento adicional por la profundización del ajuste del sector inmobiliario y la caída del empleo, a pesar de cierta mejoría en los indicadores de consumo por el efecto de las ayudas fiscales. Las perspectivas económicas han empeorado en Japón y, sobre todo, en el Reino Unido, ante el rápido deterioro del sector residencial. En las economías emergentes, la actividad mantuvo, en términos generales, un mayor dinamismo, si bien se observaron algunos indicios de moderación y la inflación continuó repuntando de forma generalizada, lo que motivó el endurecimiento del tono de las políticas monetarias en buena parte de ellas.

En cuanto a la evolución económica del área del euro, los datos más recientes sugieren una notable reducción del ritmo de avance del PIB en el segundo trimestre de 2008. La desaceleración de la actividad reflejó, en parte, la corrección de algunos factores que impulsaron ex-



FUENTE: Comisión Europea.

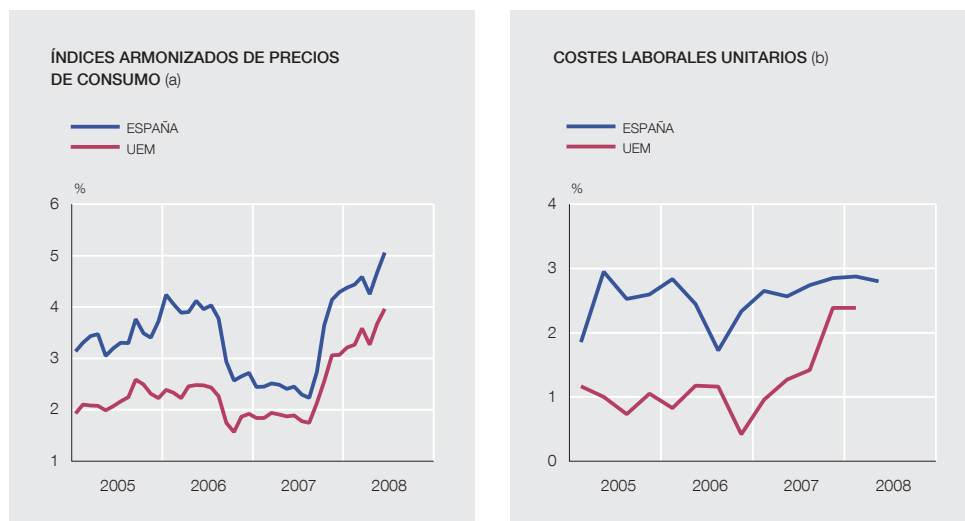
a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

cepcionalmente el crecimiento en el primer trimestre, pero, de manera más fundamental, el efecto de un entorno exterior más débil y de unas condiciones financieras que se han ido haciendo más restrictivas como resultado de la prolongación del período de inestabilidad financiera, el aumento del precio del petróleo y de las materias primas alimenticias y la apreciación del tipo de cambio del euro.

También la inflación en el área del euro mostró una tendencia creciente en los últimos meses, como consecuencia, fundamentalmente, de la evolución del componente energético, mientras que el componente alimenticio mantuvo una elevada aportación. No obstante, el agregado de precios que excluye la energía y los precios de los alimentos no elaborados (IPSEBENE) experimentó un pequeño recorte en el trimestre, hasta el 2,5%, en junio. En un contexto en que el mercado de trabajo sigue relativamente tensionado, los riesgos al alza sobre la inflación del área son elevados, tanto por posibles subidas adicionales del precio del petróleo como porque los mecanismos de fijación de precios y salarios puedan dar lugar a la propagación de efectos de segunda ronda si las expectativas de inflación se deterioraran adicionalmente.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de principios de julio, subir 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, hasta el 4,25%, con el fin de prevenir la aparición de este tipo de efectos y contrarrestar los riesgos crecientes al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo.

Todos estos factores determinaron que el entorno exterior en el que se desenvuelve la economía española continuara debilitándose a lo largo del trimestre. Simultáneamente, las condiciones de financiación de familias y empresas mostraron un nuevo endurecimiento, que se manifestó en incrementos adicionales en el coste de los recursos obtenidos —en línea con los aumentos en los tipos de interés negociados en los mercados de referencia— y en la aplicación de criterios de concesión de financiación más estrictos por parte de las entidades, en un contexto de reevaluación global del riesgo. Por su parte, como ya se ha comentado, la volatilidad en las bolsas continuó siendo elevada y los principales índices bursátiles retomaron una trayectoria descendente a partir de la segunda mitad de mayo, que se aceleró a lo largo del mes de julio, frenando la revalorización de la riqueza financiera. Por último, en el mercado inmobiliario, los precios de la vivienda mostraron incrementos medios muy modestos en términos interanuales en el segundo trimestre (2%) —que implican una caída intertri-



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

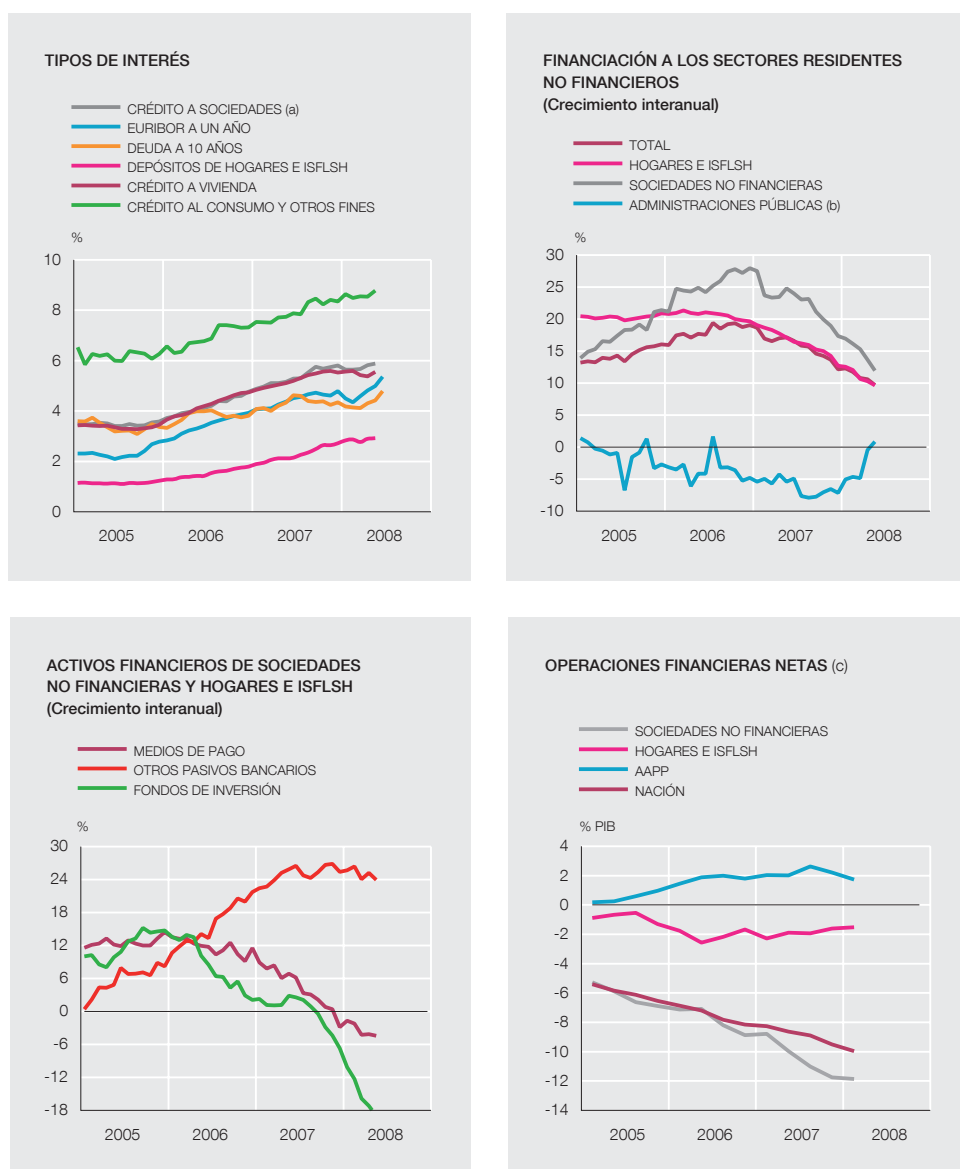
a. Tasas de variación interanual.

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

mestral del 0,3% —, con lo que la revalorización del patrimonio inmobiliario habría continuado ralentizándose.

En el marco descrito, el gasto de los hogares está siguiendo una pauta de ajuste bastante marcado. La acusada desaceleración del consumo de las familias que se observó en los tres primeros meses de este ejercicio ha continuado durante el segundo trimestre, para el que se estima una tasa de crecimiento interanual próxima al 1%. Detrás de la rápida respuesta del consumo subyacen, como en trimestres previos, los menores incrementos de la renta disponible y los aumentos más atenuados de la riqueza, tanto de su componente financiero como del vinculado al valor de los inmuebles. Pero a ello hay que sumar en los últimos meses la persistencia de un entorno económico muy incierto, en el que el deterioro de la confianza de los consumidores está afectando negativamente a las decisiones de gasto. En el caso de la renta disponible, hay que destacar el efecto contractivo que está teniendo el recorte en el ritmo de creación de empleo y el aumento de la tasa de inflación, a raíz de la elevación de los precios de la energía. Su impacto sobre la renta ha superado el impulso que proviene del repunte de los salarios y de la actuación expansiva del sector público en los primeros meses del ejercicio, aunque, a la hora de estimar este último, no se ha tenido en cuenta la rebaja fiscal que entró en vigor a finales de junio, pues cabe prever que sus efectos, independientemente de la magnitud que adquieran, se producirán fundamentalmente en la segunda mitad del año. Con todo, es muy probable que el recorte de la tasa de crecimiento del consumo esté empeorando a ser más acusado que el de sus determinantes, con lo que la tasa de ahorro podría haber empezado a repuntar ya en el segundo trimestre, en línea con el escenario de mayor incertidumbre que se ha dibujado en los párrafos anteriores. En esta misma dirección habría actuado la elevación de los tipos de interés, alentando la sustitución de consumo presente por consumo futuro y elevando la tasa de ahorro. En estas circunstancias, cabe esperar que la trayectoria de recuperación del ahorro de las familias continúe en lo que resta de año.

En cuanto a la inversión residencial, la intensidad del ajuste en el segundo trimestre fue superior a la que se observó en los primeros meses del año, con descensos estimados en el entorno del 3%. Como en el caso del consumo, el clima de incertidumbre y el descenso de 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.

confianza han agudizado la corrección del sector que se viene registrando desde la segunda mitad de 2006, conforme el cambio en las expectativas sobre la evolución de los precios inmobiliarios y el endurecimiento en el coste de financiación se habían ido transmitiendo hacia la inversión residencial. Hay que señalar, además, que la corrección se está produciendo en una etapa en la que la finalización de viviendas registra volúmenes muy elevados, lo que está contribuyendo a ampliar el *stock* de inmuebles sin vender.

A lo largo de la fase de ajuste del gasto de las familias, se ha ido produciendo una contención en el ritmo de avance de su endeudamiento, trayectoria que ha continuado en la parte transcurrida del ejercicio, en un contexto macroeconómico más débil y de aumento en el coste de los fondos. Como consecuencia de esta evolución, la tasa de crecimiento del crédito se ha ido

aproximando a la de la renta del sector, lo que ha permitido una estabilización de su ratio de endeudamiento, que permanecía en el primer trimestre algo por encima del 130% de la RBD. El crecimiento interanual de la financiación del sector de hogares se situó en mayo algo por debajo del 10%, casi 1 pp inferior al observado en el trimestre precedente, con descensos tanto en el crédito para la adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 10%, como en los fondos destinados a consumo y otros fines, que aumentaron un 8% durante los últimos doce meses.

La inversión empresarial también presenta signos de debilitamiento, aunque hasta el momento algo más atenuados, prolongando el perfil de desaceleración que se viene observando desde la segunda mitad de 2007. La pérdida de impulso de la inversión en bienes de equipo, que se estima alcanzó una tasa interanual algo inferior al 3% en el segundo trimestre, está en línea con el perfil de la actividad económica y con el fuerte deterioro de la confianza empresarial. En cuanto a la evolución financiera de las empresas, se produjo un nuevo endurecimiento en las condiciones de acceso a la financiación a lo largo del trimestre y una cierta inflexión en sus ratios de rentabilidad, como consecuencia, principalmente, del aumento de la carga financiera, si bien permanecen en niveles que, en ausencia del clima de deterioro sobre las perspectivas económicas, permitirían el desarrollo de nuevos planes de gasto.

El progresivo endurecimiento en las condiciones de financiación de las sociedades y la pérdida de vigor de la actividad empresarial siguieron contribuyendo a la desaceleración en el ritmo de avance de la deuda de las empresas, que en mayo creció a una tasa próxima al 12%, más de 3 pp por debajo de su registro en marzo. Por actividades productivas, la información más reciente, referida a los tres primeros meses de este ejercicio, muestra que la reducción en la tasa de avance del crédito está siendo muy intensa en el destinado a financiar actividades inmobiliarias y más moderada en la construcción, mientras que los fondos destinados al sector industrial y al resto de servicios mantienen su dinamismo, a pesar del debilitamiento de la actividad, con tasas de crecimiento interanual del 19% y del 22%, respectivamente. En línea con la progresiva desaceleración de la deuda, el nivel del endeudamiento de las sociedades ha tendido a estabilizarse en los últimos trimestres, aunque la carga financiera continuó aumentando.

En el segundo trimestre, se estima que la demanda exterior neta mejoró en 0,2 pp su contribución al crecimiento del PIB, hasta situarse en -0,1 pp, como consecuencia de un comportamiento relativamente dinámico de las exportaciones, que registraron incrementos similares a los del trimestre anterior —en el entorno del 5%—, y de una disminución en el ritmo de avance de las importaciones, que, como en etapas cíclicas similares, acusan con rapidez la pérdida de vigor de la demanda final. Y todo ello en un contexto exterior en el que continuó la ralentización de los flujos de comercio mundial y en el que los indicadores de competitividad-precio experimentaron un cierto deterioro, como consecuencia, principalmente, de la apreciación del tipo de cambio del euro a lo largo de los últimos meses. En este sentido, cabría relacionar, en alguna medida, el mantenimiento de nuestras ventas al exterior con el dinamismo importador que muestran los países productores del petróleo, como consecuencia de los ingresos extraordinarios que están recibiendo. Respecto a los servicios turísticos, los indicadores disponibles indican una cierta recuperación de las exportaciones de este tipo de actividades, si bien dentro de una trayectoria de moderación, y una ralentización de las importaciones. El comercio con el exterior de servicios no turísticos, por su parte, ha recortado su ritmo de avance en los primeros meses del ejercicio.

Hay que señalar, no obstante, que la trayectoria de mejora gradual de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB que comenzó hace aproximadamente dos años no

ha impedido que continuara la ampliación de las necesidades de financiación de la nación, que alcanzaron, en el primer trimestre del año, el 10% del PIB, en términos acumulados de doce meses. En este sentido, la escalada de los precios del petróleo introduce una dificultad adicional a la corrección del déficit comercial y, por lo tanto, del déficit exterior.

Por el lado de la oferta, el recorte del gasto se reflejó con rapidez en la actividad y el empleo, donde todos los sectores acusaron un comportamiento más débil que en el trimestre anterior, con recortes en el valor añadido y en la ocupación en los sectores de la construcción y de manufacturas —muy afectado por la debilidad del consumo y por la caída de consumos intermedios por las actividades vinculadas a la construcción—. Como contrapunto, las actividades de servicios mantuvieron un mayor dinamismo, aunque dentro de una trayectoria de desaceleración que se fue haciendo más acusada, en el componente de servicios de mercado, a medida que avanzaba el trimestre. Como nota destacable hay que mencionar la rápida respuesta de la ocupación al cambio cíclico, pauta que se observó ya en los meses iniciales del año, pero que ha alcanzado una gran intensidad en el período más reciente, de modo que el empleo pasó de aumentar a tasas próximas al 3% en la segunda mitad de 2007 a mostrar incrementos prácticamente nulos en el segundo trimestre de este año. Además, como en etapas contractivas previas, el ajuste del empleo está recayendo, fundamentalmente, en el empleo temporal, como muestra la rápida corrección a la baja que ha registrado la ratio de temporalidad en los últimos trimestres. Adicionalmente, el empuje de la población activa hace que el aumento del desempleo se esté viendo acompañado de rápidos incrementos en la tasa de paro, que se elevó hasta el 9,6% en los tres primeros meses del año. En conjunto, el recorte en el ritmo de creación de empleo en las ramas de mercado fue mayor que el de la actividad, con lo que la productividad aparente experimentó un ligero repunte, hasta situarse en el entorno del 1,5%.

A pesar de la notable pérdida de dinamismo del mercado de trabajo, los salarios continuaron aumentando, reflejando el repunte del salario medio pactado en los convenios colectivos (que se situaba en junio en el 3,5%, cuatro décimas por encima del del año anterior) y el impacto de la activación de las cláusulas de salvaguarda por la desviación de la inflación en 2007 (que supuso 1,1 pp de incremento adicional). De este modo, la remuneración por asalariado en la economía de mercado podría situarse en el segundo trimestre en una tasa algo superior al 4%. En términos de los costes laborales por unidad de producto, el aumento sería algo inferior debido al efecto compensador que habrían desempeñado las ganancias de productividad observadas.

El repunte de los costes laborales y el fuerte incremento del coste de las materias primas energéticas y, en menor medida, de las alimenticias, en un entorno en el que los márgenes no flexionan suficientemente en ciertas actividades, configuran un escenario de tensiones de precios, a pesar del debilitamiento de la actividad, y de deterioro en las perspectivas de inflación para lo que resta del año. Aunque el incremento de la tasa de inflación en el período más reciente —hasta alcanzar el IPC una tasa interanual del 5% en junio— se ha debido fundamentalmente al impacto directo de la elevación de los precios de la energía, el repunte del componente de servicios en el último mes sugiere que podrían estar empezando a producirse efectos indirectos. En cualquier caso, el riesgo de que los aumentos de los precios de la energía se incorporen a los procesos de formación de costes y precios y generen efectos de segunda vuelta se ha incrementado notablemente en los últimos meses. En concreto, la existencia de cláusulas de salvaguarda en la negociación colectiva —un rasgo prácticamente inexistente en otros países de la UEM— aumenta la probabilidad de que tales incrementos —sean permanentes o no— se trasladen a los salarios el año que viene, dificultando el ajuste de la economía ante estas perturbaciones.

En la parte transcurrida del año, la economía española ha entrado en una senda de ajuste más intenso y rápido de lo que cabía esperar hace unos trimestres. En un entorno exterior que seguirá debilitándose, las perspectivas apuntan a una continuación de este proceso, dependiendo del alcance del ajuste del empleo. Desde el punto de vista financiero, la desaceleración de la financiación a hogares y sociedades tiende a encauzar la dinámica del endeudamiento del sector privado hacia pautas más sostenibles. No obstante, el nivel de deuda alcanzado por algunos segmentos de hogares y empresas, junto con el incremento del coste de financiación y el debilitamiento de la actividad, debe de estar aumentando el porcentaje de aquellos que se encuentran bajo mayor presión financiera, tal y como refleja el ascenso en las ratios de morosidad en los últimos meses. Asimismo, en un contexto en el que la economía española sigue teniendo una elevada dependencia del ahorro exterior, la prolongación del episodio de inestabilidad financiera supone un factor adicional de riesgo.

En estas circunstancias, la política económica debe orientarse a facilitar el ajuste y a ampliar el potencial de crecimiento de la economía. Para ello, reviste gran importancia la contención de las presiones inflacionistas, promoviéndose la necesaria adaptación de todos los agentes a los inevitables efectos del encarecimiento del petróleo. Es necesario también aumentar los esfuerzos para mantener la estabilidad presupuestaria, en línea con los requerimientos asumidos, en un contexto en el que el rápido deterioro del saldo presupuestario que produce el debilitamiento de los ingresos exige una mayor austeridad en la gestión de la política fiscal. Por último, el grado de flexibilidad de la economía va resultar trascendental a la hora de modular el alcance y la profundidad del proceso de ajuste, por lo que cobran gran relevancia las medidas de carácter estructural, en particular las referentes al mercado de trabajo, que pueden ayudar a limitar las pérdidas de puestos de trabajo.

2 Entorno exterior del área del euro

En el último trimestre, la evolución en el entorno exterior del área del euro se caracterizó por la transición de una situación de relativa tranquilidad —tras las actuaciones en apoyo del sistema financiero por parte las autoridades de Estados Unidos a mediados de marzo— a un escenario en el que surgió con fuerza la preocupación por la inflación al hilo de la intensa escalada en los precios de las materias primas, y posteriormente se reactivaron las dudas sobre la evolución financiera y de la actividad.

Así, tras una cierta mejoría en mayo en los mercados de crédito y en las bolsas, en junio se produjo un cambio cualitativo en los mercados financieros internacionales, al reproducirse la inestabilidad que había caracterizado el primer trimestre del año. Esta nueva intensificación de las turbulencias se produjo en el contexto de un aumento de la preocupación por los riesgos inflacionistas a nivel global y por el resurgimiento de problemas en algunas entidades financieras —la revisión a la baja de la calificación crediticia de algunas de las principales aseguradoras de bonos y la publicación de nuevas pérdidas por parte de algunos bancos de inversión de Estados Unidos—. Este renovado protagonismo de los problemas en el sector financiero en Estados Unidos tuvo como último exponente, a mediados de julio, el apoyo financiero por parte de las autoridades de ese país a Fannie Mae y a Freddie Mac, empresas de titulización hipotecaria respaldadas por el gobierno que atraviesan importantes dificultades financieras. A raíz de esta evolución, a lo largo del trimestre se observó un endurecimiento en el discurso de las autoridades monetarias, un incremento de medio punto aproximadamente de los tipos de interés a diez años hasta mediados de junio en las principales economías —que posteriormente se revirtió parcialmente— y una corrección significativa en las bolsas.

Por su parte, las economías emergentes experimentaron un deterioro del sentimiento de mercado más acusado que en episodios anteriores; entre otras razones, porque se percibe que los riesgos inflacionistas son mayores en este grupo de países. De este modo, esta vez los mercados emergentes se comportaron de manera similar al resto de mercados internacionales: las bolsas registraron pérdidas —en algunos países, por encima de las acaecidas en las economías desarrolladas— y los diferenciales soberanos de todas las regiones se ampliaron. El precio del petróleo prosiguió su tendencia alcista en un entorno de elevada volatilidad, llegando a cotizar, en las primeras semanas de julio, alrededor de los 145 dólares por barril, si bien, en las últimas semanas, ha registrado una notable corrección. El dólar se depreció frente al euro entre inicios de mayo y mediados de julio, hasta casi recuperar el máximo histórico de 1,6 dólares por euro alcanzado a finales de abril. No obstante, no es evidente que haya una relación de causalidad entre la evolución de ambas variables (véase recuadro 1). Por lo que respecta al resto de materias primas, los precios de los alimentos continuaron incrementándose a un ritmo similar al del primer trimestre del año, mientras que los de los metales industriales se redujeron por el incremento de los inventarios de algunos minerales.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre de 2008 confirmó el crecimiento trimestral anualizado del 1%. Aunque el impacto del impulso fiscal hizo que el consumo mostrara cierta mejora hacia el final del trimestre, lo que apunta a un repunte del crecimiento en el segundo trimestre, los restantes indicadores de este período sugieren un debilitamiento subyacente de la actividad. Los índices de confianza del consumidor registraron caídas acusadas, los indicadores del mercado de la vivienda continuaron el profundo ajuste en el sector residencial (las viviendas iniciadas, los permisos de construcción y las ventas de viviendas cayeron en términos interanuales en el segundo trimestre) y la confianza de los

La duplicación del precio del petróleo desde el inicio de las turbulencias financieras (julio de 2007) lo ha situado en su valor máximo histórico en términos nominales y reales, al superar ampliamente los niveles alcanzados a inicios de la década de los ochenta. Este aumento sostenido del precio del crudo, que supone una intensificación de la tendencia al alza observada desde el año 2003, se ha producido incluso en un momento en el que la economía mundial —especialmente, las economías industrializadas— atraviesa una fase de fuerte desaceleración, inducida, precisamente, por las turbulencias financieras. Esta aparente disociación entre la marcha de la economía mundial y la evolución del precio del crudo ha suscitado la búsqueda de posibles factores distintos a los determinantes fundamentales de oferta y demanda para poder explicar la evolución del precio del petróleo.

Una de las hipótesis que se han avanzado es que la debilidad del dólar podría explicar, al menos en gran parte, el incremento reciente del precio del petróleo, que se cotiza en esa moneda en los mercados internacionales. En efecto, desde 2002, y especialmente a partir de inicios de 2007, se ha observado una sostenida depreciación del dólar, coincidente con el incremento del precio del petróleo (véase gráfico 1). La correlación entre los incrementos de ambas variables se sitúa en el nivel máximo de los últimos 10 años (véase gráfico 2), si bien no es demasiado diferente a la observada el año previo al inicio de las turbulencias en los mercados financieros.

El primer canal a través del cual la debilidad del dólar podría reflejarse en un incremento del precio del petróleo es el llamado «efecto numerario»: si el precio efectivo del petróleo se determina en equilibrio por factores fundamentales y se produce una reducción del valor de la divisa norteamericana, entonces el precio del petróleo en dólares debería aumentar en la misma proporción en la que se deprecia el dólar. Sin embargo, el efecto numerario explicaría solamente parte del incremento del precio del petróleo, pues no es coherente con que este haya aumentado también en otras monedas, como, por ejemplo, en euros (gráfico 1).

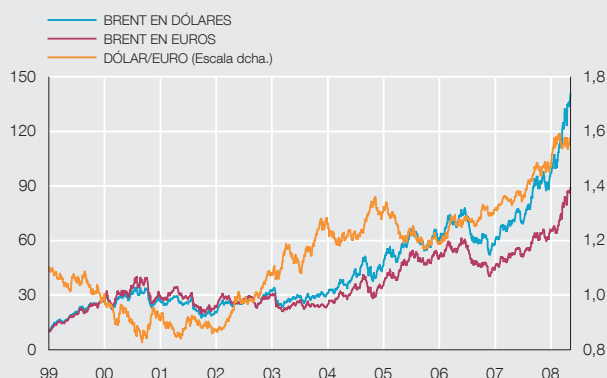
Para justificar el incremento del precio en otras divisas, dos hipótesis alternativas apuntan a efectos adicionales al numerario. En primer lugar, una depreciación del dólar podría disminuir el atractivo de los activos financieros denominados en esa moneda y canalizar flujos de inversión financiera hacia el mercado de petróleo, lo que elevaría su precio. Hay que señalar, sin embargo, que el papel de los flujos financieros en el incremento reciente del precio del petróleo es discutible, ante la falta de evidencia de un aumento de las existencias de crudo.

La segunda hipótesis complementaria al efecto numerario propone que la depreciación del dólar podría generar una relajación en las políticas monetarias de países con tipos de cambio fijos frente a esta moneda, lo que estimularía su demanda agregada y, a su vez, la demanda global de petróleo. Planteada de este modo, esta hipótesis no señalaría una relación de causalidad entre el tipo de cambio del dólar y el precio del petróleo, sino entre los regímenes de fijación cambiaria al dólar y el precio del crudo, pues lo que generaría la expansión de la demanda agregada (y la de petróleo) en esos países es el impulso monetario en Estados Unidos.

En este sentido, parece más probable que el incremento reciente en la correlación entre la depreciación del dólar y el alza en el precio del petróleo esté determinada por un factor común: la evolución de la política monetaria en Estados Unidos. Respecto al dólar, una política monetaria laxa en Estados Unidos tiende a depreciar el tipo de cambio del dólar frente al resto de monedas. Por otra parte, como ya se ha señalado anteriormente, una política monetaria laxa en Estados Unidos se reflejará en un impulso de demanda agregada (y de petróleo) en las economías que mantienen una escasa flexibilidad de su tipo de cambio frente al dólar¹. Resulta interesante comprobar que precisamente las regiones con una mayor proporción de países con

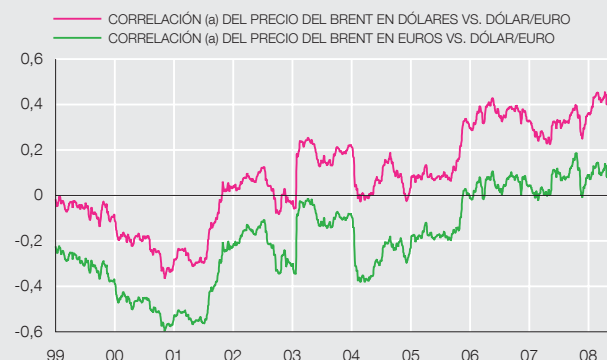
1. Véase también Jeffrey Frankel, *The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices*, NBER Working Paper 12713, 2006. En este trabajo se apuntan razones alternativas por las que una reducción de los tipos de interés puede impulsar el precio de las materias primas. En el análisis empírico se encuentra una relación negativa y significativa entre el precio en términos reales de las

1 PRECIO DEL PETRÓLEO Y TIPO DE CAMBIO DÓLAR/EURO



FUENTE: Datastream.

2 CORRELACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO CON EL TIPO DE CAMBIO DÓLAR/EURO



a. Correlaciones anuales de tasas de crecimiento semanales. Ventana móvil de un año.

tipos de cambio estables frente al dólar (Asia emergente y Oriente Medio) son las que más han impulsado el incremento de la demanda mundial de petróleo en los últimos años.

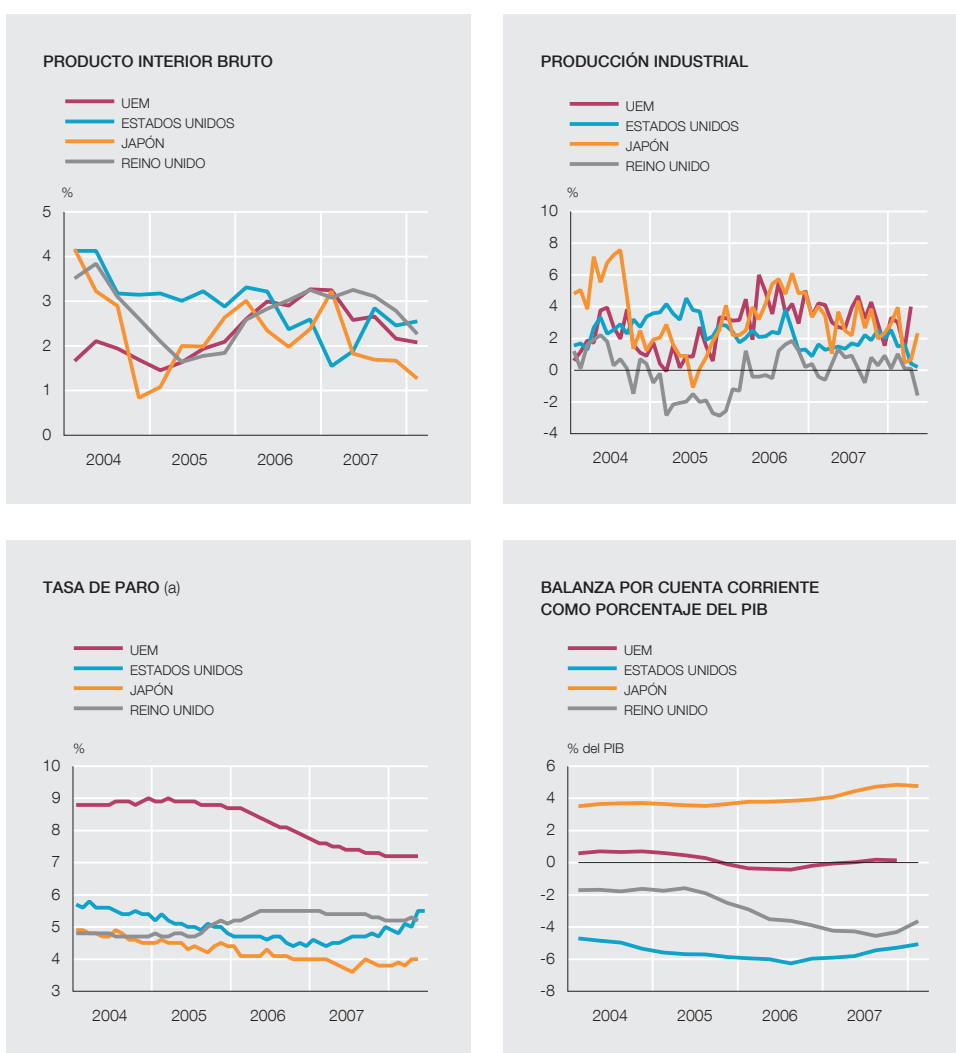
materias primas y los tipos de interés reales para el período comprendido entre 1950 y 2005.

De este modo, la correlación observada entre el tipo de cambio del dólar y el precio del petróleo no debería entenderse como una relación de causalidad, sino, en todo caso, como el reflejo de cambios en una tercera variable —la relajación de la política monetaria en Estados Unidos— con cierta influencia sobre la evolución de ambas.

constructores en julio descendió hasta un nuevo mínimo histórico. Asimismo, aunque el índice ISM de manufacturas superó el umbral de expansión durante el segundo trimestre, la producción industrial descendió y el ISM de servicios se situó en niveles asociados con una contracción de la actividad. El mercado laboral mostró un debilitamiento adicional con un repunte de la tasa de paro hasta el 5,3% y una destrucción neta de 191.000 empleos en el trimestre. Por su parte, la inflación medida por el IPC se incrementó nuevamente en el segundo trimestre, alcanzando el 5% interanual en junio —un punto porcentual por encima de la registrada en marzo— por el alza de los precios de energía y alimentos, al tiempo que la tasa subyacente registró un 2,4% interanual en junio, el mismo registro que en marzo. En este contexto, la Reserva Federal mantiene inalterado el tipo de interés oficial en el 2% desde el mes de mayo.

En Japón, el PIB del primer trimestre de 2008 creció un 4% en tasa trimestral anualizada, por encima del 2,9% del trimestre precedente. Sin embargo, los indicadores más recientes apuntan hacia una ralentización notable de la actividad en el corto plazo. La producción industrial redujo su ritmo de crecimiento interanual en el conjunto de abril y mayo, y los índices de confianza empresarial de la encuesta Tankan tuvieron una evolución negativa, fruto del deterioro de la relación real de intercambio. El sector de la construcción presentó señales mixtas, y la actual atonía de la demanda parece estar actuando de freno a su recuperación. Los indicadores de consumo privado disponibles para el segundo trimestre tuvieron una evolución desfavorable, con caídas en el gasto de las familias y en la confianza de los consumidores, fruto de la pérdida del poder adquisitivo y de la debilidad del mercado laboral. La tasa de paro aumentó ligeramente en abril, y se mantuvo en mayo en el 4%, al tiempo que continuó la desaceleración de los salarios nominales. En el ámbito externo, los datos de la balanza comercial del segundo trimestre mostraron un fuerte recorte del superávit respecto a los registros del año anterior. La inflación continuó en aumento, alcanzando en junio el 2% interanual como consecuencia del alza de los precios de la energía y de los alimentos frescos. Por otro lado, excluyendo esos dos componentes, el índice de precios creció un 0,1% interanual. El Banco de Japón, a lo largo del trimestre, mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5%.

En el Reino Unido, el PIB creció un 1,1% trimestral anualizado en el primer trimestre (2,3% interanual), 1,1 puntos porcentuales menos que en el trimestre previo. No obstante, los indicadores del segundo trimestre denotan un deterioro de la actividad —reflejado en una primera estimación del crecimiento del PIB para el segundo trimestre tres décimas por debajo del crecimiento en el primero (trimestral anualizado)— en un contexto de empeoramiento de la inflación. Por el lado de la oferta, los índices de directivos de compras (PMI) de los sectores de manufacturas y servicios cayeron a niveles asociados con una contracción de la actividad, a la vez que persistió el endurecimiento de las condiciones de crédito para hogares y empresas. Los precios de la vivienda registraron caídas interanuales por primera vez desde 1996 (3,9% en el segundo trimestre), mientras que la inflación se situó en el 3,8% interanual en ju-

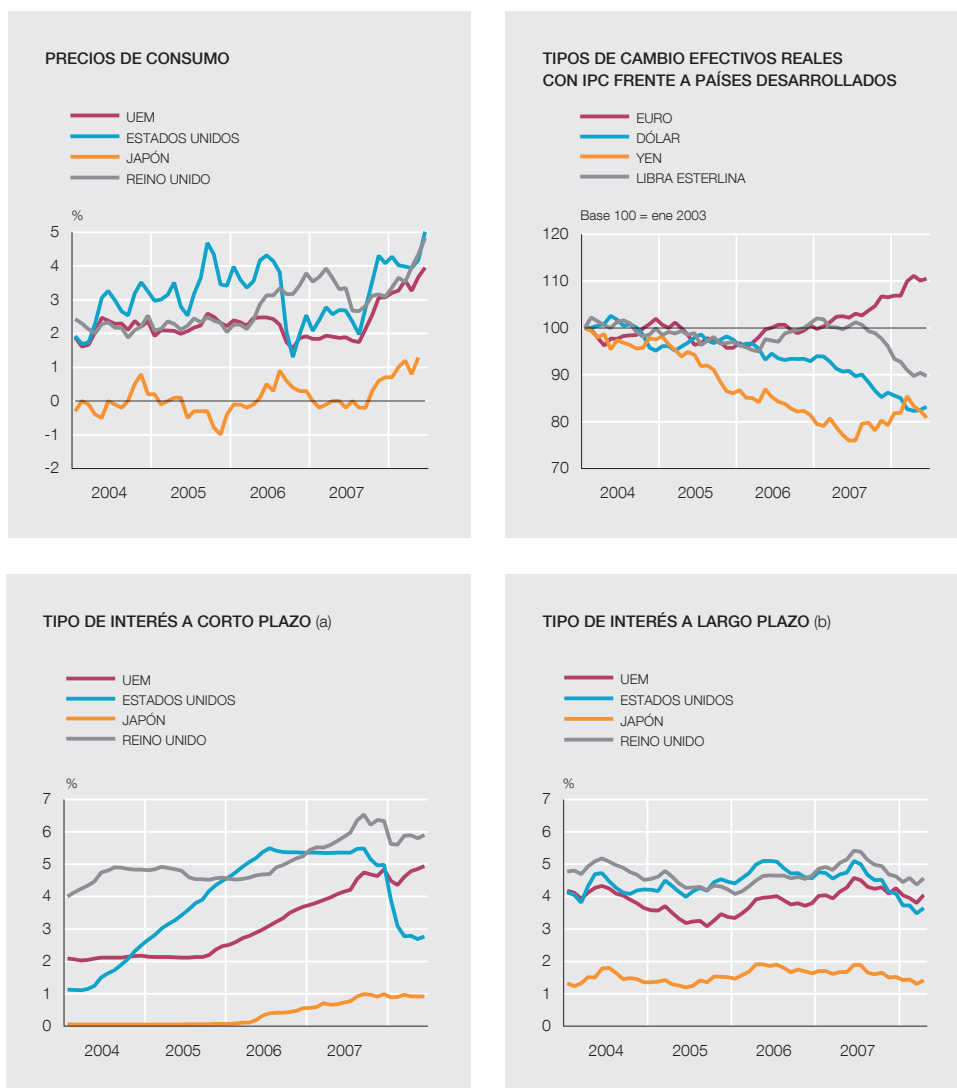


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

nio, 1,3 pp más que en marzo. A pesar de que el Banco de Inglaterra prevé que la inflación alcance valores en el entorno del 4% a final de año (2 pp por encima de su objetivo), decidió mantener el tipo de interés oficial en el 5% a lo largo del trimestre. Cabe recordar, dentro de las medidas financieras, la creación por parte del Banco de Inglaterra a finales de abril de la *Special Liquidity Scheme*, un programa de intercambio de activos en poder de los bancos por bonos del Tesoro, con el objetivo de paliar los problemas de liquidez en los mercados financieros.

En el primer trimestre del año, el PIB de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM se desaceleró seis décimas, hasta el 5,8% interanual. Destacó una fuerte expansión —mayor que la esperada— en Bulgaria y Rumanía, mientras que la actividad sufrió un fuerte ajuste en los países bálticos, debido a la ralentización de la demanda interna, en un contexto de desaceleración del crédito. Los indicadores de producción industrial y de ventas al por menor del segundo trimestre ofrecieron señales de cierta debilidad en la demanda de consumo y de un menor dinamismo en la actividad. La inflación repuntó a lo largo del trimestre y en junio alcanzó el 6,9% para el conjunto de la región, con tasas superio-

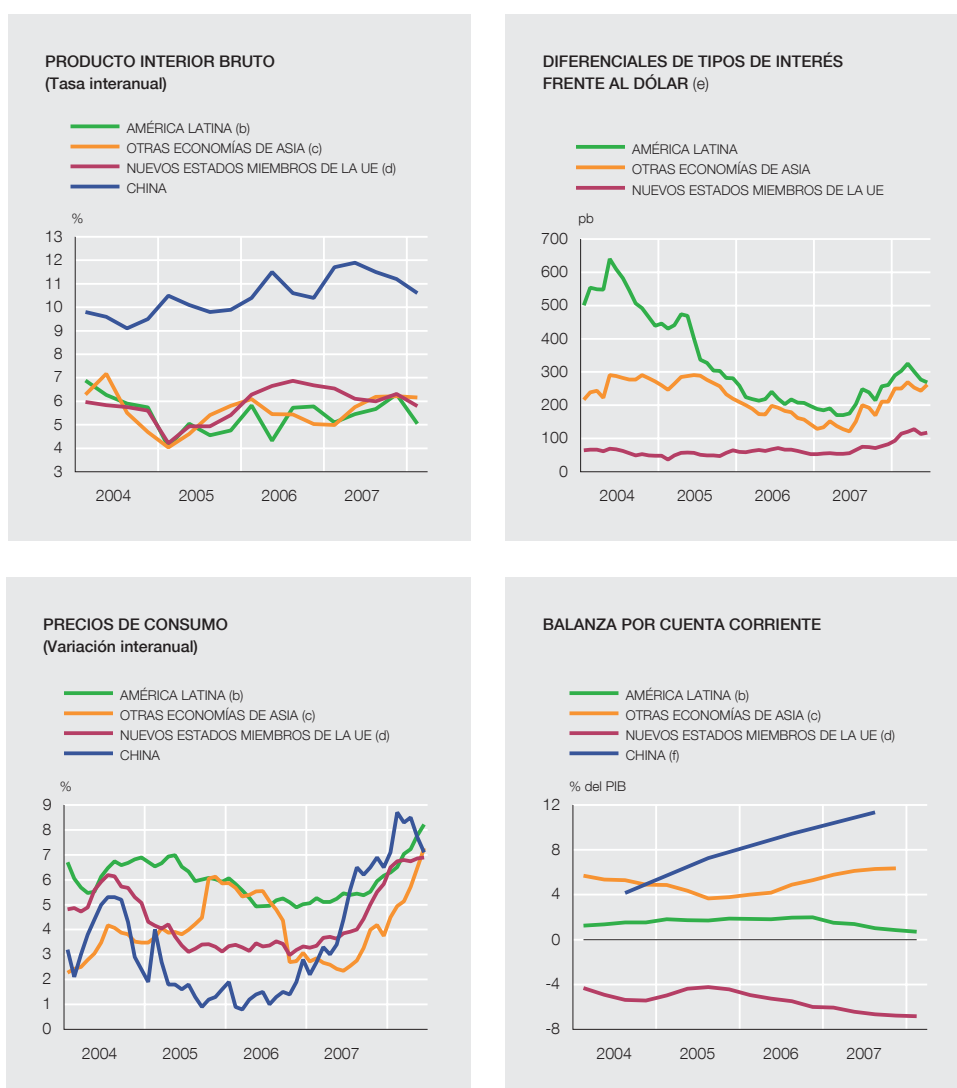


FUENTE: Banco de España.

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

res al 11% en los países bálticos y en Bulgaria. Las mayores presiones inflacionistas impulsaron el endurecimiento del tono de la política monetaria en Polonia, Hungría y Rumanía. En el ámbito institucional, el 8 de julio el ECOFIN aprobó formalmente la adopción del euro por parte de Eslovaquia, el 1 de enero de 2009, con un tipo de conversión igual a su paridad central actual frente al euro.

En China, el PIB creció un 10,1% en el segundo trimestre de 2008, tras el 10,6% del primer trimestre. Los indicadores de frecuencia mensual continuaron dando signos de resistencia, especialmente por lo que respecta a las ventas al por menor, si bien la producción industrial mantuvo cierta moderación con respecto a su evolución en 2007. En el ámbito externo, el superávit comercial se redujo en el segundo trimestre un 11,8% con respecto al año anterior, a pesar de lo cual las reservas internacionales continuaron creciendo fuertemente —desde los 127 mm de dólares en el segundo trimestre hasta los 1,81 billones en junio—. La inflación se moderó a lo largo del trimestre —si bien mantuvo niveles elevados respecto a 2007—, al alcanzar el 7,1% interanual en junio, 1,2 pp menos que en marzo. En este contexto, las autoridades elevaron el coeficiente de reservas bancarias en dos ocasiones a lo largo del trimestre,



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.

del 16% al 17,5%. En el resto de Asia, la mayor parte de las economías registró en el primer trimestre de 2008 un crecimiento similar o superior al del trimestre anterior, si bien los datos disponibles apuntan a una reducción del crecimiento interanual de la producción industrial en el segundo trimestre. La inflación aumentó en todos los países de la región; en algunos de ellos, como India o Malasia, de modo notable, en un contexto de reajustes al alza de los precios energéticos. En este contexto, varios países incrementaron sus tipos de interés oficiales a lo largo del trimestre, en especial India e Indonesia —un total de 75 pb cada uno—.

En el primer trimestre de 2008, el crecimiento del PIB en América Latina se desaceleró hasta el 5% interanual, desde el 6,3% del trimestre precedente, por la evolución de la demanda interna. La desaceleración fue particularmente acusada en México, Chile, Venezuela y Colom-

bia, mientras que el crecimiento se mantuvo relativamente robusto en Argentina, Brasil y Perú. Parte de la desaceleración puede atribuirse a efectos estacionales, si bien los indicadores de actividad apuntarían a una continuada moderación del crecimiento en el segundo trimestre. El incremento en el precio de los alimentos y las presiones de demanda interna impulsaron de manera generalizada la inflación a lo largo del trimestre, hasta situarse en el 8,2% en junio. De este modo, con la única excepción de Brasil, esta se sitúa por encima de los objetivos explícitos de inflación en aquellos países donde los bancos centrales han implementado ese tipo de régimen monetario. En este contexto, todos los bancos centrales continuaron endureciendo sus políticas monetarias. A lo largo del trimestre se registraron movimientos depreciatorios del tipo de cambio en Chile, Perú y Colombia, que suponen un notable contrapunto a las tendencias apreciadoras previas. Por último, cabe destacar que diversas agencias mejoraron la calificación crediticia de la deuda soberana en Uruguay, Colombia, Brasil y Perú —en estos dos últimos, hasta el grado de inversión—.

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

Los datos más recientes sobre la evolución económica del área del euro sugieren una notable reducción del ritmo de avance del PIB en el segundo trimestre de 2008. La desaceleración de la actividad vendría, en parte, a compensar algunos factores que impulsaron anormalmente el crecimiento en el primer trimestre, pero, más allá de la volatilidad de las cifras trimestrales, refleja la acción combinada de los elementos desfavorables que se han ido acumulando en el último año. Entre ellos, destacan el aumento del precio del petróleo y de las materias primas alimenticias, la progresiva pérdida de dinamismo del crecimiento mundial, la apreciación del tipo de cambio del euro, el deterioro de la confianza de consumidores y empresas, y unas condiciones financieras que han ido haciéndose más restrictivas como resultado de la prolongación del período de inestabilidad financiera que comenzó en agosto del año pasado y que ha introducido una gran incertidumbre sobre las perspectivas económicas globales. A medio plazo, es previsible que el ritmo de expansión del PIB de la UEM continúe desacelerándose, hasta terminar el año en tasas claramente inferiores al potencial, con el consiguiente efecto de arrastre negativo sobre el crecimiento de 2009. Este escenario central es el que está reflejando la mayor parte de previsiones recientes.

La inflación de la UEM ha prolongado la tendencia alcista que comenzó en otoño de 2007, como consecuencia de la creciente contribución del componente energético, dada la escalada del precio del petróleo, mientras que el componente alimenticio mantiene una elevada aportación. El agregado de precios que excluye ambos grupos de bienes evoluciona de manera bastante estable, como resultado de las fuerzas contrapuestas que ejercen, por un lado, los efectos indirectos del aumento del precio del petróleo sobre otras partidas —principalmente, algunos servicios— y, por otro, el deterioro de las perspectivas de crecimiento. Los costes laborales se aceleraron en el primer trimestre del año, si bien su repercusión sobre la formación de precios de la economía está siendo parcialmente contrarrestada por la evolución estable de los márgenes. En este contexto, es previsible que la inflación vaya cediendo a medida que el precio del petróleo modere su tasa de crecimiento, tal como recogen los mercados de futuros, aunque se mantendrá todavía durante muchos meses por encima del 2%. Los riesgos sobre este escenario son, sin embargo, al alza, tanto por una eventual subida del petróleo por encima —nuevamente— de las previsiones existentes como por la posibilidad de que los mecanismos de fijación de precios y salarios den lugar a la aparición generalizada de efectos de segunda ronda si las expectativas de inflación se deterioraran adicionalmente.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de principios de julio, subir 25 pb el tipo de intervención, con el fin de prevenir la emergencia de efectos generalizados de segunda ronda y contrarrestar los riesgos crecientes al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo. En el ámbito fiscal, de acuerdo con las previsiones de primavera de la Comisión Europea, en 2008 se interrumpirá el proceso de continua mejora de las cuentas públicas observado en los últimos cuatro años en el área del euro, dado que la desaceleración económica y la puesta en marcha de diversas medidas discrecionales (que supondrán una reducción de los ingresos) originarán un aumento estimado del déficit fiscal de la UEM de cuatro décimas, hasta el 1%. Además, la elevada incertidumbre que rodea a las perspectivas económicas puede conllevar dificultades en el caso de aquellos países que cuentan con un reducido margen de maniobra para que su déficit presupuestario no supere el límite del 3% del PIB.

	2006		2007			2008		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR (a)	III TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	3,3	3,2	2,6	2,7	2,2	2,1		
Crecimiento intertrimestral	0,8	0,8	0,3	0,6	0,4	0,7		
IPI (c)	4,1	3,9	2,8	4,0	2,9	2,5	1,7	
Sentimiento económico	109,3	109,4	111,0	108,7	104,3	100,5	96,5	
Confianza industrial	5,7	5,3	6,3	4,3	2,3	0,3	-3,0	
PMI manufacturas	56,7	55,5	55,3	54,2	52,3	52,4	50,2	
Confianza servicios	19,7	20,7	22,0	20,0	15,0	10,7	8,0	
PMI servicios	57,1	57,6	57,5	56,9	54,4	51,5	50,6	
Tasa de paro	7,9	7,6	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	
Confianza consumidores	-7,0	-5,7	-2,7	-4,0	-7,7	-12,0	-14,7	
IAPC (crecimiento interanual) (d)	1,9	1,9	1,9	2,1	3,1	3,6	4,0	
IPRI (crecimiento interanual) (d)	4,1	2,8	2,3	2,7	4,4	5,8	7,1	
Precio del petróleo en dólares (d)	62,8	62,3	71,8	78,2	91,2	104,3	132,0	137,1
Préstamos al sector privado (crecimiento interanual) (d)	10,8	10,5	10,8	11,0	11,2	10,8	10,4	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,9	4,1	4,4	4,5	4,3	4,1	4,5	4,7
Diferencial bonos a diez años EEUU – UEM	0,82	0,67	0,47	0,32	-0,03	-0,46	-0,60	-0,79
Tipo de cambio dólar/euro (d)	1,317	1,332	1,351	1,418	1,472	1,581	1,576	1,586
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (d)	4,5	0,9	1,5	3,7	6,3	3,6	3,4	3,4
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (d)	15,1	1,5	9,0	6,4	6,8	-17,5	-23,8	-24,2

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 21 de julio de 2008.

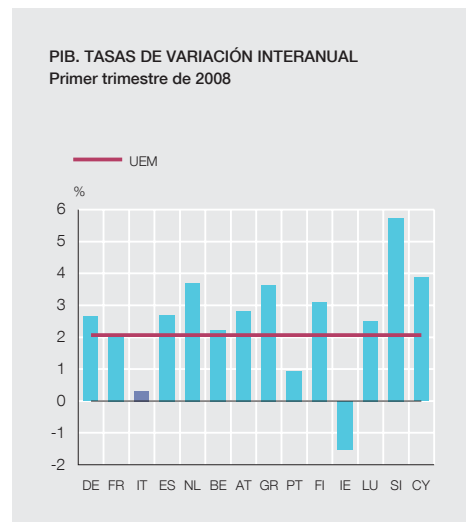
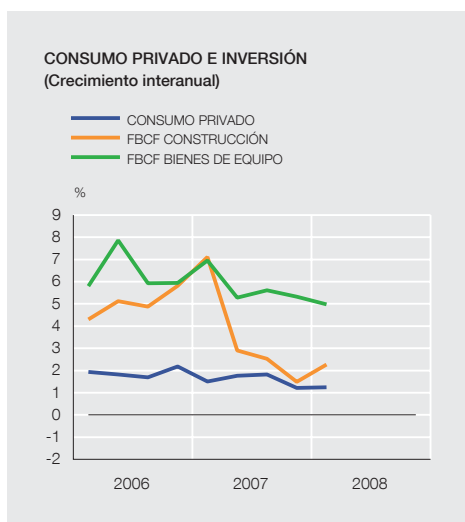
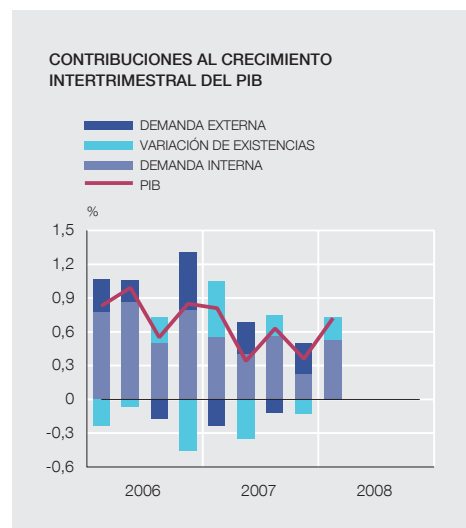
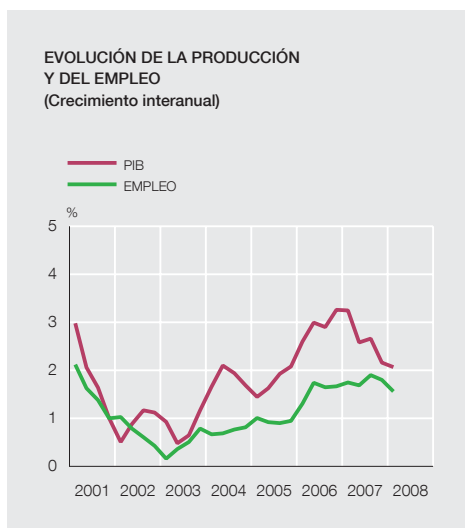
c. Crecimiento interanual de la serie ajustada de días laborables.

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

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, en el primer trimestre del año el PIB del área del euro se mostró más dinámico de lo esperado, al registrar un crecimiento del 0,7%, tres décimas superior al del trimestre precedente (véase gráfico 8). Esta aceleración obedeció, por un lado, a la favorable evolución de la demanda interna (excluidas existencias), cuya aportación al crecimiento del producto se incrementó tres décimas, hasta los 0,5 pp, y por otro, a la acumulación de existencias, que contribuyeron con 0,2 pp a la expansión del PIB (tras haber restado una décima en el trimestre anterior). No obstante, la aceleración de la demanda interna vino dada, en gran medida, por la influencia de factores de carácter extraordinario, como fueron las buenas condiciones climatológicas, que impulsaron la inversión en construcción, y algunas medidas fiscales, que favorecieron que la inversión en equipo también mantuviera un ritmo de crecimiento elevado (particularmente, en Alemania). El consumo privado, en cambio, siguió dando muestras de atonía, aunque se aceleró. Por su parte, el sector exterior redujo en tres décimas su contribución al crecimiento, ya que la recuperación de las importaciones fue más intensa que la de las exportaciones. En términos interanuales, el PIB del área del euro se incrementó a una tasa del 2,1% en el primer trimestre, una décima inferior a la del último trimestre de 2007. El desglose del valor añadido por ramas de actividad muestra, en los primeros meses de 2008, un aumento generalizado del crecimiento intertrimestral, aunque especialmente intenso en el caso de la construcción.

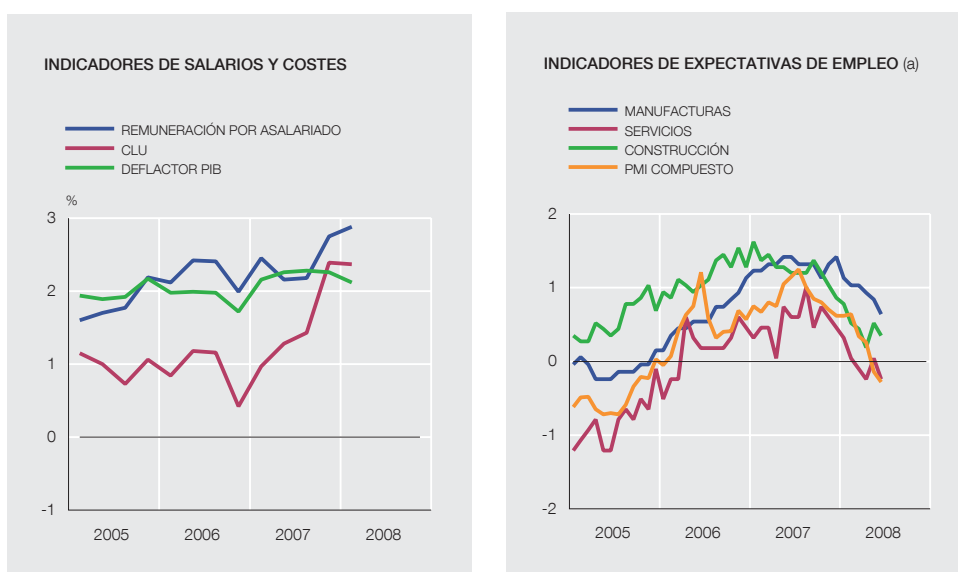
El mayor dinamismo de la actividad del área fue el resultado, en gran medida, de la fuerte aceleración de la economía alemana, que registró un crecimiento intertrimestral del 1,5%, 1,2 pp superior al del trimestre anterior. Sin embargo, se observaron importantes diferencias en lo que respecta a la evolución por países. En el caso de Alemania, la recuperación fue extensiva



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a todos los componentes —aunque destacaron especialmente el buen comportamiento de la inversión y la importante aportación positiva de la variación de existencias—. También en Italia la recuperación fue significativa, ya que, tras caer un 0,4% en el último trimestre de 2007, el PIB se incrementó un 0,5%, impulsado, fundamentalmente, por la contribución positiva de la demanda exterior neta. Por otra parte, en Francia el ritmo de expansión del producto aumentó ligeramente (en una décima, hasta el 0,5%), gracias a que la acumulación de existencias —que en el trimestre previo habían detraído 0,6 pp al crecimiento— permitió compensar la desaceleración experimentada por los restantes componentes de la demanda interna y por las exportaciones netas. Por el contrario, en España y en Holanda la pérdida de vigor de la economía fue notable, al reducirse el crecimiento en 0,5 pp y 1,1 pp, respectivamente, hasta un 0,3% y un 0,4%.

En el primer trimestre de 2008, el empleo registró un crecimiento intertrimestral del 0,3%, el mismo que en la última parte de 2007. En términos interanuales, sin embargo, prolongó su perfil de desaceleración, al reducir en 0,3 pp su ritmo de avance, hasta el 1,5%. Esta evolución, unida al mantenimiento del dinamismo de la actividad del área en estos primeros meses del año, dio lugar a un ligero incremento de la tasa de expansión de la productividad del trabajo, hasta el 0,5%. La aceleración de la productividad contrarrestó, en parte, el aumento del



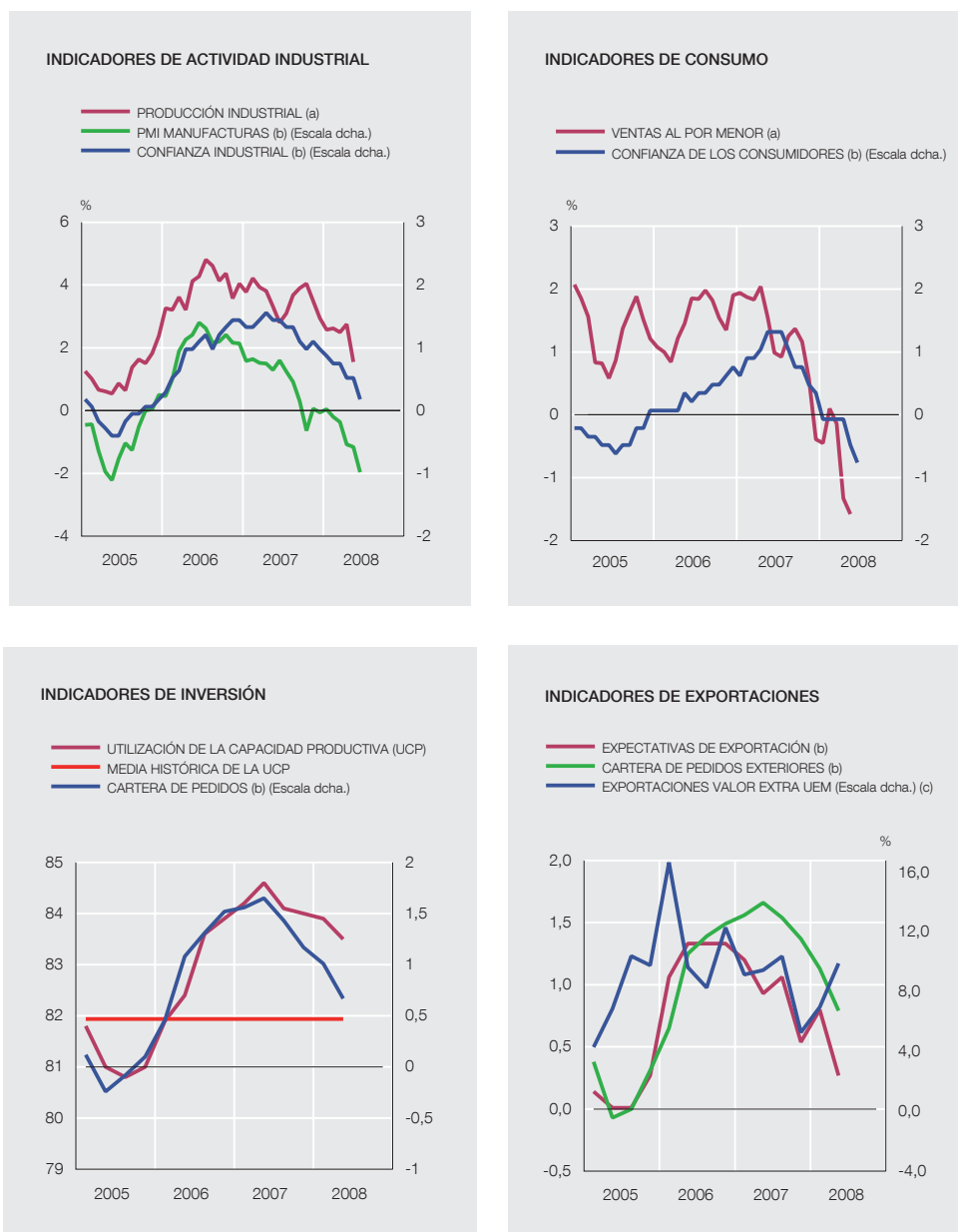
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado, hasta el 2,9% (frente al 2,7% del último trimestre de 2007), de manera que los costes laborales unitarios mantuvieron estable su tasa de avance en el 2,4% (véase gráfico 9). Además, el comportamiento de los márgenes permitió amortiguar el aumento de los costes laborales, al registrar, por segundo trimestre consecutivo, un crecimiento casi nulo.

Para el segundo trimestre del año, la información coyuntural disponible refleja una significativa ralentización del ritmo de expansión de la actividad del área, lo que, en parte, obedece al efecto compensador de algunos factores excepcionales que impulsaron la actividad del primer trimestre por encima de lo esperado, pero que también evidencia la pérdida de dinamismo de la economía (véase gráfico 10). Así, en la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial registró una fuerte caída en mayo, que situó la media de abril-mayo por debajo de la del trimestre anterior y llevó la tasa de variación interanual hasta valores negativos (-0,6%), por primera vez en los últimos tres años. Asimismo, los indicadores cualitativos se deterioraron significativamente en el conjunto del trimestre. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza disminuyó tanto en el sector manufacturero como en los servicios y en la construcción en el segundo trimestre del año. Una evolución similar mostraron los índices elaborados a partir de las encuestas a los directores de compras (PMI), que, además, en el mes de junio se situaron por debajo de los 50 puntos, lo que apuntaría a una contracción de la actividad en ambos sectores al final del trimestre. Por otro lado, los indicadores de expectativas de creación de empleo prolongaron su desaceleración, mientras que la tasa de paro permaneció estable, en el 7,2%.

Desde la óptica de la demanda, los indicadores disponibles también dibujan un escenario de clara desaceleración, especialmente los referidos al consumo, que pueden estar reflejando el impacto negativo de los fuertes aumentos de precios. En concreto, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles, aunque mostraron cierta volatilidad, disminuyeron en el segundo trimestre (con datos hasta mayo en el caso de las ventas). Por otra parte, la confianza del sector



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

minorista y la de los consumidores retrocedieron en el conjunto del segundo trimestre, destacando, dentro de esta última, el fuerte deterioro que experimentó la disposición para la compra de bienes de consumo duradero, en un contexto de continuo endurecimiento de las condiciones de financiación y de elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Con respecto a la inversión, tanto la valoración de la cartera de pedidos como el grado de utilización de la capacidad productiva prolongaron su tendencia descendente. No obstante, este último todavía se sitúa en niveles superiores a su media de largo plazo, lo que podría explicar que, de acuerdo con la encuesta semestral sobre inversión industrial, elaborada por la Comisión Europea, las empresas mantengan el gasto en capital previsto para 2008 en niveles similares a los de los dos últimos años. Por último, en relación con la demanda exterior,

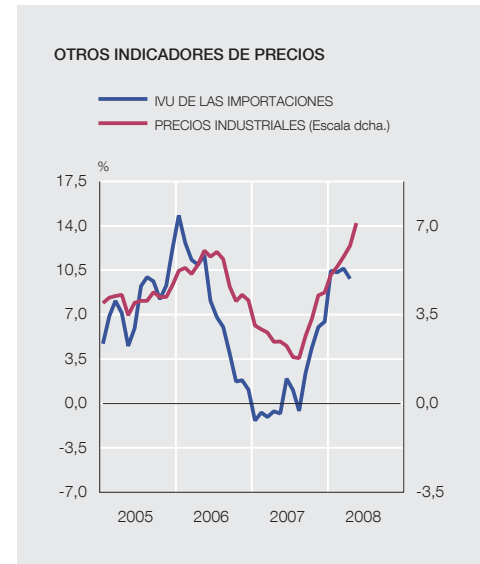
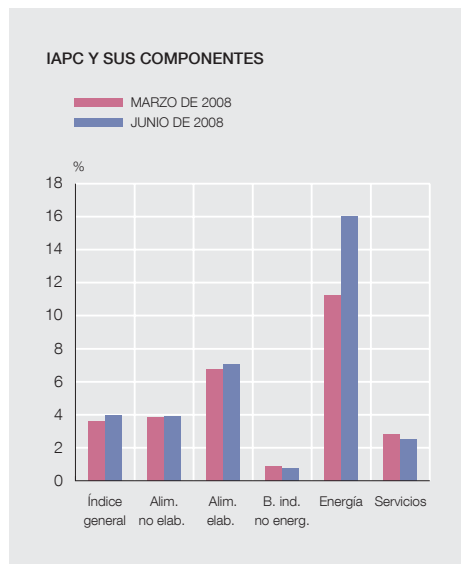
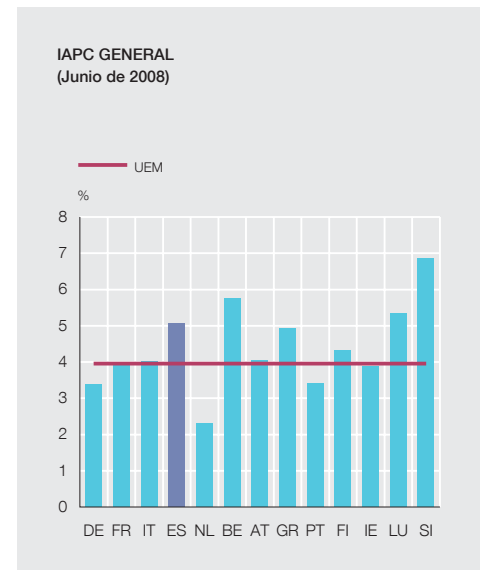
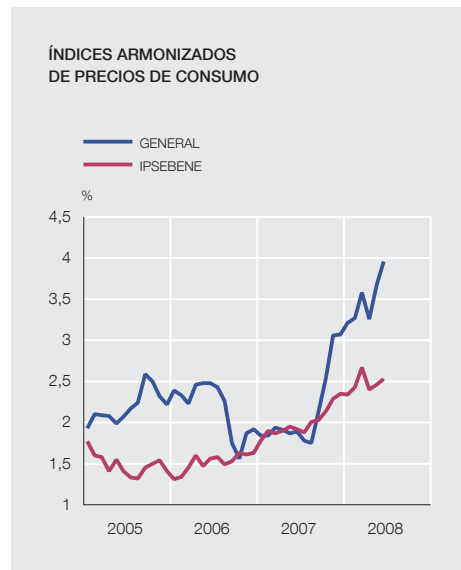
a pesar del buen comportamiento de las exportaciones nominales en abril, su posterior caída en mayo, así como la evolución desfavorable de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores, anticipan una moderación de las ventas al resto del mundo en el segundo trimestre del año.

En definitiva, la información coyuntural disponible refleja el efecto conjunto sobre la evolución reciente de la actividad del área del euro y, especialmente, sobre sus perspectivas de diversas perturbaciones negativas, como son la escalada del precio del petróleo, la desaceleración de la economía mundial, el deterioro de la riqueza —financiera y no financiera— y el endurecimiento de las condiciones de financiación, así como el impacto sobre la confianza de los agentes de las perturbaciones inflacionistas y las tensiones financieras. Por tanto, es previsible que el PIB de la UEM continúe registrando un ritmo de avance moderado en la segunda mitad de 2008, si bien la incertidumbre es muy elevada y existen muchas dudas sobre la profundidad y duración de esta desaceleración. A medio plazo, además, este escenario está sujeto a riesgos a la baja, entre los que destaca un posible encarecimiento adicional de la energía, así como la posibilidad de que las turbulencias financieras tengan un impacto sobre la economía real mayor de lo actualmente previsto, sobre todo si sus efectos se extienden a las economías emergentes.

La inflación del área del euro ha seguido mostrando una tendencia creciente en los últimos meses, debido, fundamentalmente, a la evolución de los precios de la energía (véase gráfico 11). Así, el crecimiento interanual del IAPC de la UEM alcanzó en el mes de junio un 4%, una tasa que viene explicada por el componente energético en más de una tercera parte (con un crecimiento interanual del 16%), si bien la contribución del componente de alimentos elaborados también permanece en niveles muy elevados. Además, los alimentos no elaborados registraron una ligera aceleración de sus precios. Por otra parte, los precios de los servicios, tras el repunte que experimentaron en marzo —debido al impacto de la Semana Santa, que en el año anterior cayó en abril—, recuperaron el nivel promedio de 2007 (2,5%), mientras que el componente de bienes industriales no energéticos mantiene un crecimiento muy moderado. Como resultado, la inflación subyacente —medida por la tasa de variación interanual del IPSEBENE— se situó, en junio, en el 2,5%, dos décimas menos que en marzo.

Asimismo, los precios industriales (IPRI) han intensificado su perfil de aceleración en los últimos meses, hasta alcanzar en mayo un crecimiento interanual del 7,1%, casi 3 pp por encima de la tasa que se registraba a finales de 2007. Nuevamente, la escalada de los precios energéticos es la principal responsable de esta fuerte aceleración del IPRI, si bien el ritmo de avance de los precios de los bienes de capital también viene mostrando una tendencia alcista desde principios de año.

En el corto y medio plazo, y sobre la base de la evolución de los precios de los futuros de las materias primas, es previsible que la inflación se sitúe en niveles superiores al 2% durante un período de tiempo más prolongado que el anticipado hace unos meses, en línea con las previsiones más recientes y con los indicadores de expectativas de inflación de corto plazo. Solo a medida que el precio del petróleo modere su tasa de crecimiento, tal como recogen actualmente los mercados de futuros, la inflación puede comenzar a descender gradualmente. No obstante, los riesgos alcistas a estas perspectivas son elevados, tanto por la posibilidad de que se produzcan subidas adicionales de los precios del petróleo y los alimentos como por la eventualidad de que los mecanismos de fijación de precios y salarios propicien la aparición de efectos de segunda ronda si las expectativas de inflación se deterioraran adicionalmente. Esto riesgos tan solo se ven parcialmente mitigados por la menor presión de la demanda, en un contexto de desaceleración económica.



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Según la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y abril de 2008, un déficit de 25 mm de euros (un 0,8% del PIB), que contrasta con el superávit de 1,5 mm de euros registrado en idéntico período del año anterior. A excepción de la balanza de servicios, cuyo superávit se incrementó ligeramente, las restantes balanzas contribuyeron a este fuerte deterioro de la balanza de pagos del área en los primeros meses del año. En particular, el saldo positivo de la balanza de bienes se redujo significativamente — como consecuencia del deterioro de la relación real de intercambio — y la balanza de renta registró un déficit frente al superávit que mostraba un año antes. Por su parte, la balanza de transferencias corrientes aumentó su saldo negativo. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, entre enero y abril se produjo una fuerte salida neta de capitales en forma de inversiones directas, por un importe de 90,5 mm de euros, muy superior al observado en el mismo período del pasado año. Además, las entradas netas de capital en concepto de inversiones de cartera fueron de 69,1 mm de euros, menos de la mitad que un año antes. De esta forma, en estos cuatro primeros meses del año la balanza básica — que suma a la balan-

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

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. 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.
 c. Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2008.

za por cuenta corriente estos dos tipos de inversiones— mostró un saldo negativo de 46,4 mm de euros, lo que representa una brusca caída con respecto al superávit de 132,6 mm de euros que acumulaba en abril de 2007 (véase gráfico 14).

Según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, el déficit presupuestario del conjunto del área del euro se redujo en 2007, por cuarto año consecutivo, hasta situarse en el 0,6% del PIB (véase cuadro 2). Por su parte, el déficit estructural —esto es, el saldo presupuestario neto de factores cíclicos y medidas temporales— disminuyó en cinco décimas en 2007, alcanzando el 0,7% del PIB. Sin embargo, parte de la mejora estructural se debe a los fuertes ingresos extraordinarios recaudados durante los últimos años —los cuales, pese a ser, en cierta medida, de carácter temporal, forman parte del saldo estructural—, que se prevé que disminuyan significativamente durante 2008. Estos ingresos no previstos han sido utilizados, en buena medida, por los gobiernos para financiar el gasto público, en vez de para mejorar su posición fiscal, lo que repercute en la existencia de un menor margen de maniobra para enfrentarse a la etapa de desaceleración actual.

Para el año 2008, la Comisión estima un deterioro del saldo presupuestario de la UEM de 0,4 pp, hasta situarse en el -1% del PIB. Este empeoramiento vendría motivado, principalmente, por el menor crecimiento de la economía del área, pero también por una reducción de las elasticidades impositivas desde los niveles excepcionalmente elevados que venían mostrando, así como por ciertas medidas discrecionales que supondrán una reducción de los in-

Desde mediados de 2007, los repuntes de los precios de las materias primas energéticas y agrícolas han provocado incrementos notables en la inflación. En particular, como se indica en el texto principal, el IAPC creció en junio el 4% interanual y el IPSEBENE —que excluye energía y alimentos no elaborados— registró un 2,5% de variación. El IAPC es el indicador de inflación más relevante en la zona del euro, dada su condición de variable objetivo de la política monetaria del Eurosistema. Mide la evolución de una cesta representativa de precios finales de consumo y se publica mensualmente. No obstante, una valoración global de la situación inflacionista requiere profundizar en el proceso de formación de precios y costes en el proceso productivo, cuya principal fuente de información procede de las cuentas nacionales, tiene periodicidad trimestral y se publica con bastante retraso con respecto al período de referencia. Por ello, los indicadores sobre la evolución de los precios procedentes de las encuestas de opinión publicados mensualmente aportan información útil para paliar, aunque solo parcialmente, esta carencia.

Dentro de las encuestas mensuales —principalmente, las armonizadas de la Comisión Europea y las que realiza Reuters a los gestores de compras¹, conocidas como PMI— hay varias preguntas sobre

distintas variables relevantes de precios. Algunos de estos indicadores cualitativos hacen referencia a precios de *inputs* y de ventas, y proporcionan información útil sobre la evolución coyuntural de los precios, costes y márgenes.

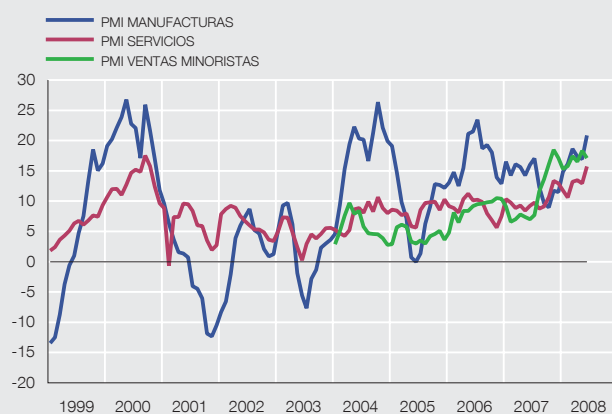
Los sondeos de Reuters preguntan sobre los precios de los *inputs* de los sectores de manufacturas, servicios y ventas minoristas². Existen diferencias apreciables entre la definición de estas adquisiciones entre los distintos sectores. Así, por ejemplo, en la encuesta de manufacturas no se incluyen los salarios, mientras que en la de servicios sí. Por su parte, la pregunta formulada a los minoristas se refiere exclusivamente a las compras de bienes destinados a la reventa. En los cuestionarios se pide a los empresarios que comparen el precio medio de sus adquisiciones con la situación hace un mes. Como se observa en el gráfico 1, los tres sectores considerados registraron un incremento de los precios de sus *inputs* desde mediados del año pasado, si bien, en el caso del comercio al por menor, el aumento es más significativo.

Las encuestas de Reuters también recolectan información sobre la evolución de los precios de venta en comparación con la situación en

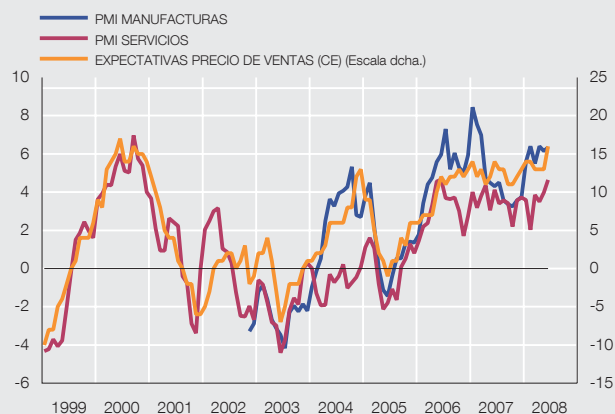
1. Véase European Commission (2003), «The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys. User Guide», y la página web de NTC Economics (<http://www.ntceconomics.com/default.aspx>).

2. El PMI Servicios abarca los sectores de transporte y comunicación, intermediación financiera, servicios de empresa, servicios personales, informática y telecomunicaciones, y hoteles y restaurantes.

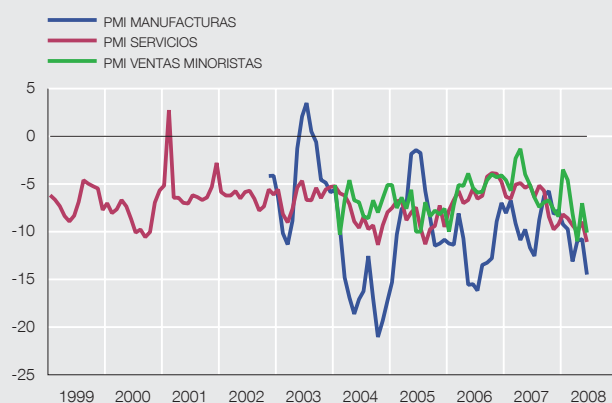
1 INDICADORES DE PRECIOS DE INPUTS



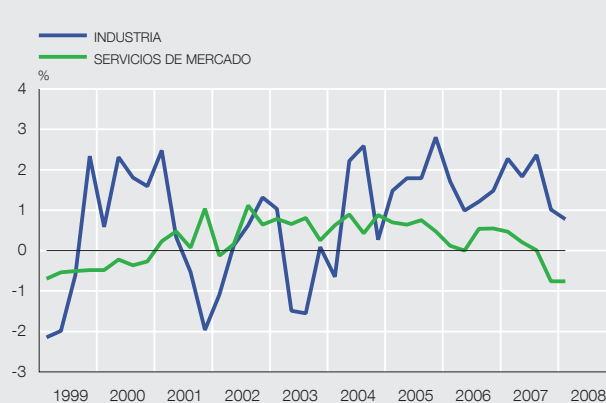
2 INDICADORES DE PRECIOS DE PRODUCCIÓN



3 INDICADORES DE MÁRGENES



4 INDICADORES TRIMESTRALES DE MÁRGENES



FUENTES: Comisión Europea, Reuters y Bloomberg.

a. Los indicadores PMI son índices de difusión minorados en 50 puntos.

el mes precedente en los sectores manufacturero y servicios. Adicionalmente, en la encuesta armonizada de la Comisión Europea a los empresarios industriales se recaba su opinión sobre la evolución esperada en los próximos tres meses de sus precios de venta (véase gráfico 2). Todos estos indicadores han reflejado aumentos en meses recientes. No obstante, las variables referidas a la industria y a las manufacturas han experimentado repuntes notables desde mediados del año pasado, en línea con la evolución del índice de precios industriales no energéticos, mientras que en los servicios lo han hecho en menor medida y con mayor retraso.

Las variables de precios de ventas y de *inputs* de las encuestas de Reuters para los sectores de manufacturas y servicios permiten obtener por diferencia indicadores que aproximan sus márgenes. Además, la encuesta de Reuters facilita una medida directa de la evolu-

ción de los márgenes en el sector minorista. Como se observa en el gráfico 3, estos indicadores han registrado en los tres sectores cierta tendencia descendente desde los últimos meses de 2007 hasta junio, último dato disponible. Esta evolución es coherente con la información cuantitativa procedente del cuadro de costes de la UEM del primer trimestre del año (véase gráfico 4).

En resumen, del examen de estos indicadores se desprende que tanto los precios de las ventas como de los *inputs* han experimentado repuntes significativos en los últimos meses. Por su parte, la comparación entre estos precios en el sector industrial y servicios y la evolución del indicador de márgenes en el sector minorista sugieren que la traslación del aumento de los costes soportados por las empresas a los precios cargados a sus clientes no ha sido completa, lo que es un indicio de contención de sus márgenes.

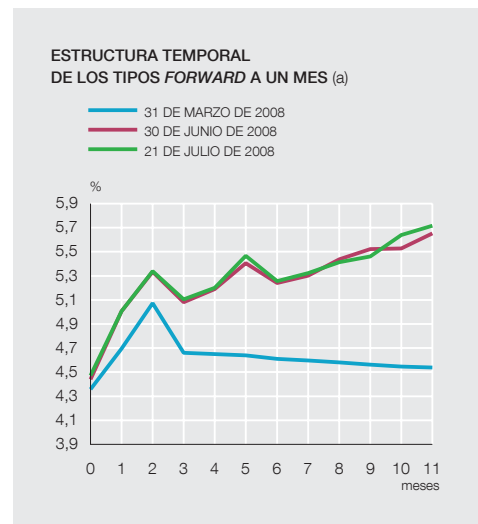
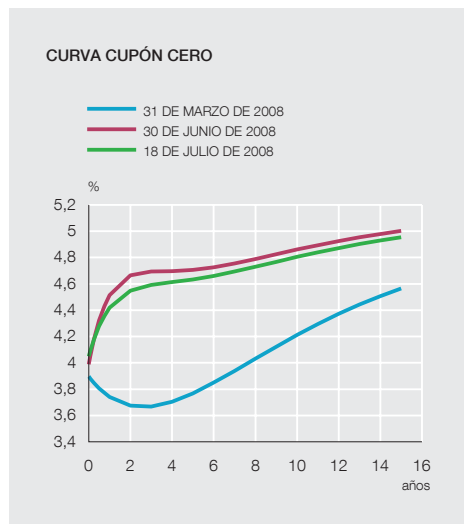
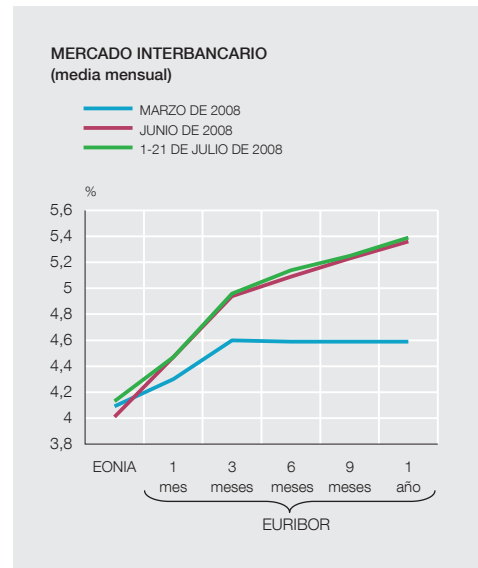
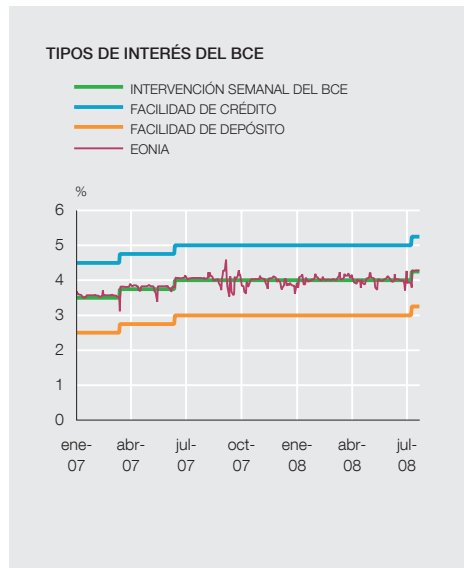
gros impositivos en porcentaje del PIB (de unas cuatro décimas), muy superior al recorte marginal del gasto público.

Por países, se espera que en 2008 haya un deterioro de la posición fiscal en la mayoría de los integrantes de la UEM, salvo en Holanda, Grecia, Malta y Portugal. Pese a ello, ningún país sobrepasará en 2008 el valor máximo del 3%, de acuerdo con las previsiones actuales. En este sentido, el pasado 3 de junio el Consejo Ecofin cerró los procedimientos de déficit excesivo que permanecían abiertos contra Italia y Portugal, tras reducir en 2007 su déficit público por debajo de ese valor. No obstante, varios países (en particular, Francia, Grecia, Italia y Portugal) mantienen su déficit en valores superiores al 2%, lo que, en un contexto de elevada incertidumbre sobre la evolución futura de la actividad, hace que mantengan un margen limitado frente al valor máximo de referencia.

3.2 Evolución monetaria y financiera

A lo largo del segundo trimestre, la evolución financiera estuvo condicionada por la mayor preocupación por los riesgos inflacionistas a nivel global y la emergencia de nuevos brotes de inestabilidad financiera tras una cierta relajación de las tensiones en abril y mayo.

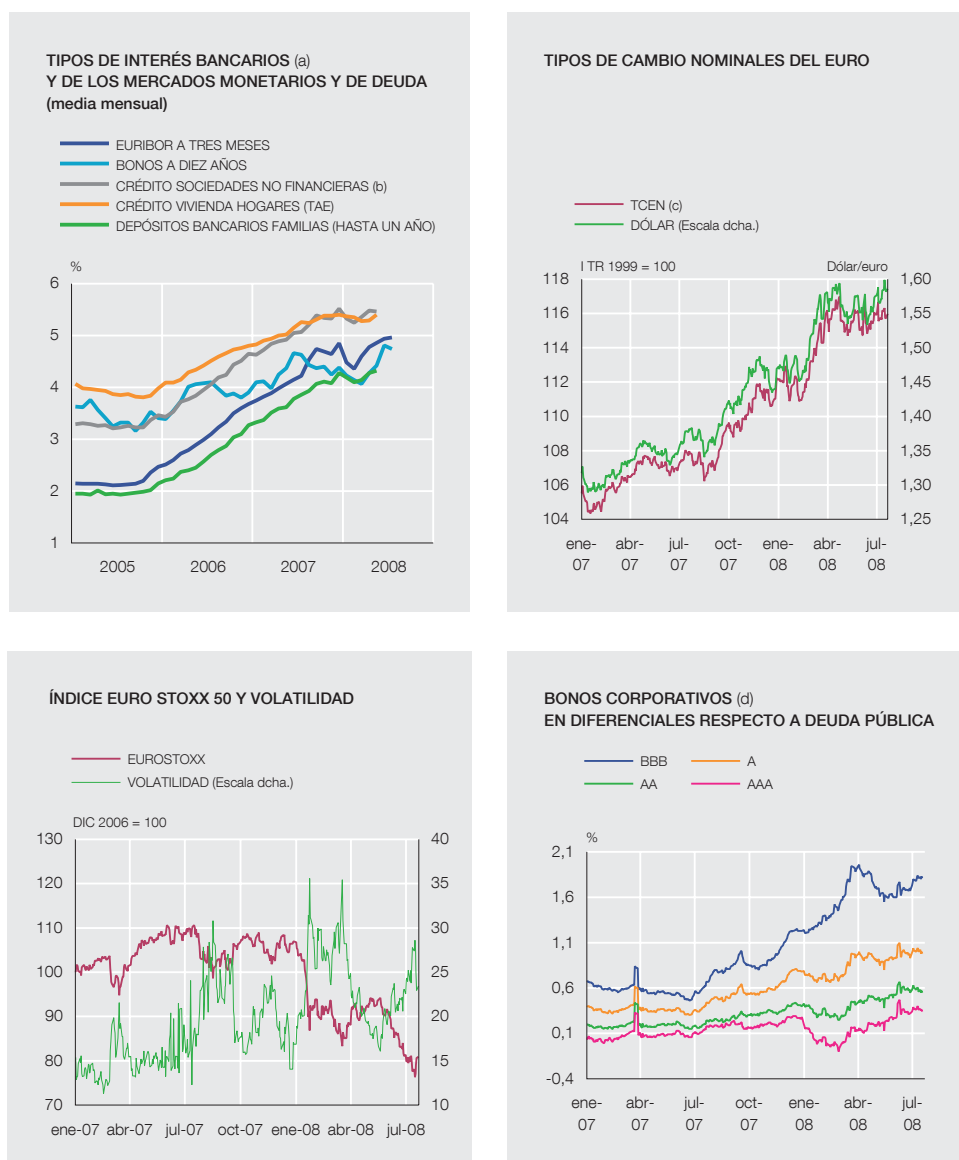
Tras un prolongado período de mantenimiento de los tipos de interés oficiales, la necesidad de prevenir la materialización de efectos de segunda vuelta y contrarrestar los crecientes riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo determinó que el Consejo de Gobierno del BCE incrementara los tipos de interés oficiales en 25 pb en su reunión de principios de julio. Así, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situó en el 4,25%, y en el 3,25% y 5,25% los tipos de las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 12). Esta decisión se tomó en el contexto de una elevada tasa de inflación —que, además, se espera que permanezca en niveles altos más tiempo de lo inicialmente esperado— y de un marcado dinamismo de los agregados monetarios y crediticios, así como de la ausencia de restricciones significativas de la oferta de crédito por parte de los bancos —a pesar de la persistencia de las tensiones en los mercados financieros—. Además, el BCE reafirmó su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo y su determinación de mantener las expectativas de inflación en niveles acordes con dicha estabilidad. Por último, expresó que el tono de la política monetaria resultante tras la decisión de aumento de los tipos de interés contribuirá a la consecución de su objetivo.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimados con datos del EURIBOR.

Esta última afirmación atemperó las expectativas existentes de subidas adicionales de los tipos de interés, las cuales habían repuntado notablemente tras la reunión de junio del Consejo de Gobierno del BCE y dado lugar a un aumento, creciente con el plazo, de los tipos de interés del mercado interbancario. Así, desde finales de marzo el EURIBOR a un mes y a un año se ha incrementado alrededor de 10 pb y 70 pb, respectivamente, hasta alcanzar, en los días posteriores a la reunión de junio, niveles en torno al 4,5% y al 5,4%, en los que permanecen desde entonces. Además, las tensiones en este mercado, ligadas a problemas de liquidez y al riesgo de contrapartida, se han prolongado. Así, el diferencial de rentabilidad entre las operaciones interbancarias sin garantía (EURIBOR) y con garantía (EUREPO) se situaba el 21 de julio en torno a los 80 pb para el plazo de un año. En este contexto, el BCE siguió inyectando liquidez de forma extraordinaria a través de las operaciones principales de financiación, en las que se siguieron adjudicando volúmenes por encima de las cantidades consideradas como neutrales, y también a través de las operaciones a más largo plazo suplementarias y de las operaciones en dólares. Con esta política el BCE logró que los tipos a más corto plazo se situaran en niveles cercanos al tipo que marca el tono de la política monetaria.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En los mercados de deuda pública las rentabilidades también mantuvieron una senda alcista desde mediados de marzo, que, en el caso del bono a diez años, llevó a alcanzar valores superiores al 4,9% a mediados de junio, aunque posteriormente se ha observado una cierta corrección a la baja, hasta situarse en torno al 4,7% el día 21 de julio. El incremento del rendimiento de la deuda a diez años en la UEM, de unos 70 pb en el conjunto del período, fue algo más pronunciado que el observado en Estados Unidos, por lo que el diferencial negativo del bono norteamericano frente al europeo se ha ampliado hasta valores cercanos a los 80 pb. Por otro lado, en el segundo trimestre se observó un ligero estrechamiento de los diferenciales de tipos entre el bono soberano alemán y los equivalentes de otros países de la UEM, tras el fuerte repunte registrado en los meses previos. En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de rentabilidad frente a la deuda pública mostraron un aumento sostenido, excepto en el caso de los bonos de peor calidad crediticia, donde se observó cierta reducción, que se quebró al final del período (véase gráfico 13).

Desde 2005 la financiación recibida por las sociedades no financieras (SNF) del área del euro ha experimentado un dinamismo creciente, hasta situar su ritmo de avance interanual en el 12% en 2007 (véase gráfico 1). En buena parte de este período, el crédito se vio impulsado por el afianzamiento de la expansión económica, por unas condiciones de financiación holgadas, una situación patrimonial del sector robusta y una elevada actividad de fusiones y adquisiciones.

Las tensiones financieras iniciadas a mediados de 2007 y que se prolongan hasta la actualidad han provocado un ajuste significativo en la valoración del riesgo, una contracción importante de la liquidez de los mercados de crédito internacionales y, en definitiva, un endurecimiento de las condiciones de financiación y un deterioro de las perspectivas económicas. A pesar de ello, los flujos de financiación hacia las SNF en la UEM han mostrado hasta mayo una gran fortaleza a nivel agregado del sector. Aunque la evidencia empírica apunta una respuesta tardía del crédito al cambio en las condiciones económicas y financieras, el notable dinamismo de esta variable durante el último año ha planteado la posibilidad de que responda también a decisiones de los agentes originadas por el episodio de turbulencias.

Por tipo de pasivo, los préstamos concedidos por las entidades residentes (IFM) han sido el componente más expansivo, con incrementos superiores al 14% interanual desde agosto de 2007 (véase gráfico 2). Atendiendo al importe, las operaciones nuevas de más de un millón de euros han sido las más dinámicas, lo que podría reflejar la demanda de las empresas más grandes, en un contexto de dificultades para emitir valores. Además, los descubiertos también se han acelerado notablemente, llegando a crecer por encima del 15% interanual en mayo, desde el 8% en junio de 2007, con una contribución importante de Alemania, Francia y Holanda. Por su similitud con la activación de líneas de crédito (salvo en España), el impulso de los descubiertos estaría motivado por el endurecimiento de las condiciones de acceso a nueva financiación y por las mayores necesidades de financiar capital circulante en la actual coyuntura.

El desglose por países muestra que la fortaleza de los préstamos bancarios a las SNF en la UEM hasta abril tiene un carácter bastante general, a excepción de España e Irlanda, donde se está produciendo una ralentización significativa desde tasas de crecimiento relativamente elevadas. A pesar de este carácter común, Alemania y Holanda destacan, entre los países más grandes del área, por la significativa aceleración de este tipo de financiación en los últimos meses (véase gráfico 3).

Por su parte, los valores de renta fija, que representan un 10% de la deuda del sector, se han desacelerado ligeramente desde el inicio de

las tensiones financieras (véase gráfico 4). Los valores a largo plazo, que no han sido muy expansivos desde el año 2000, situaron su avance interanual en el 3% en mayo, desde el 7% en julio de 2007, con una importante contribución del mercado francés, donde se concentra cerca del 45% del total emitido por este sector en la UEM. Los valores a corto plazo, en cambio, han mostrado un notable dinamismo hasta febrero, debido al impulso del mercado alemán. Desde entonces, su crecimiento se ha reducido de forma significativa.

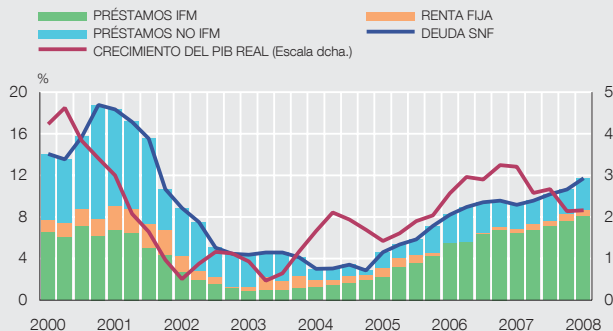
Estos desarrollos se han producido en un contexto de costes de financiación crecientes, particularmente para las empresas de peor calidad crediticia (véase gráfico 5). En el caso de los préstamos, el tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones ha aumentado 39 pb desde junio de 2007, hasta situarse en el 5,5% en mayo. En los contratos de menos de un millón de euros el aumento ha sido de 51 pb, hasta alcanzar el 6%. El desglose de estos últimos por país muestra importantes discrepancias: incrementos inferiores a 20 pb en Alemania y Finlandia, mientras que en España, Eslovenia y Portugal se superaron los 70 pb.

Además, como se ilustra en el gráfico 6, las últimas Encuestas de Préstamos Bancarios apuntan unas condiciones de oferta marcadamente más restrictivas desde el inicio de las turbulencias financieras en 2007, aunque este endurecimiento ha sido relativamente limitado en algunos países, como Alemania. En cambio, la demanda ha comenzado a mostrar signos de debilidad solamente en la última Encuesta, referida al primer trimestre de 2008, cuando la solicitud de fondos para invertir en capital fijo ha reducido su impulso notablemente. En cualquier caso, el componente más debilitado por las tensiones financieras ha sido el relacionado con las operaciones de fusiones y adquisiciones, mientras que las dificultades para emitir valores habrían promovido una mayor demanda de préstamos.

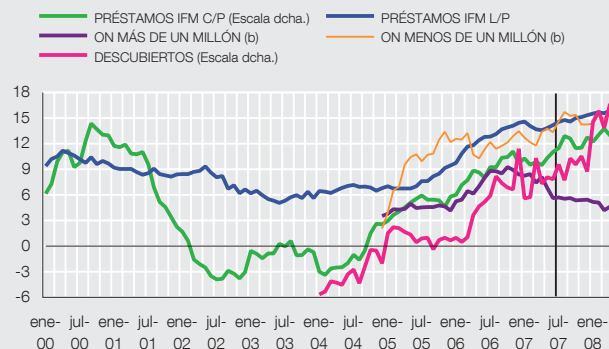
En resumen, a pesar del episodio de turbulencias que se inició hace un año, la financiación de las SNF del área del euro y, en particular, los préstamos bancarios han seguido creciendo a ritmos relativamente elevados. Aunque parte del empuje puede proceder de factores transitorios relacionados con las tensiones financieras, las entidades han acomodado la demanda de financiación en un contexto de sólida posición patrimonial del sector y aumento de los tipos de interés. En cualquier caso, como podría indicar la última información disponible sobre los préstamos bancarios del mes de mayo y como muestra la evidencia empírica, la prolongación de las tensiones financieras y, sobre todo, el deterioro que han experimentado las perspectivas económicas y el encarecimiento de la financiación acabarán debilitando la demanda de crédito de este sector con cierto retraso.

FINANCIERAS (cont.)

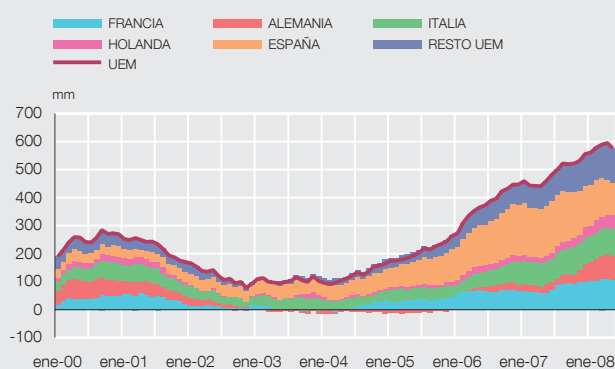
1 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA DEUDA (a)



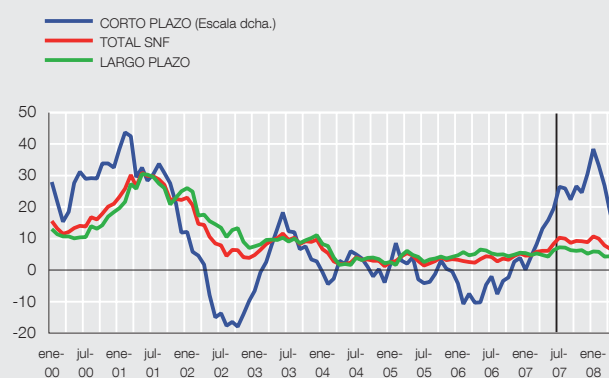
2 PRÉSTAMOS DE IFM RESIDENTES. CRECIMIENTO INTERANUAL



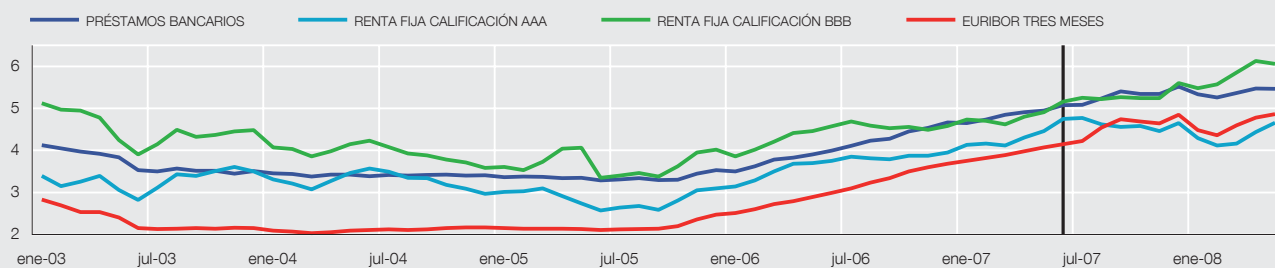
3 PRÉSTAMOS DE IFM RESIDENTES (ACUMULADO DOCE MESES)



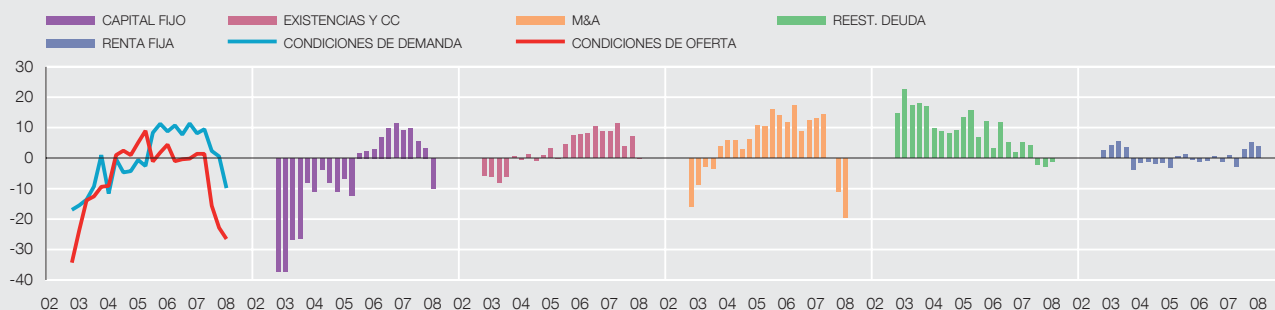
4 VALORES DE RENTA FIJA. CRECIMIENTO INTERANUAL



5 COSTE NOMINAL DE LA FINANCIACIÓN

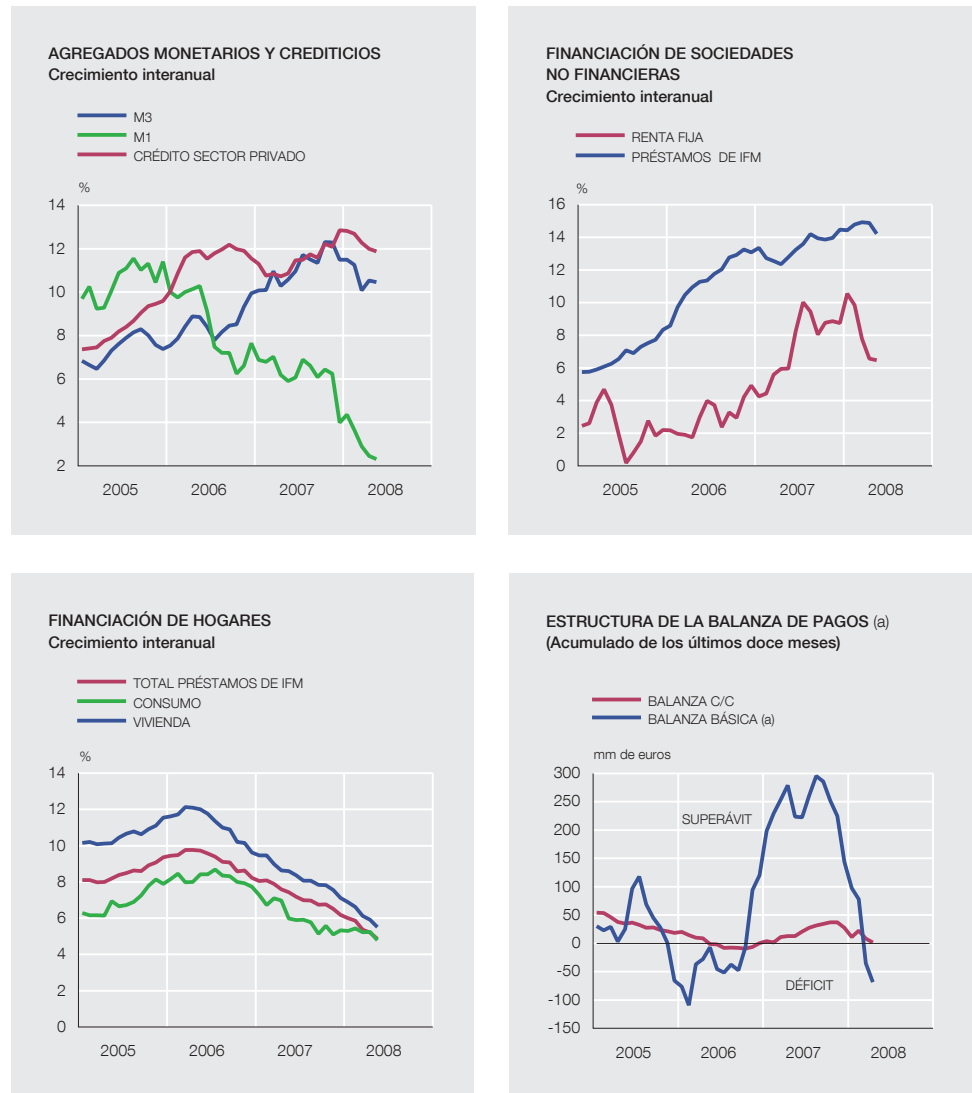


6 ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS Y FACTORES DE DEMANDA (c)



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

a. Información procedente de las cuentas financieras hasta el cuarto trimestre de 2007. Estimación del primer trimestre de 2008.
 b. Crecimiento interanual de las operaciones nuevas (ON) de préstamos, acumuladas en doce meses; según la estadística de tiposde interés.
 c. Indicador = % de entidades que señalan una relajación considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierta relajación \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto endurecimiento \times 1/2 - % de entidades que señalan un endurecimiento considerable \times 1. Los factores dedemanda son: inversión en capital fijo, existencias y capital circulante, fusiones y adquisiciones (M&A), reestructuración de deuda y emisiones de valores de renta fija. Datos hasta el primer trimestre de 2008.



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.

El deterioro de las expectativas de crecimiento se reflejó en la evolución de las bolsas, donde a partir de mayo se registraron un descenso pronunciado de las cotizaciones y un incremento de la volatilidad, de modo que gran parte de los índices europeos alcanzaron sus mínimos anuales. Así, el EUROSTOXX 50 acumulaba el 21 de julio una pérdida del 14% desde entonces, y superior al 24% desde principios de año. Por sectores, el deterioro es bastante generalizado, aunque ha sido más intenso en el sector de la construcción y en el de bancos y financieras. Por su parte, el tipo de cambio del euro registró a lo largo del segundo trimestre intensas fluctuaciones, sin seguir una tendencia definida. Desde finales de marzo, el euro se ha apreciado un 0,3% frente al dólar, mientras que ha registrado una ligera depreciación en términos del tipo de cambio efectivo nominal.

El mantenimiento de una curva de rendimientos relativamente plana y la persistencia de la inestabilidad en los mercados financieros impulsaron un alto crecimiento de los agregados monetarios amplios —motivado, fundamentalmente, por el dinamismo de los depósitos a plazo—, si bien algo inferior al registrado a finales de 2007. Así, M3 presentó un incremento

interanual del 10,5% en mayo, la misma cifra que en abril y un punto porcentual por debajo de la tasa observada en diciembre (véase gráfico 14). Por su parte, el agregado monetario más estrecho, M1, registró una desaceleración, hasta alcanzar una variación interanual del 2,3% en mayo, debido a la moderación del crecimiento del efectivo en circulación y, sobre todo, de los depósitos a la vista.

En relación con las contrapartidas, el crédito de las IFM al sector privado y su componente más importante —los préstamos— moderaron ligeramente sus ritmos de expansión, que, sin embargo, se mantienen en valores elevados (del 11,9% y del 10,4%, respectivamente, en mayo). Esta evolución esconde un comportamiento dispar por sector prestatario, con una aceleración de los flujos hacia el sector de otros intermediarios financieros. En cambio, los préstamos otorgados a los hogares prolongaron su desaceleración hasta crecer por debajo del 5% en mayo, con una pérdida de dinamismo de los destinados al consumo y, sobre todo, de la financiación para la adquisición de vivienda. Los préstamos a sociedades no financieras, analizados en mayor detalle en el recuadro 2, siguieron creciendo a ritmos relativamente elevados, aunque los últimos datos apuntan una ralentización. En mayo, el avance intermensual de este componente fue de un 9,6% en tasa anualizada, muy por debajo del 14% al que han venido creciendo en el último año.

4 La economía española

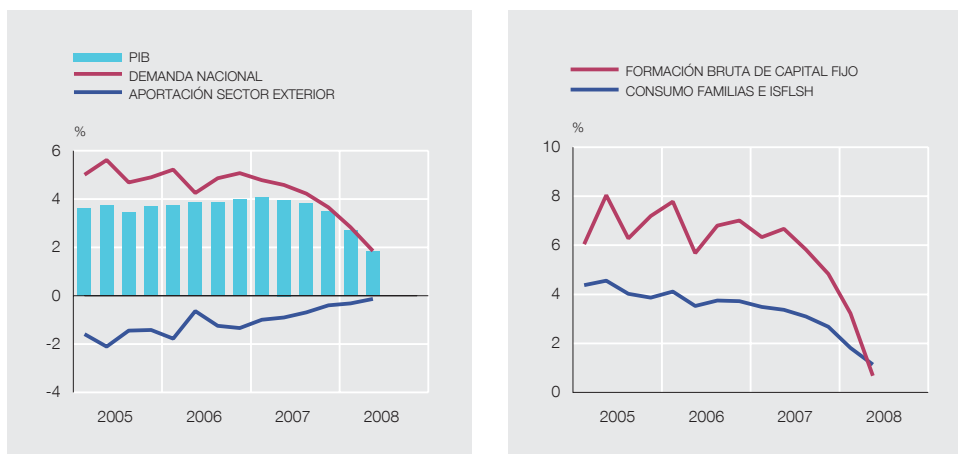
El proceso de ajuste que la economía española inició en 2007, tras una larga fase de crecimiento económico elevado, se acentuó en el primer trimestre del año 2008, según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). En ese período, el PIB registró un crecimiento interanual del 2,7%, ocho décimas por debajo del estimado para el último trimestre de 2007. En términos intertrimestrales, la tasa de avance del producto se situó en el 0,3%. La desaceleración observada reflejó la pérdida de dinamismo de la demanda nacional, que aumentó un 2,8% en tasa interanual (ocho décimas menos que el trimestre anterior), y, en especial, del consumo privado y de la inversión residencial. En cambio, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto mejoró en una décima, hasta situarse en -0,3 pp. Por el lado de la oferta, con la excepción de la agricultura, todas las ramas de actividad moderaron su ritmo de expansión, revistiendo mayor intensidad la pérdida de impulso en los casos de la construcción y de la industria. La desaceleración de la actividad se reflejó en el ritmo de creación de empleo, que, según los datos de la CNTR, se moderó considerablemente en los primeros meses de 2008, hasta situarse en el 1,7% en términos interanuales, ocho décimas menos que a finales del pasado año, con lo que el ritmo de avance de la productividad se mantuvo en torno al 1%.

De acuerdo con la información disponible, en el segundo trimestre de 2008 la economía española ha vuelto a registrar una disminución sustancial de su ritmo de expansión. La persistencia de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales y la escalada del precio del petróleo han acentuado los efectos negativos del ajuste en el mercado inmobiliario, frenando el avance de la actividad. En este contexto, los datos disponibles sugieren que el ritmo de variación interanual del PIB podría haber experimentado una caída adicional de 0,9 pp en el segundo trimestre, hasta el 1,8%, lo que se correspondería con una tasa intertrimestral del 0,1%. Esta desaceleración del producto sería atribuible a la pérdida adicional de dinamismo de la demanda nacional, cuya tasa de crecimiento interanual podría haber descendido hasta el 1,9%, en tanto que la contribución negativa del sector exterior habría continuado mejorando, hasta situarse en -0,1 pp (véase gráfico 15).

Por el lado de la oferta, la ralentización del valor añadido de la economía de mercado en el segundo trimestre habría continuado recayendo principalmente sobre las ramas de la industria y la construcción. En cuanto al mercado de trabajo, los indicadores disponibles apuntan hacia un intenso ajuste en el ritmo de creación de empleo, de magnitud superior al previsto para el crecimiento del producto, de forma que el ritmo de avance de la productividad para el conjunto de la economía habría superado el 1% observado en el primer trimestre. Al mismo tiempo, se estima que la remuneración por asalariado experimentó un repunte similar, por lo que el crecimiento de los costes laborales unitarios podría haberse estabilizado en el segundo trimestre. Por lo que respecta a los precios de consumo, la tasa de variación interanual del IPC continuó aumentando en el segundo trimestre, hasta alcanzar una tasa media del 4,6%, dos décimas más que en los tres primeros meses del año, como consecuencia del encarecimiento de los productos energéticos y de los alimentos elaborados. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable, por tercer trimestre consecutivo, en el 3,2% interanual.

4.1 Demanda

En el primer trimestre de 2008, el gasto en consumo final de los hogares y de las ISFLSH creció un 1,8% interanual —un 0,2% en tasa intertrimestral—, nueve décimas menos que en el último trimestre del ejercicio anterior, lo que pone de manifiesto la notable pérdida de dina-



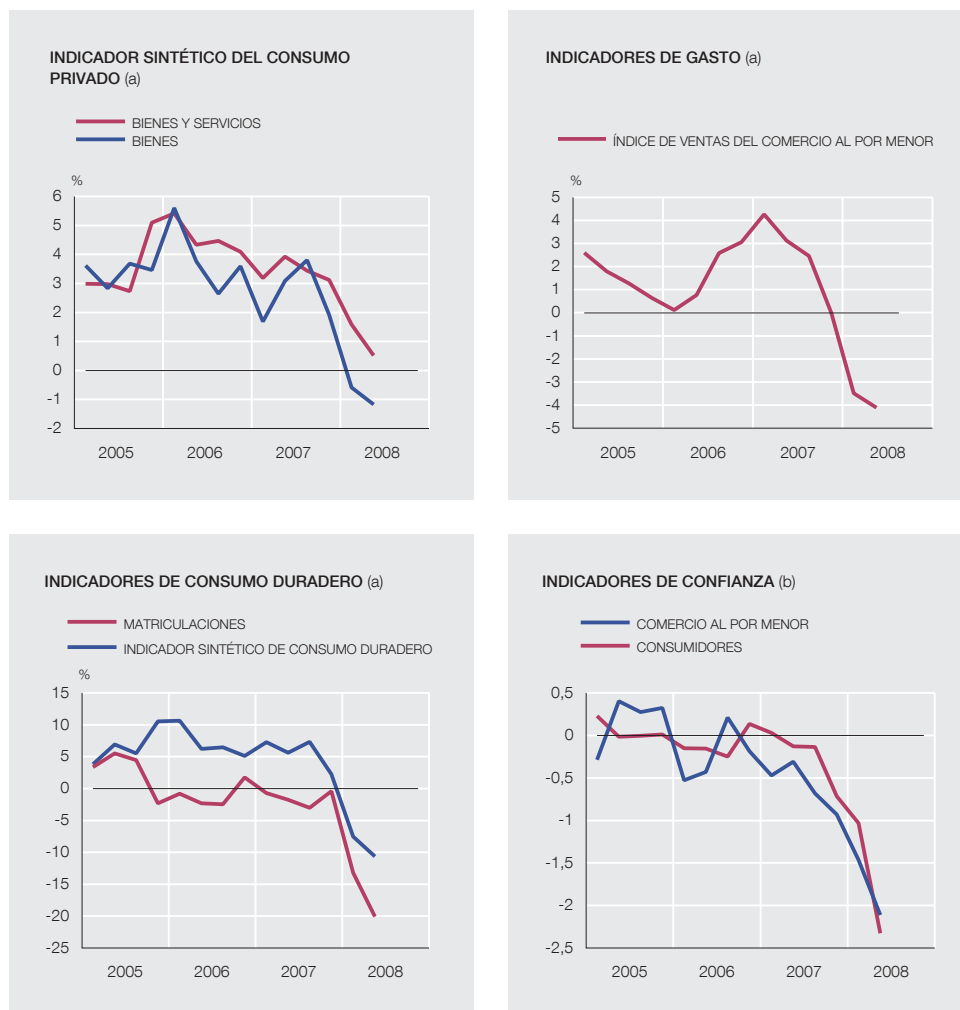
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

mismo de este componente de la demanda nacional a comienzos de año. La información coyuntural más reciente apunta a que en el segundo trimestre de 2008 se acentuó la debilidad del consumo privado (véase gráfico 16). En concreto, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista volvieron a registrar caídas significativas en este período, superiores a las observadas en los meses precedentes, alcanzando, en el primer caso, el valor mínimo de la serie histórica y, en el segundo, niveles no observados en los últimos trece años. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de la Agencia Tributaria, referidos a abril y mayo, señalaron un menor dinamismo de las ventas interiores de las grandes empresas de bienes y servicios destinados al consumo. Asimismo, el índice de comercio al por menor real registró en esos dos meses un descenso significativo, superior al del primer trimestre, en consonancia con el deterioro de la confianza del comercio minorista en dicho período. Por último, dentro de los bienes de consumo duradero, cabe mencionar el retroceso experimentado por las ventas de automóviles en el segundo trimestre de 2008, aunque la caída que registraron en junio se ha podido ver acrecentada por el retraso de algunas compras a la espera de la inminente entrada en vigor del Plan VIVE.

El debilitamiento del consumo de los hogares en el segundo trimestre responde al deterioro de la confianza motivado por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, así como a la evolución menos favorable de sus determinantes. De este modo, aun en un contexto de aceleración salarial, el crecimiento de la renta disponible de los hogares en términos nominales ha comenzado a verse mermado por la menor generación de empleo, efecto que se ha visto reforzado en términos reales por el repunte observado en la inflación. Además, la menor holgura de las condiciones financieras ha contribuido probablemente a que las familias pospongan decisiones de gasto de consumo duradero, en tanto que la ralentización del ritmo de avance de su riqueza tanto real como financiera podría estar comenzando a favorecer un incremento de la tasa de ahorro de estos agentes. No obstante, en las cuentas no financieras de los sectores institucionales más recientes, referidas al primer trimestre de 2008, la tasa de ahorro todavía experimentó un leve descenso.

Por su parte, el consumo final de las Administraciones Públicas intensificó su ritmo de avance en el primer trimestre del año, al crecer un 4,7% interanual —un 1,7% intertrimestral—, tres décimas más que en los tres últimos meses de 2007. Para el segundo trimestre de 2008 se prevé una aceleración adicional de este componente de la demanda, a tenor de la evolución



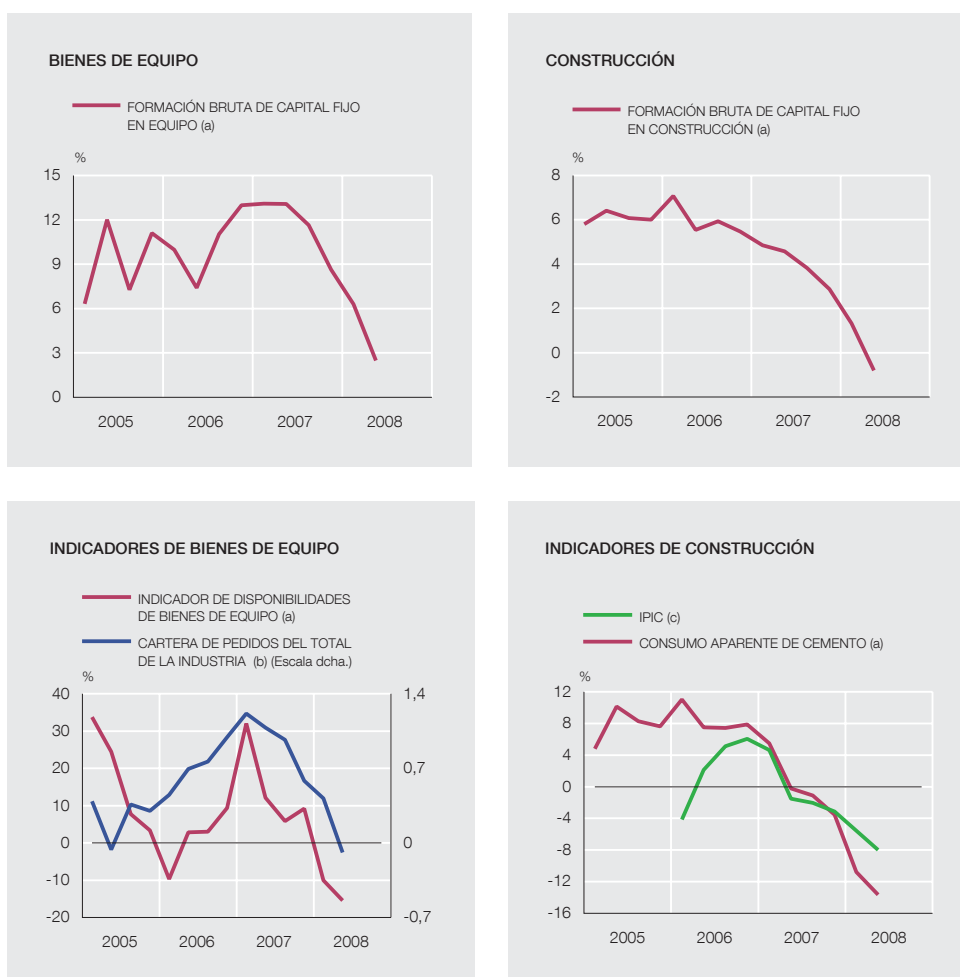
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

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).

de la remuneración de los asalariados públicos apuntada por los datos de la ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo experimentó una notable desaceleración en el primer trimestre de 2008, al crecer un 3,2% interanual, lo que supone 1,6 pp menos que en el trimestre precedente. Este resultado refleja la pérdida de dinamismo de todos sus componentes, que fue especialmente intensa en el caso de la inversión en equipo, cuyo ritmo de avance se moderó en 2,3 pp, hasta el 6,3% interanual. A pesar de ello, continuó siendo el componente más vigoroso de la demanda nacional (véase gráfico 17). Algo inferior fue la desaceleración de la inversión en construcción, que creció un 1,3% en tasa interanual (1,6 pp menos que al cierre de 2007), fruto de un descenso del 0,2% de la inversión residencial —que registró su primer retroceso en cinco años— y de una ralentización, de un punto porcentual, de la inversión en otras construcciones, hasta el 3%. Por su parte, la inversión en otros productos también atenuó su dinamismo, aunque mantuvo una tasa de crecimiento elevada, del 5,2%, nueve décimas inferior a la registrada al cierre de 2007. La información disponible referida al segundo trimestre de 2008 apunta hacia una moderación adicional del ritmo de expansión de los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo y, en especial, de la inversión en equipo y de la residencial.



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.

En el caso concreto de los bienes de equipo, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos del trimestre, ha experimentado un descenso significativo, superior al observado al inicio del año. Por su parte, el indicador de clima industrial en las industrias de bienes de equipo continuó deteriorándose en abril y mayo, siendo especialmente significativo el empeoramiento de la cartera de pedidos. De modo análogo, también se espera una ralentización de la inversión en otros productos en el segundo trimestre del año. Desde el punto de vista de sus factores determinantes, cabe esperar una moderación de los planes futuros de inversión, dado el deterioro de las perspectivas de algunos de los elementos sobre los que se ha venido sustentando el dinamismo de este componente de la demanda en el pasado reciente, como eran la pujanza de la demanda final y la evolución favorable de los beneficios empresariales. En este sentido apunta la reducción del nivel de utilización de la capacidad instalada en la industria en el segundo trimestre. A ello cabe unir, además, el entorno menos favorable para el recurso a la financiación ajena, que se deriva, no solo del aumento de la carga financiera resultante de la elevación de los tipos de interés del crédito, sino también del endurecimiento de las condiciones de acceso a esas fuentes de financiación. En este sentido, los datos disponibles sobre la evolución del crédito a empresas no financieras según su fina-

lidad sugieren que el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito por parte de las entidades financieras residentes estaría afectando, sobre todo, a las empresas vinculadas al sector de la construcción y la promoción inmobiliaria. Con todo, según las cuentas no financieras de los sectores institucionales, las necesidades de financiación del conjunto del sector de sociedades no financieras se mantuvieron estables en el 10,6% del PIB en los cuatro trimestres acumulados hasta el primero de 2008.

La desaceleración que la inversión en construcción venía mostrando desde el año 2006 se intensificó en el primer trimestre de 2008, en el que este componente de la demanda creció un 1,3% en tasa interanual —con un estancamiento en términos intertrimestrales—, 1,6 pp menos que en el trimestre precedente. Esta ralentización refleja, sobre todo, la corrección en curso en el componente residencial, que registró una caída del 0,2% interanual —frente a un crecimiento positivo del 1,8% en el trimestre anterior—, y, en menor medida, la pérdida de dinamismo de las otras construcciones, componente que avanzó un 3%, 1 pp menos que en el último trimestre de 2007. Los indicadores contemporáneos de la evolución del total de la inversión en construcción, como los consumos intermedios o el empleo, sugieren que el ajuste del sector se ha acentuado en el segundo trimestre de 2008. Así, entre los indicadores referidos a los consumos intermedios, tanto la producción interior de materiales para la construcción como el consumo aparente de cemento registraron descensos en los meses de abril y mayo superiores a los observados en el primer trimestre del año. En cuanto a los indicadores contemporáneos del mercado laboral referidos al segundo trimestre, el número medio de afiliados a la Seguridad Social se redujo un 7%, frente al descenso del 2,2% observado en los tres primeros meses del año, mientras que el número de parados registrados aumentó su ritmo de crecimiento hasta el 62,2% en el segundo trimestre, 26,5 pp más que en el primero. Adicionalmente, el índice de producción de la industria de la construcción (IPIC) retrocedió en abril (último mes para el que se dispone de información) un 8% en tasa interanual, descenso que supera en 2,4 pp al observado en el primer trimestre. Por último, el indicador de confianza del sector de la construcción elaborado por la Comisión Europea continuó deteriorándose, aunque lo hizo en menor medida que en los dos trimestres precedentes.

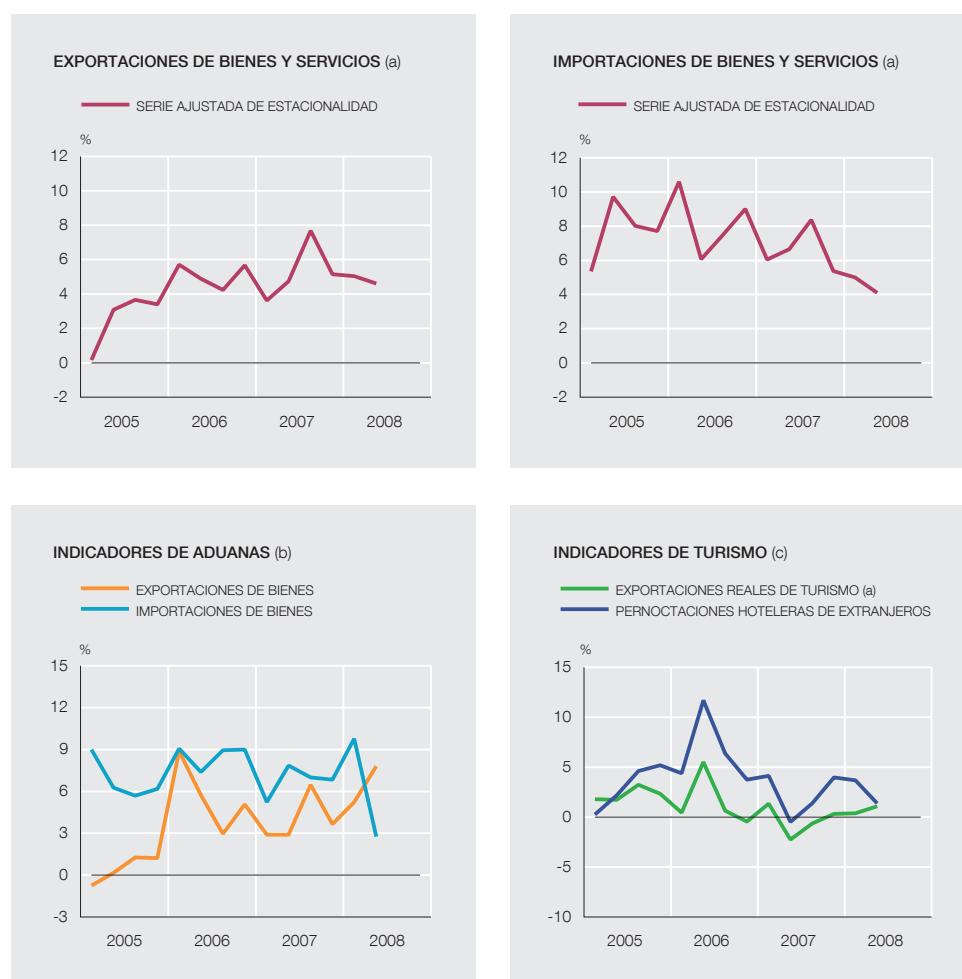
Por tipo de obra, el ajuste de la inversión residencial se habría intensificado en el segundo trimestre, hasta registrar tasas negativas claramente superiores a las de comienzos del año. El notable descenso que vienen registrando los visados de obra nueva desde mediados de 2007 permite anticipar una reducción del número de viviendas en ejecución en 2008 y, por tanto, una evolución desfavorable de la inversión residencial en los próximos trimestres. Estos desarrollos son el resultado del ajuste de la oferta a la rápida moderación de la demanda, fruto del encarecimiento de la financiación y de las peores perspectivas respecto a la evolución de la riqueza inmobiliaria. La información sobre transacciones de viviendas y nuevas hipotecas constituidas, para las que existe información hasta abril, resulta ilustrativa de la pauta que ha seguido la demanda de vivienda en los últimos meses. También se estima que la edificación no residencial experimentará una pérdida de empuje en el segundo trimestre, en consonancia con el descenso registrado por los visados de nuevos proyectos en el pasado reciente. Finalmente, la licitación de obra civil ha continuado creciendo a un ritmo intenso, si bien la obra ejecutada podría haberse desacelerado en el período abril-junio, al estar vinculada al descenso que registró la licitación oficial en la segunda mitad de 2007.

De acuerdo con los datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2008 la demanda exterior neta continuó reduciendo su aportación negativa al crecimiento del producto, hasta situarse en 0,3 pp, una décima menos que en el trimestre anterior, en un contexto de leve desaceleración

de los flujos comerciales con el exterior, tanto de exportaciones como de importaciones. Esta evolución se ha producido en un contexto de progresiva ralentización del comercio mundial, que, tras crecer en 2007 a un ritmo del 6%, experimentó una cierta desaceleración al inicio de 2008 (hasta tasas cercanas al 5%). En particular, en el caso de los mercados de exportación españoles, se ha producido un debilitamiento del conjunto de las economías desarrolladas, incluidos algunos de los principales destinos de nuestras ventas al exterior, como Francia o Italia. No obstante, las ventas destinadas a los países emergentes continuaron creciendo a tasas de dos dígitos. Por su parte, la mayoría de los indicadores de competitividad siguió deteriorándose en los meses transcurridos de 2008, lo que se ha debido, sobre todo, a la apreciación del euro frente al conjunto de monedas de los países desarrollados y, en menor medida, al aumento de los diferenciales de precios y costes. Sin embargo, los indicadores elaborados con precios de exportación han mostrado una evolución favorable durante el primer trimestre de 2008, gracias a la contención que mantienen los precios de venta al exterior —con crecimientos muy inferiores a los alcanzados por los precios de producción interior o los costes laborales unitarios— y que estaría reflejando el esfuerzo de los sectores exportadores por conservar sus cuotas de mercado, en un contexto de apreciación del euro y de desaceleración de la demanda nacional.

La información aún incompleta correspondiente al segundo trimestre de 2008 apunta a que las exportaciones mantendrán un tono relativamente favorable en este período, a pesar del mantenimiento de la fortaleza del euro. Las importaciones, por su parte, continuarán perdiendo pulso, en sintonía con la moderación del consumo privado y de la inversión en equipo. Como consecuencia de esta evolución de los flujos comerciales, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento mejoraría dos décimas en el segundo trimestre de 2008, hasta situarse en $-0,1$ pp del PIB.

Según la CNTR, en el primer trimestre de 2008 las exportaciones reales de bienes incrementaron ligeramente su ritmo de avance interanual, hasta situarse en el 5,1% —desde el 4,6% del trimestre previo—, interrumpiendo el perfil de desaceleración que iniciaron en el trimestre anterior (véase gráfico 18). Las cifras de comercio exterior de Aduanas también recogieron, en términos desestacionalizados, un comportamiento más favorable de las exportaciones en el primer trimestre, debido, fundamentalmente, al dinamismo que mostraron las ventas de automóviles y de productos intermedios. Por áreas geográficas, la mejora se concentró en los mercados de la UE, mientras que las ventas dirigidas a terceros países se desaceleraron, aunque siguieron registrando tasas de crecimiento más elevadas en términos nominales. En cuanto a los datos más recientes, las exportaciones reales repuntaron en abril y mayo, hasta situar su tasa de avance interanual en el 12,6%, si bien dicha cifra puede estar sesgada al alza por el efecto del diferente calendario de la Semana Santa, que en este ejercicio se celebró en marzo, mientras que en 2007 tuvo lugar en abril. No obstante, en términos de la serie corregida de estacionalidad el incremento fue también notable, del 8,9%, muy superior al alcanzado en el primer trimestre. Por grupos de productos, en los meses de abril y mayo los componentes más dinámicos de las exportaciones fueron los bienes intermedios, tanto energéticos como, en menor medida, no energéticos, así como los bienes de consumo no alimenticio. Dentro de los bienes intermedios no energéticos destacó el fuerte avance de los productos destinados a las industrias de medios de transporte y fabricación de material eléctrico, así como del sector metalúrgico. En el caso de las exportaciones de bienes de consumo, cabe destacar la contribución de las ventas de automóviles. Por su parte, las exportaciones de bienes de equipo, aunque se aceleraron en los meses de abril y mayo, continuaron creciendo a tasas moderadas, un 2,8% en términos reales, lo que se debió, fundamentalmente, a la recuperación de las ventas de maquinaria y de material de transporte terrestre. Por áreas geográficas, en los meses de abril y mayo las exportaciones comunitarias reflejaron una notable



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

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
- b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c. Series ajustadas de estacionalidad.

aceleración (hasta situar su tasa de avance real en el 12,2%, frente al aumento del 3,6% del primer trimestre de 2008), propiciada por el impulso que cobraron las ventas dirigidas a algunos de nuestros principales mercados, como Alemania, Francia o Reino Unido. Las ventas extracomunitarias también intensificaron su avance en esos dos meses (hasta el 13,4% interanual, frente al descenso del 1,1% del primer trimestre), reflejando el dinamismo de las ventas dirigidas a Rusia y países asociados, China y países de la OPEP, que contrasta con la disminución de las exportaciones a América Latina. Así, en los cinco primeros meses del año las exportaciones presentan una tasa de crecimiento en términos reales superior a la observada en 2007 (6,4% y 4,2%, respectivamente).

Según las cifras de la CNTR, en el primer trimestre de 2008 las exportaciones reales de servicios turísticos mantuvieron el tono moderado del trimestre precedente, al aumentar un 0,4% interanual —tras el 0,3% anterior—, abandonando la senda de caídas que habían mostrado en los trimestres centrales de 2007. Del mismo modo, los principales indicadores reales de turismo han prolongado durante los meses transcurridos del segundo trimestre la tónica de mejora observada desde finales de 2007. Así, con datos hasta mayo, tanto las entradas de turistas extranjeros como el número de sus pernoctaciones hoteleras acumulan crecimientos su-

periores a los alcanzados en el promedio del año anterior (hasta situarse en el 3,5% y el 4,2%, respectivamente). Por su parte, la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) revela un comportamiento algo más expansivo de los ingresos por turismo en el conjunto de los cinco primeros meses del año, con avances medios del 6,7% en el gasto nominal total de los turistas y del 3,2% en el gasto medio por persona. Esta evolución es fruto de la recuperación, tras la atonía de los últimos años, de nuestros principales mercados emisores de turistas, especialmente del alemán (con un avance medio del 3,3% en el período enero-mayo) y, en menor medida, del británico y el francés (con crecimientos respectivos del 2,9% y 2%).

Por otra parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos continuaron ralentizándose durante el primer trimestre de 2008, hasta el 9,2%, desde el 11,7% del trimestre previo. Con información desagregada por tipo de servicio de la Balanza de Pagos, a esta desaceleración han contribuido principalmente los servicios de transporte, ya que los ingresos por servicios prestados a las empresas mostraron una leve recuperación, si bien siguieron creciendo a tasas moderadas, que contrastan con los elevados avances que les caracterizaron durante buena parte del ejercicio anterior. De acuerdo con los datos de la Balanza de Pagos de abril, en el segundo trimestre cabría esperar que los ingresos por turismo mantengan el perfil de recuperación iniciado a finales del pasado año, mientras que los procedentes del resto de servicios se moderarían.

En cuanto a las importaciones reales de bienes, en el primer trimestre de 2008 elevaron su ritmo de crecimiento, según datos de la CNTR, hasta el 5,9% interanual, cifra superior en 1,2 pp a la del trimestre precedente, aunque similar al aumento medio observado en el ejercicio anterior. Esta aceleración, que fue más intensa según los datos de Aduanas —en datos desestacionalizados—¹, se concentró en el componente de bienes intermedios, especialmente energéticos, ya que las compras de bienes de consumo se ralentizaron y las de bienes equipo se redujeron. Los datos más recientes, correspondientes a los meses de abril y mayo, muestran una significativa desaceleración de las importaciones reales, hasta el 4,4% interanual, tasa que, una vez corregido el efecto Semana Santa, se reduce al 1,7%, claramente por debajo del avance del primer trimestre. Por grupos de productos, en esos dos meses destacó el acusado retroceso de las compras exteriores de bienes de equipo (que disminuyeron un 14,9%, en términos reales), lo que vino determinado, fundamentalmente, por el notable descenso en las importaciones de material de transporte naval, y, en menor medida, en la partida de maquinaria, especialmente de la construcción. Del mismo modo, las compras de bienes de consumo también arrojaron una tasa negativa en ese período (-1,8%, en términos reales), reflejando el comportamiento desfavorable que mostraron las importaciones de automóviles y de otros bienes de consumo duradero, como los electrodomésticos. Por el contrario, las importaciones de bienes intermedios no energéticos mantuvieron su dinamismo en abril y mayo, al crecer un 9,9%, como consecuencia del vigor que adquirieron las compras de productos intermedios destinadas a la industria de material eléctrico, industria química y de productos alimenticios. Tras crecer a una tasa del 30% en el primer trimestre, las importaciones reales de bienes intermedios energéticos se moderaron en abril y mayo, aunque aumentaron a un ritmo del 11,6%, a pesar del notable encarecimiento de sus precios. En el período acumulado hasta el mes de mayo, las importaciones reales de bienes experimentaron un crecimiento del 5,9%, un punto porcentual menos que la tasa observada en el conjunto de 2007.

Por último, en términos de la CNTR, las importaciones reales de servicios apenas aumentaron un 1,3% en el primer trimestre, intensificando la tónica de desaceleración que iniciaron en el

1. La diferente evolución que desde finales de 2007 mantienen las importaciones reales de bienes en términos de Aduanas y en términos de la CNTR se debe a que en dicho período el IVU de importaciones ha aumentado en torno a 3 pp menos que el deflactor de las importaciones.

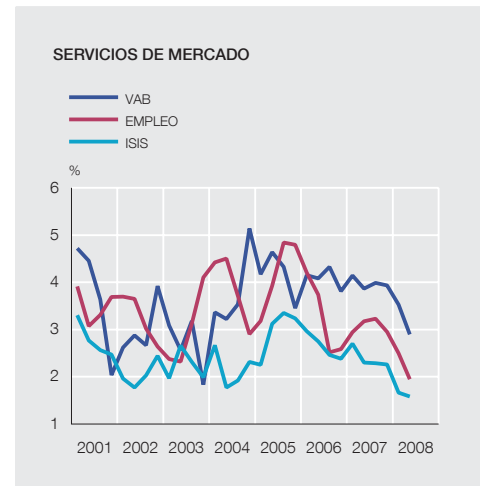
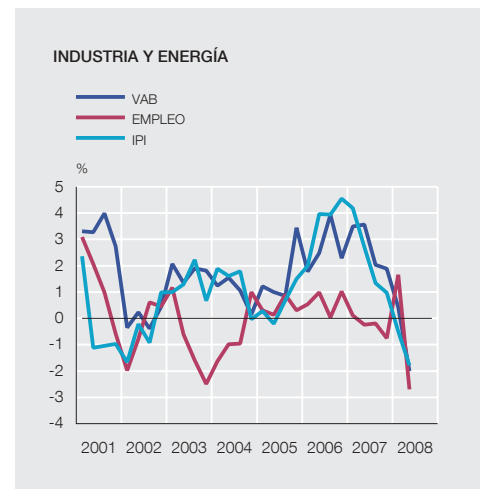
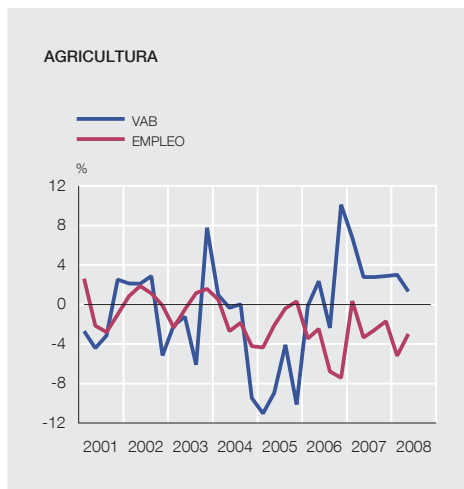
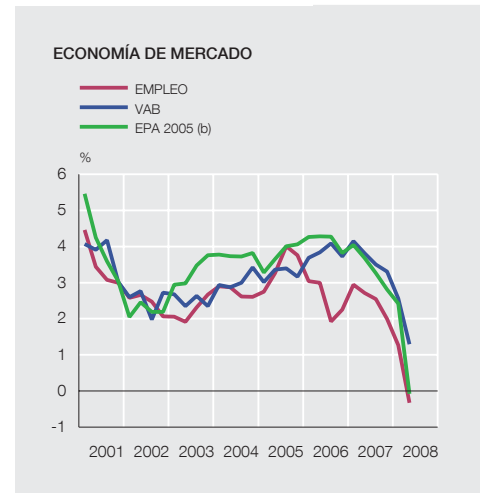
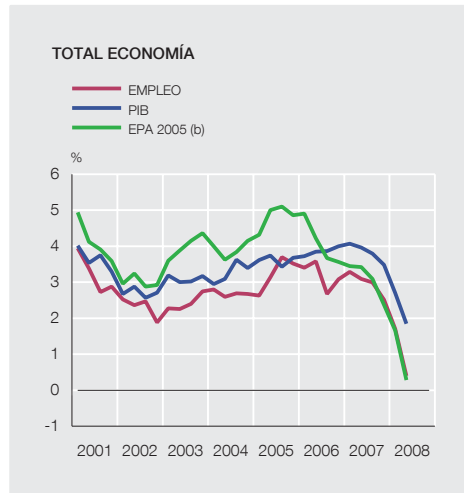
trimestre anterior. Este resultado fue consecuencia de la ralentización que se pudo observar tanto en las importaciones reales de servicios no turísticos (hasta situar su tasa interanual en el 1,2%), como en las de los turísticos (hasta situarse en el 1,8%). En la vertiente no turística, con datos desagregados de Balanza de Pagos, se observó una clara pérdida de empuje de su principal rúbrica, los servicios prestados a las empresas, al tiempo que descendieron los pagos por seguros y servicios informáticos. Los datos de la Balanza de Pagos de abril apuntan a que las importaciones de servicios, tanto de turismo como del resto de servicios, mantendrán esa tendencia descendente durante el segundo trimestre de 2008.

4.2 Producción y empleo

En el primer trimestre de 2008, la economía de mercado acentuó el perfil de desaceleración que había mostrado a lo largo de 2007, de forma que la tasa de crecimiento de su valor añadido bruto se redujo hasta el 2,5% interanual, 0,8 pp menos que en el trimestre anterior. A excepción de la agricultura y la energía, todos los sectores productivos contribuyeron a esta pérdida de dinamismo de la actividad, que fue más intensa en el caso de la industria manufacturera y de la construcción. La información disponible para el segundo trimestre de 2008 apunta hacia una moderación adicional del valor añadido de la economía de mercado, que será igualmente más destacada en esas dos ramas (véase gráfico 19). Así, cabe esperar que el VAB en la industria registre un descenso más pronunciado que el observado en el trimestre anterior, y que la tasa de crecimiento en la construcción, que fue todavía positiva al comienzo del año, pase a ser negativa en el segundo trimestre. Se estima que los servicios de mercado se desacelerarán, pero en menor medida que el resto de las ramas.

La actividad de las ramas agraria y pesquera creció en el período enero-marzo de 2008 a un ritmo del 3%, cifra muy similar a la del trimestre anterior. Sin embargo, en el segundo trimestre se espera un menor ritmo de avance del VAB en este sector, pues el elevado régimen de precipitaciones registrado en los meses de abril y mayo no ha podido compensar los efectos negativos de la escasez de lluvias en la época invernal sobre la producción de cultivos muy relevantes dentro del total de la rama, como es el caso de los cereales y las frutas.

La producción de las ramas industrial y energética mostró en el primer trimestre una notable pérdida de dinamismo, acentuando la desaceleración iniciada en la segunda mitad de 2007. Así, según la CNTR, la tasa de crecimiento de su VAB disminuyó en 1,5 pp, hasta situarse en el 0,4% interanual. Esta ralentización reflejó fundamentalmente la desfavorable evolución de la actividad industrial, cuyo VAB se redujo un 0,3% interanual en los primeros tres meses de 2008, ya que el valor añadido del sector energético continuó creciendo a tasas elevadas (un 4% interanual). Los indicadores coyunturales del segundo trimestre apuntan a una caída de la actividad industrial de mayor magnitud que la registrada en el primero, como consecuencia del retraimiento de la demanda de bienes destinados tanto al consumo final de las familias como a su utilización como consumos intermedios en los servicios de mercado y, sobre todo, en la construcción. Entre los indicadores cuantitativos destaca el comportamiento del índice de producción industrial, cuyo componente no energético acentuó en los meses de abril y mayo la caída registrada en el primer trimestre, evolución similar a la seguida por las ventas interiores de bienes industriales de las grandes empresas. Asimismo, la cifra de afiliados a la Seguridad Social descendió levemente en términos interanuales en el segundo trimestre de 2008 (tras haber registrado un crecimiento del 0,8% en el primero), mientras que el número de parados registrados aceleró su ritmo de aumento, hasta superar el 10%. Las encuestas de opinión apuntan también hacia un deterioro adicional de la actividad industrial en el segundo trimestre. Así, tanto el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea como el índice de directores de compras del sector manufacturero presentaron en el segundo trimestre un valor muy inferior al registrado en los primeros meses de 2008, con un descenso significativo en la valoración de la cartera de pedidos.



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 del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

En cuanto a la actividad constructora, en el primer trimestre de 2008 se intensificó la desaceleración que ya venía mostrando a lo largo de 2007. El VAB creció un 1,4% interanual, la mitad que en los meses finales del último año. En el segundo trimestre, se estima que esta tendencia se ha acentuado, a tenor del retroceso que, como ya se ha indicado al describir las perspectivas de la inversión en construcción, se ha podido observar en los proyectos de edificación, tanto residencial como no residencial.

Finalmente, la rama de servicios también moderó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2008, aunque de forma menos intensa que la industria y la construcción. Así, el valor añadido del conjunto de las ramas de servicios aumentó un 3,7% interanual, cinco décimas por debajo del avance registrado en el trimestre anterior. Esta desaceleración fue más acusada en los servicios no de mercado —de ocho décimas, hasta el 4,2%—, aunque continuaron mostrando tasas más elevadas. Por lo que respecta a los servicios de mercado, el ritmo de crecimiento de su valor añadido se redujo en cuatro décimas, hasta el 3,5%. La información coyuntural disponible referida al segundo trimestre apunta a que la pérdida de dinamismo habría sido algo más intensa en este período. Así, el número medio de afiliados a la Seguridad Social en el sector aumentó un 2,2% interanual en el período abril-junio, 0,7 pp menos que en los tres primeros meses de 2008, mientras que las ventas de servicios de las grandes empresas, en términos reales y corregidas de calendario, redujeron su ritmo de avance en los meses de abril y mayo respecto al observado en el primer trimestre. Además, los indicadores de confianza del sector servicios y del comercio al por menor elaborados por la Comisión Europea y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) experimentaron un deterioro en el segundo trimestre, alcanzando en algunos casos niveles mínimos históricos.

Según la información de la CNTR, en el primer trimestre de 2008 se acentuó la senda de ralentización del ritmo de creación de empleo en el total de la economía. En concreto, la tasa de crecimiento interanual del empleo experimentó una rebaja de ocho décimas, hasta situarse en el 1,7%. Esta desaceleración fue aproximadamente similar en la economía de mercado, cuyo empleo aumentó un 1,3%. En la economía de mercado, esta menor generación de empleo vino acompañada de un menor empuje de su valor añadido, por lo que la productividad se mantuvo sin cambios en el 1,3%.

Los indicadores disponibles anticipan que la creación de empleo se ha ajustado a la baja de forma muy intensa durante el segundo trimestre. Así, el crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social, calculado con la media de los datos diarios, descendió hasta el 0,5%, frente a un crecimiento del 1,7% en los tres primeros meses del año. Sin embargo, la contratación registrada en el INEM mantuvo en el promedio del segundo trimestre el mismo ritmo de caída que en el primero (un -7,2% interanual).

En cuanto a la desagregación por ramas productivas de los datos de la CNTR referidos al primer trimestre de 2008, cabe destacar la destrucción de empleo que se produjo en el sector de la construcción, hecho que no se observaba desde comienzos de los años noventa. En concreto, la pérdida de puestos de trabajo equivalentes ascendió al 1,1% interanual, cifra que contrasta con el crecimiento positivo del 3,3% en el cuarto trimestre de 2007. Asimismo, al igual que en los trimestres precedentes, en la agricultura volvió a destruirse empleo, aunque con mucha mayor intensidad, al alcanzar una tasa del -5,2% interanual, frente al -1,7% de finales de 2007. Por el contrario, en las ramas de industria y energía, y a diferencia de lo observado a lo largo del año anterior, se produjo una recuperación del empleo, que creció a una tasa del 1,7% interanual, frente al descenso del 0,7% del trimestre precedente. Finalmente, el ritmo de creación de puestos de trabajo se ralentizó tanto en los servicios de mercado como

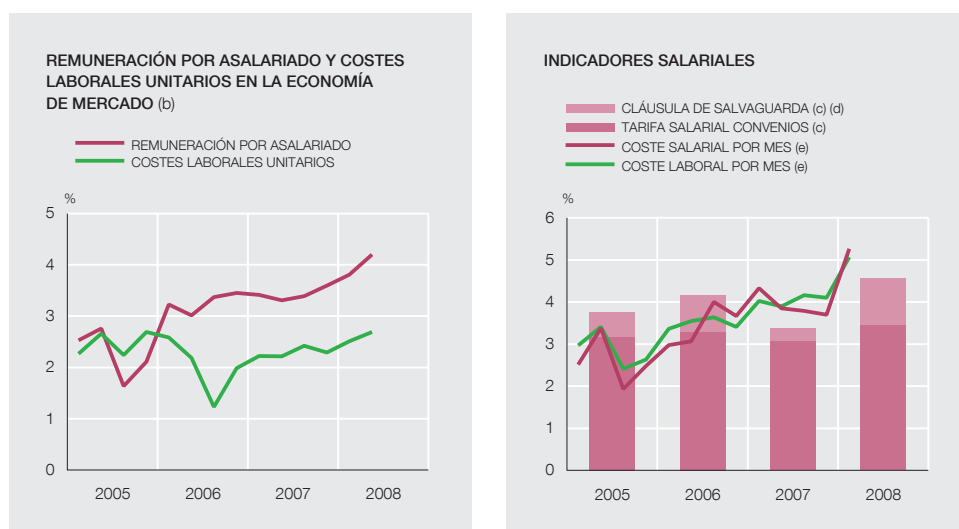
en los no destinados a la venta, hasta el 2,5% y el 3,6%, respectivamente (tasas inferiores en 0,5 y 1,1 pp a las del trimestre anterior). Los indicadores disponibles referidos al segundo trimestre apuntan a que tendría lugar destrucción de empleo tanto en la industria como en la construcción, mientras que se desaceleraría la creación de puestos de trabajo en los servicios. En este sentido, la información de la EPA referida al segundo trimestre confirma un descenso del empleo en la construcción del 7,9%, frente a la caída del 1,1% del primer trimestre, y una desaceleración en la industria, aunque a una tasa todavía positiva, del 0,9%, frente al 1,7% del trimestre anterior. Asimismo, el empleo en la agricultura siguió disminuyendo a tasas del -4,4%, frente al -6,8% del primer trimestre. Finalmente, la tasa de creación de empleo en los servicios de mercado se redujo en 2,4 pp, hasta el 2,6%.

Según la CNTR, tanto el empleo asalariado como el no asalariado moderaron su ritmo de avance en el primer trimestre de 2008, si bien la desaceleración fue más intensa en el primer colectivo, como suele ser habitual en fases de ralentización económica. En concreto, las tasas de avance disminuyeron en nueve y dos décimas, respectivamente, hasta situarse en el 1,9% y el 0,4% interanual. Según la EPA, no obstante, la pérdida de empuje de la generación de empleo en los primeros meses de 2008 fue relativamente similar entre ambos grupos de trabajadores, lo que permitió que la tasa de asalarización se mantuviera estabilizada en el 82,4%, apenas una décima por encima del valor observado hace un año.

De los datos de la EPA del segundo trimestre se desprende que la desaceleración del empleo afectó tanto a los trabajadores de nacionalidad española como a los extranjeros, si bien estos últimos mantuvieron una creación neta de empleo del 6,9%, frente al -0,75% de los nacionales. Por lo que respecta a la duración del contrato, el empleo indefinido mantuvo el elevado impulso del primer trimestre de 2008, con una tasa de crecimiento interanual del 4,1%, que fue, no obstante, 4 décimas inferior a la del trimestre precedente. Por su parte, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual hasta el -7,4%. Como resultado, la ratio de temporalidad se redujo de forma significativa en el trimestre, hasta el 29,4%, 2,6 pp inferior a la observada un año antes. Por último, tanto la contratación a tiempo parcial como a tiempo completo presentaron crecimientos positivos, aunque reducidos, del 0,37% y 0,27% en términos interanuales, respectivamente. Como consecuencia, la ratio de parcialidad se mantuvo en el 12%.

La población activa creció en el segundo trimestre de 2007 a una tasa interanual del 3,1%, 1 décima más que en el trimestre anterior. La tasa de actividad alcanzó el 59,8%, lo que supone un incremento interanual de casi 1 pp. Sin embargo, la población mayor de 16 años confirmó el ligero proceso de desaceleración mostrado en el primer trimestre, situándose en el 1,5%, una décima menos que lo observado tres meses antes. Atendiendo a la desagregación por sexos, el colectivo femenino continuó contribuyendo de forma más acentuada (4,6%) que el de los hombres (2%) al avance de la población activa en el segundo trimestre del año. En concreto, las tasas de participación se situaron en el 50,3%, 1,4 pp más que hace un año, entre las mujeres, y en el 69,6% entre los hombres, 3 décimas más que hace un año. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera continuaron mostrando un dinamismo muy elevado, a pesar de la moderación observada en su avance interanual (12,6%, 9 décimas menos que la tasa observada un trimestre antes), mientras que los activos de nacionalidad española crecieron un 1,5% (frente al 1,3% del primer trimestre de 2008). Asimismo, se mantiene la elevada tasa de actividad de los extranjeros (76,7%).

Finalmente, la desaceleración en el ritmo de creación de empleo, unida al mantenimiento del dinamismo en la actividad, tuvo como contrapartida un crecimiento notable del desempleo en el segundo trimestre de 2008, que se cifrará en unas 621.000 personas respecto al mismo período del año anterior. Ello se tradujo en un incremento interanual del desempleo del 35,3%, con lo que la tasa de paro se situó en el 10,4%, 8 décimas superior a la del trimestre anterior.



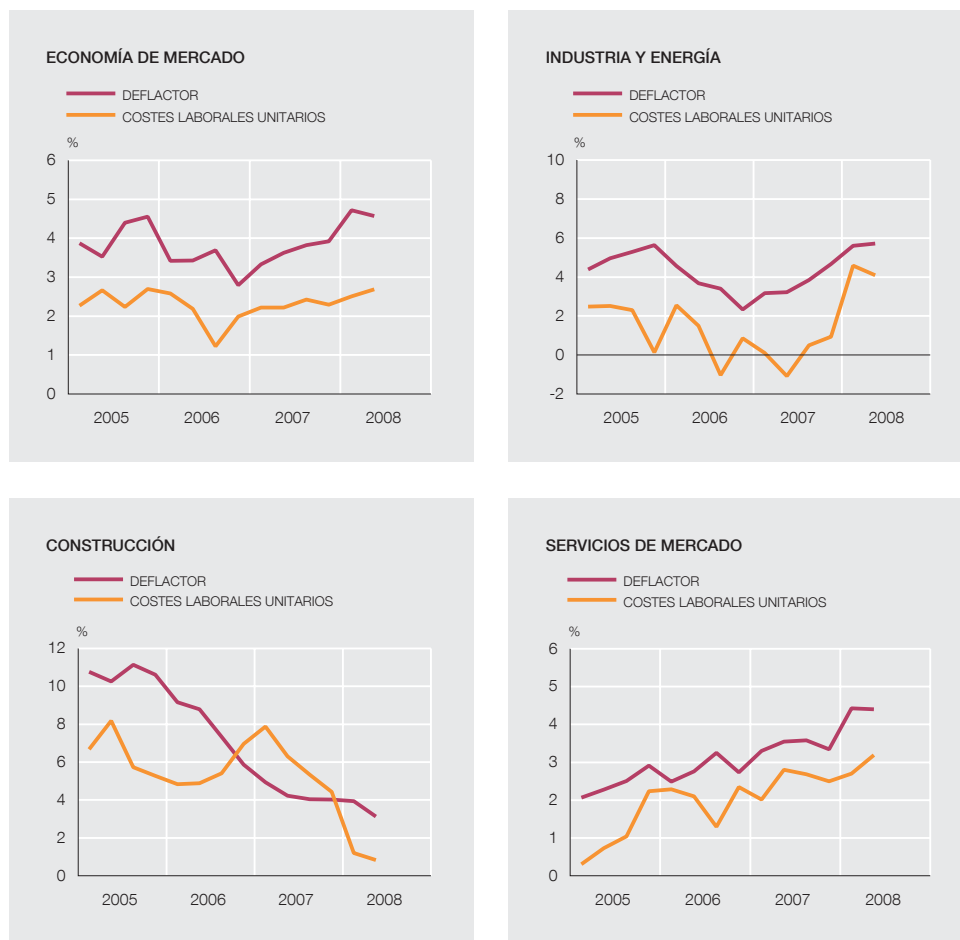
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo e Inmigración, y Banco de España.

- Tasas de variación interanuales.
- Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- Información de convenios colectivos hasta junio de 2008.
- Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- ETCL.

4.3 Costes y precios

Según las estimaciones de la CNTR, la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía registró en el primer trimestre de 2008 un crecimiento del 3,9% interanual, superando en una décima al observado a finales de 2007 (véase gráfico 20). No obstante, este repunte salarial es inferior al que se desprende de la Encuesta Trimestral de Costes Laborales, según la cual la tasa de variación del coste salarial por trabajador y mes se incrementó en 1,1 pp, hasta el 5,1%, ritmo de avance más acorde con el aumento de las tarifas salariales negociadas para el año 2008 y el impacto estimado de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2007.

La información disponible señala que la remuneración por asalariado podría haber repuntado nuevamente en el segundo trimestre. Los convenios firmados hasta el mes de junio, que afectan a 7,2 millones de trabajadores, recogen un aumento medio de las tarifas salariales del 3,5% para este año. Esta cifra, que resulta superior en casi seis décimas al incremento pactado en 2007 (sin considerar el impacto de la activación de la cláusula de salvaguarda), se sitúa por encima de las directrices acordadas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva para 2008. Como suele ser habitual en momentos de deterioro de la situación inflacionista, los incrementos salariales pactados en los convenios de nueva firma han sido superiores a los incorporados en las revisiones de los convenios plurianuales (un 4,2% y un 3,4%, respectivamente), si bien la proporción de trabajadores acogidos a estos últimos es muy superior, acercándose al 95% del total. La estimación del impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2007 (que afectan en torno al 74% de trabajadores con convenio en dicho año) sobre los incrementos salariales de 2008 es de 1,1 pp, superando en ocho décimas al del pasado ejercicio, lo que es consecuencia de la elevada tasa de inflación observada a finales de 2007. Este hecho pone de relieve cómo los mecanismos de indicación salarial vigentes en España contribuyen a que aumentos transitorios de la inflación, como el provocado por el encarecimiento del petróleo, incidan negativamente sobre la evolución de los costes laborales, dificultando el ajuste de la economía ante una situación de cambio de ciclo como la actual.



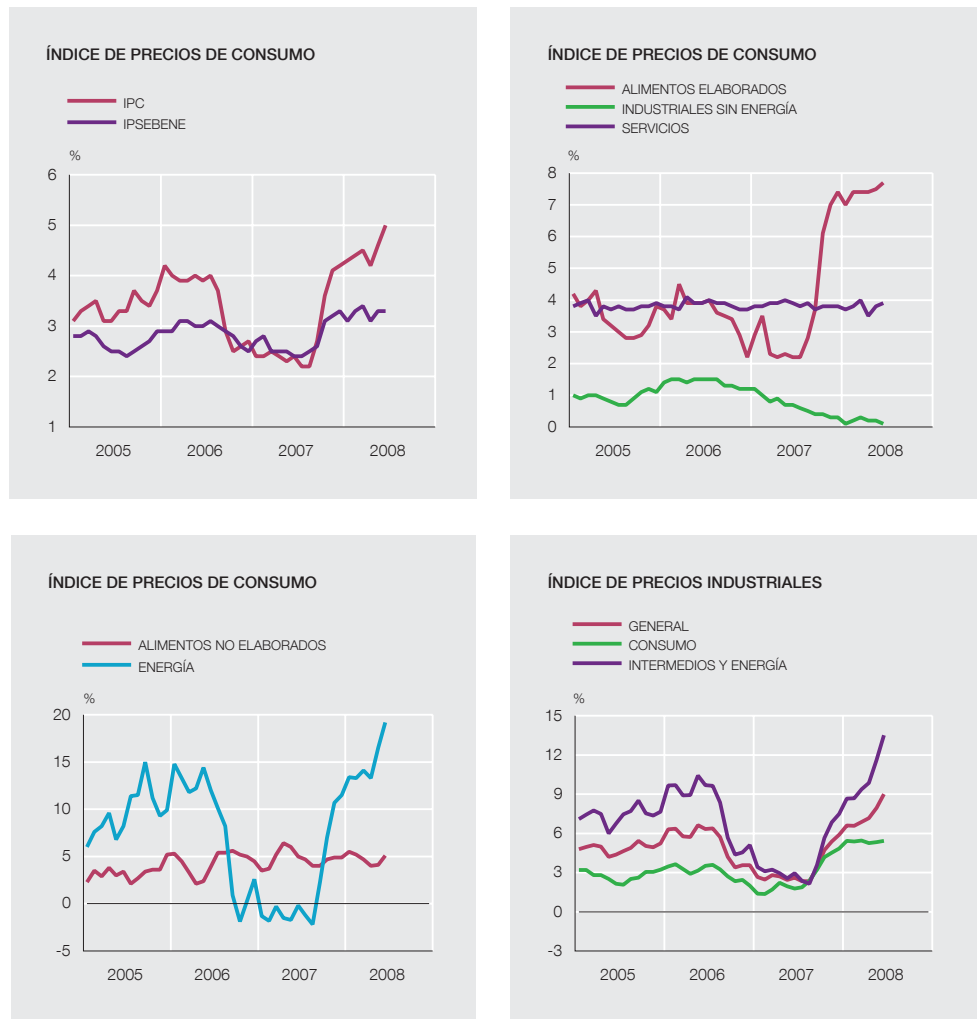
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

De acuerdo con la CNTR, la aceleración de la remuneración por asalariado en el primer trimestre del año fue similar en el total de la economía al repunte experimentado por la productividad, por lo que los costes laborales unitarios (CLU) mantuvieron un ritmo de crecimiento análogo al de finales de 2007, situándose en el 2,9% interanual. Sin embargo, en la economía de mercado los CLU aumentaron su ritmo de crecimiento en dos décimas, hasta el 2,5%, como fruto de la aceleración de la remuneración en un contexto de mantenimiento del avance de la productividad (véase gráfico 21). En el segundo trimestre de 2008 se espera que la remuneración por asalariado repunte en mayor medida que la productividad, de forma que los CLU volverían a acelerarse.

En el primer trimestre de 2008, el deflactor de la demanda final incrementó su tasa de aumento, hasta el 3,6%. Este repunte reflejó el incremento de 0,6 pp, hasta el 5,1%, de la tasa de avance del deflactor de las importaciones de bienes y servicios. El deflactor del PIB también intensificó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2008, aunque de forma más moderada, al aumentar un 3,1%, dos décimas más que en el cuarto trimestre de 2007. Este avance continuó siendo superior al registrado por los CLU, por lo que los márgenes continuaron ampliándose, a pesar de la debilidad de la demanda. Por el lado del gasto, el deflactor del consumo privado se aceleró en cuatro décimas, hasta el 3,1%, algo por debajo del repunte del IPC.

Los distintos indicadores de precios han prolongado a lo largo del segundo trimestre la tendencia alcista iniciada en la segunda mitad de 2007. Así, la tasa de variación interanual



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

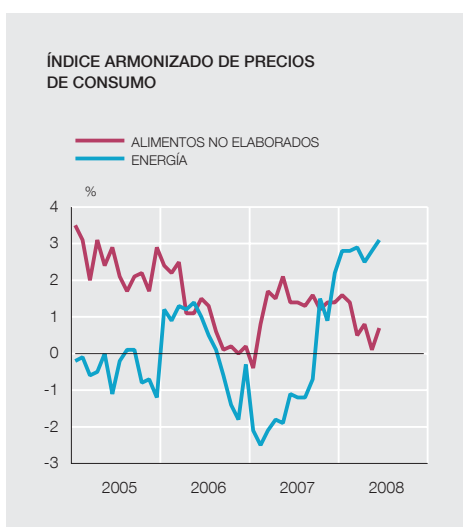
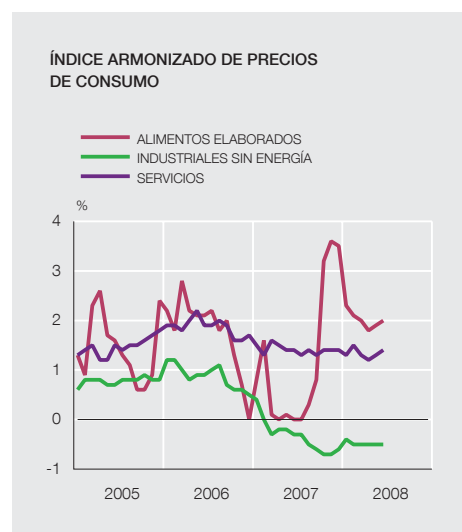
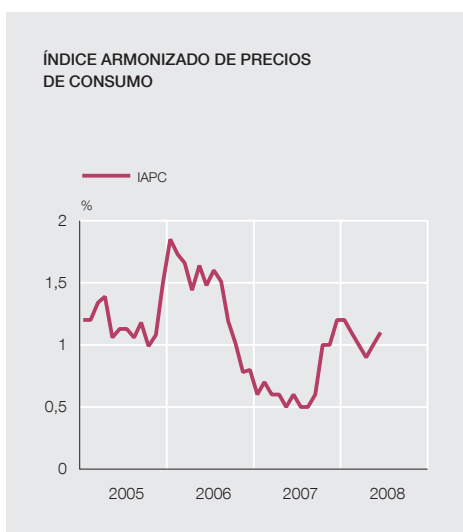
del IPC volvió a aumentar en el período abril-junio, hasta situarse en el promedio trimestral en el 4,6%, dos décimas más que en los tres primeros meses del año (véase gráfico 22). Este repunte refleja un perfil creciente de la inflación a lo largo del trimestre, hasta alcanzar en el mes de junio el 5%, tasa no observada desde julio de 1995. Esta evolución se explica por la significativa escalada de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los alimentos elaborados. En efecto, por tercer trimestre consecutivo, los precios de los productos energéticos volvieron a registrar una aceleración significativa, hasta alcanzar una tasa de variación del 16,8% interanual, debido al considerable encarecimiento del crudo —el barril tipo *Brent* llegó a superar los 130 dólares en junio—. Los precios de los alimentos elaborados volvieron a repuntar en el trimestre, en esta ocasión en dos décimas, hasta el 7,5%. Mientras que las tasas de variación interanual de los precios del pan y los cereales, así como de las bebidas alcohólicas, continuaron aumentando en el segundo trimestre, los precios de la leche se moderaron, aunque siguieron registrando crecimientos interanuales muy elevados.

En cambio, tanto los precios de los alimentos no elaborados como los de los servicios moderaron su ritmo de crecimiento interanual en relación con el registrado en el trimestre

precedente —en seis y dos décimas, respectivamente—, aunque continuaron mostrando alzas muy elevadas —del 4,4% y del 3,7%, respectivamente—. La desaceleración del ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados interrumpió la tendencia alcista que habían venido mostrando desde la segunda mitad de 2007. No obstante, en el mes de junio se produjo un nuevo repunte en el precio de algunos productos, como consecuencia del impacto de la huelga de pescadores y transportistas. En cuanto al precio de los servicios, aunque su tasa de variación interanual se redujo, esta mostró una tendencia creciente a lo largo del mismo, que es consecuencia, en parte, de la traslación al precio de determinados servicios, como el transporte aéreo o los precios de los viajes organizados, del aumento de costes inducido por el encarecimiento del petróleo. Finalmente, los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron en el segundo trimestre el moderado crecimiento observado en los meses anteriores (en concreto, un 0,2% interanual). Esta evolución siguió viéndose favorecida por el continuado descenso en el precio de los automóviles y de los equipos de electrónica e informática, y por el impacto a la baja sobre el precio de determinados artículos —vestido y calzado— de la realización de ofertas y promociones especiales previas al inicio del período oficial de rebajas. Como consecuencia de la evolución de los distintos componentes, la tasa de variación interanual media del IPSEBENE en el segundo trimestre permaneció estable en el valor observado en los primeros meses del año (3,2%).

Al igual que en el caso del IPC, la inflación medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) repuntó en dos décimas en promedio del segundo trimestre, hasta el 4,7%, aunque en junio la tasa fue todavía más elevada (5,1%). En el conjunto de la UEM, el aumento de la tasa de inflación media trimestral fue de tres décimas, alcanzando el 3,6% (y el 4% en junio), por lo que el diferencial de inflación que mantiene España con la zona del euro se redujo en una décima en el conjunto del trimestre, situándose en 1 pp (véase gráfico 23). A estos desarrollos ha contribuido la significativa corrección que ha experimentado el diferencial en el caso de los precios de los alimentos, tanto elaborados como, especialmente, no elaborados, debida en este último caso a la moderación de la inflación de estos bienes en España. El diferencial de inflación de los servicios también se redujo, aunque en menor medida, mientras que el correspondiente a los bienes energéticos se mantuvo estabilizado en torno a los valores del trimestre precedente. También se mantuvo estable el diferencial —en este caso negativo— de inflación de los productos industriales no energéticos.

Finalmente, el índice de precios industriales (IPRI) mantuvo a lo largo del segundo trimestre de 2008 la senda de elevados crecimientos que se inició en los meses finales de 2007, alcanzando una tasa media interanual del 8%, 1,3 pp más que en el primer trimestre del año. El repunte se explica exclusivamente por el notable incremento de los precios de producción de los bienes energéticos, que crecieron un 21,1% en el segundo trimestre, frente al 13,8% del primero. En el resto de los componentes, los precios industriales tendieron a mantenerse estables, con una ligera moderación de los de consumo y equipo y un leve repunte de los intermedios. En el conjunto de la UEM, los precios industriales presentaron un ritmo de avance interanual del 7,1% en mayo, lo que permitió que el diferencial de inflación con la UEM se estrechara en ese mes, hasta situarse en 0,8 pp, tres décimas por debajo del valor de marzo. Los precios industriales de exportación e importación mostraron en mayo una cierta aceleración, hasta el 2,8% y 9,3%, respectivamente, como consecuencia de su componente energético, en tanto que en los restantes capítulos se observaron, en general, crecimientos mucho más moderados o incluso descensos de precios, como en el caso de los bienes de consumo duradero, tanto en la vertiente exportadora como importadora.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado en el primer semestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran un marcado contraste con la evolución seguida en los últimos años, al registrarse un déficit de 4.683 millones de euros (0,4% del PIB) en el acumulado hasta junio de 2008, frente al superávit de 5.218 millones de euros (0,5% del PIB) del mismo período del año anterior. Este resultado se debió, fundamentalmente, a la caída de los recursos en un 4,8%, frente al incremento del 10% en los empleos. Aunque hay que tener en cuenta que, en términos estacionales, junio es uno de los meses que registran menores saldos en la cuenta del Estado, lo que llevaría a esperar una recuperación en los próximos meses, también hay que considerar que las cifras de este año no reflejan todavía el impacto de la nueva deducción para los contribuyentes del IRPF de hasta 400 euros, que solo empezará a manifestarse a partir del mes de julio, reduciendo la recaudación del segundo semestre.

En la misma dirección, los resultados en términos de caja reflejan un empeoramiento de la situación presupuestaria. El Estado registró un déficit de 2.065 millones de euros en la pri-

m€ y %

	Liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Presupuesto inicial 2008	Variación porcentual 2008/2007	Liquidación ENE-MAR Variación porcentual 2008/2007	Liquidación		
						2007 ENE-JUN	2008 ENE-JUN	Variación porcentual
						1	2	3
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	159.840	12,7	158.757	-0,7	1,1	69.126	65.624	-5,1
Impuestos directos	96.980	19,5	90.753	-6,4	9,6	32.003	33.398	4,4
<i>IRPF</i>	48.626	17,3	43.260	-11,0	8,7	21.445	24.378	13,7
<i>Sociedades</i>	44.823	20,5	44.420	-0,9	20,1	8.937	7.368	-17,6
<i>Otros (a)</i>	3.531	42,8	3.073	-13,0	8,1	1.621	1.651	1,9
Impuestos indirectos	48.445	0,2	53.363	10,2	-7,2	30.515	24.989	-18,1
<i>IVA</i>	33.752	-4,7	38.205	13,2	-9,5	23.567	18.192	-22,8
<i>Especiales</i>	11.468	15,9	11.661	1,7	2,5	5.386	5.243	-2,6
<i>Otros (b)</i>	3.224	7,2	3.497	8,5	6,3	1.561	1.554	-0,5
Otros ingresos	14.415	16,4	14.641	1,6	7,1	6.608	7.237	9,5
2 PAGOS NO FINANCIEROS	139.704	7,2	152.331	9,0	4,1	64.958	67.689	4,2
Personal	23.678	6,6	25.378	7,2	2,7	11.722	12.601	7,5
Compras	4.454	17,2	3.563	-20,0	-1,2	1.956	1.906	-2,5
Intereses	14.539	-6,9	16.631	14,4	14,6	6.521	7.519	15,3
Transferencias corrientes	77.680	7,6	83.372	7,3	3,0	36.467	38.111	4,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	3.100	—	—	—	—	—
Inversiones reales	10.106	11,8	10.588	4,8	0,0	4.601	4.452	-3,2
Transferencias de capital	9.248	23,5	9.699	4,9	-4,3	3.692	3.101	-16,0
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	20.135	—	6.426	—	—	4.168	-2.065	—
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	165.171	12,2	157.166	-4,8	1,3	70.332	66.934	-4,8
Empleos no financieros	151.877	6,2	153.920	1,3	12,8	65.114	71.617	10,0
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	13.294	—	3.246	—	—	5.218	-4.683	—
(en porcentaje del PIB)	1,3	—	0,3	—	—	0,5	-0,4	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

mera mitad de 2008, lo que contrasta con el superávit de 4.168 millones de euros registrado en el mismo período de 2007 (véase cuadro 3)². Este cambio se explica principalmente por la caída que están experimentando los ingresos impositivos, que refleja tanto la incidencia de la desaceleración de la economía sobre la recaudación como el impacto de las medidas aprobadas por el Gobierno, algunas de las cuales ya han comenzado a aplicarse. A la luz de la evolución observada de los ingresos y de las perspectivas para el segundo semestre, cabe esperar que, para el conjunto de 2008, se registren desviaciones significativas entre la recaudación realizada y la presupuestada. Por el contrario, la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social muestra una notable mejora en su saldo, según se describe en el recuadro 4.

2. La diferente evolución entre el saldo en términos de caja y en términos de Contabilidad Nacional responde principalmente a los ajustes por el diferente criterio de imputación de los intereses y por la variación de los derechos y obligaciones pendientes.

El Sistema de la Seguridad Social presentó hasta abril de 2008 un superávit no financiero de 11.301 millones de euros, superior en un 16,8% al registrado en el mismo período del año precedente. Los ingresos no financieros aumentaron un 11,4% hasta abril respecto al mismo mes de 2007, mientras que el incremento registrado por los pagos ascendió a un 9,5% (véase cuadro adjunto).

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un aumento hasta abril del 7,7%, situándose ligeramente por encima del incremento presupuestado para el conjunto de 2008. La pérdida de dinamismo del mercado de trabajo quedó plasmada en la reducción del número de afiliados a la Seguridad Social, por primera vez desde 1994, en un 0,9% en la primera mitad del año.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 7,8% hasta abril, por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. En los seis primeros meses de 2008 el número de pensiones contributivas viene mostrando ritmos de avance (del 1,4%) similares

a los del año anterior (de un 1,3% para el conjunto de 2007). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal creció a un ritmo del 7,1% hasta abril, situándose también por encima de la previsión presupuestaria para 2008.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), todavía no se dispone de información sobre los ingresos del año 2007. Por su parte, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada aceleración en lo que va de año, registrando un incremento del 21,2% en tasa interanual hasta mayo de 2008. La tasa de cobertura en ese mismo mes se situó en el 70,4%, algo menos de cuatro puntos por encima de la registrada en el mismo mes de 2007. El número de beneficiarios aumentó, con datos hasta mayo, un 28,1% frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 21,4% en tasa interanual en el mismo período. La última información disponible sobre el paro registrado muestra una nueva aceleración, hasta el 23,9%, en el primer semestre del año, en línea con la pérdida de vigor del mercado de trabajo.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b).

Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

m€ y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2007	2008	% variación	2007	2008	% variación
	1	2	3 = 2/1	4	5	6 = 5/4
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	106.142	114.081	7,5	36.592	40.767	11,4
1.1 Cotizaciones sociales	97.942	105.107	7,3	33.680	36.262	7,7
1.2 Transferencias corrientes	5.963	6.796	14,0	2.041	3.322	62,8
1.3 Otros	2.237	2.177	-2,7	870	1.182	35,8
2 PAGOS NO FINANCIEROS	98.390	106.048	7,8	26.915	29.466	9,5
2.1 Personal	2.253	2.412	7,1	658	704	7,0
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.807	1.978	9,5	487	503	3,4
2.3 Transferencias corrientes	93.743	101.056	7,8	25.721	28.156	9,5
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>80.099</i>	<i>86.041</i>	<i>7,4</i>	<i>22.098</i>	<i>23.820</i>	<i>7,8</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>7.313</i>	<i>7.716</i>	<i>5,5</i>	<i>1.947</i>	<i>2.085</i>	<i>7,1</i>
<i>Resto</i>	<i>6.331</i>	<i>7.300</i>	<i>15,3</i>	<i>1.677</i>	<i>2.251</i>	<i>34,3</i>
2.4 Otros	588	601	2,2	49	103	111,0
3 SALDO NO FINANCIERO	7.752	8.033	3,6	9.677	11.301	16,8

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social no estarán disponibles hasta octubre de 2008.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

Para el análisis de la evolución 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, en el primer semestre de 2008 los ingresos descendieron un 0,9% en comparación con el mismo período del año anterior, principalmente por la negativa evolución de la recaudación procedente del IVA y del impuesto de sociedades. Por el contrario, el IRPF continuó dando muestras de vigor, con un crecimiento del 14,9%, sostenido principalmente por los ingresos por las retenciones sobre las rentas del trabajo y del capital mobiliario, que aumentaron un 9,8% y un 36,8%, respectivamente. En los próximos meses, sin embargo, es de esperar que la mencionada deducción en el IRPF provoque una notable desaceleración de esta figura impositiva. Por su parte, el impuesto sobre sociedades, tras el primer pago a cuenta, experimentó una fuerte caída, del 17,6%, debida tanto al empeoramiento de las bases imponibles como al impacto de la segunda rebaja del tipo impositivo general para las grandes empresas (del 32,5% al 30%) y del cambio en el método de cálculo de los pagos a cuenta³. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la caída de la recaudación por IVA, con una tasa del -14,2% con respecto al primer semestre del año anterior. En este caso, su evolución obedece tanto al impacto de la desaceleración económica, como al adelanto en las devoluciones y al cambio en el tratamiento de los grupos de empresas, que les permite compensar saldos que se han de ingresar y que se han de devolver de las distintas sociedades que los componen (lo que equivale, de hecho, a un adelanto adicional en la realización de las devoluciones). Por su parte, los impuestos especiales mostraron un aumento muy moderado, que se debió al descenso en la recaudación por el impuesto sobre hidrocarburos, que refleja la reducción del consumo ante el aumento del precio de los carburantes. Los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos (que se recoge en el cuadro 3) registraron un crecimiento relativamente elevado, que se explica, en parte, por la participación en los beneficios del Banco de España y por la diferencia entre los valores de reembolso y emisión de la deuda pública.

Los pagos de caja del Estado aumentaron un 4,2% interanual hasta junio, por debajo de la previsión presupuestaria, que apunta a un crecimiento del 9% en el conjunto de 2008. Mientras que los gastos de personal y de intereses presentaron tasas de incremento superiores a las presupuestadas para el conjunto del año, los pagos en concepto de transferencias corrientes (en su mayor parte dirigidas a otras Administraciones Públicas) se mostraron más moderados. 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

La necesidad de financiación de la economía española (esto es, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital) se situó en los primeros cuatro meses del año 2008 en 38.260 millones de euros, lo que supone un aumento del 13% en comparación con el mismo período del año anterior, tasa todavía elevada pero inferior a las observadas en los últimos ejercicios. Esta ampliación del desequilibrio exterior reflejó el deterioro del saldo por cuenta corriente, cuyo déficit se incrementó un 15,5% en términos interanuales, hasta situarse en 40.720 millones de euros. Este incremento del desequilibrio por cuenta corriente se explicó, fundamentalmente, por los aumentos en el déficit energético y, en menor medida, en el saldo negativo de las transferencias corrientes, que más que compensaron las mejoras observadas en el déficit no energético, en el superávit de servicios y en el déficit de rentas. El superávit de la cuenta de capital mejoró notablemente, en un 77,9%, hasta 2.460 millones de euros.

3. El objetivo de esta medida es posponer los efectos fiscales de los ajustes contables sobre dichos pagos derivados de la aplicación del nuevo Plan General Contable.

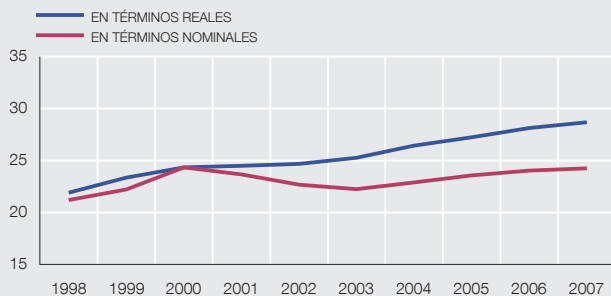
La creciente internacionalización de las economías no solo ha potenciado los intercambios comerciales a nivel mundial, sino que ha introducido cambios importantes en su composición. Concretamente, las exportaciones de los países en vías de desarrollo hacia las economías industrializadas han mostrado una tendencia creciente a lo largo de la última década, en especial, las de bienes de consumo —por los menores niveles de precios en los primeros— y las de bienes intermedios no energéticos —por la fragmentación espacial de los procesos productivos hacia países con menores salarios—. En consecuencia, se ha producido un aumento generalizado del grado de penetración de las importaciones en los países desarrollados, al que España no ha sido ajena.

Según los datos de la Contabilidad Nacional de España, la penetración de las importaciones de bienes y servicios ha experimentado un cierto avance desde finales de los años noventa hasta la actualidad (véase gráfico 1). El porcentaje que representan las importaciones totales, en términos nominales, sobre la demanda final alcanzó en 2007 un 24,1%, en torno a tres puntos por encima de su valor en 1998. Este incremento es muy superior cuando se consideran las cifras en términos reales, al situarse dicho porcentaje en el 28,7% en 2007, frente al 21,9% del año 1998.

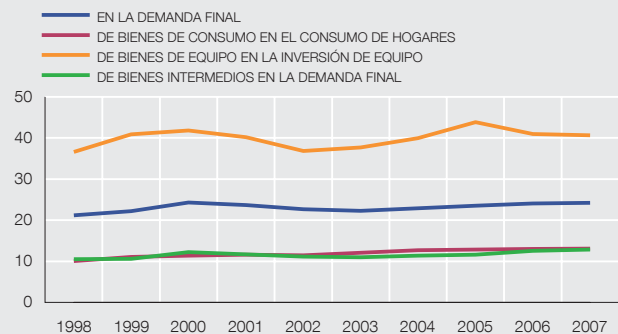
Una primera aproximación a la relevancia de las importaciones en cada uno de los componentes de la demanda final podría obtenerse a partir de los datos de comercio exterior de Aduanas, que facilita información desagregada por tipo de bienes según grupos de utilización (véase gráfico 2). Según estos datos, que, no obstante, han de tomarse con cautela, pues combinan la información procedente de dos fuentes estadísticas distintas, las importaciones de bienes de consumo finales, en términos nominales, han aumentado su peso en el consumo final de los hogares desde el año 1998 al año 2007 en 3 pp, hasta situarse en el 13,1% (en 5,4 pp, en términos reales, hasta el 15,5%). También las importaciones de bienes de equipo han incrementado, en términos nominales, su peso en el total de la inversión en equipo, en 4 pp a lo largo del período considerado, situándose en el 40,7% en 2007 (en 12,7 pp, en términos reales, hasta el 49,3%).

No obstante, los datos anteriores no tienen en consideración los *inputs* intermedios importados que se utilizan en los procesos productivos domésticos y que, una vez transformados, se contabilizan como parte de la producción nacional, por lo que esa aproximación, especialmente en un contexto donde la fragmentación de la producción cobra mayor relevancia, estaría infraestimando el contenido importador de cada componente de la demanda final. El peso de los

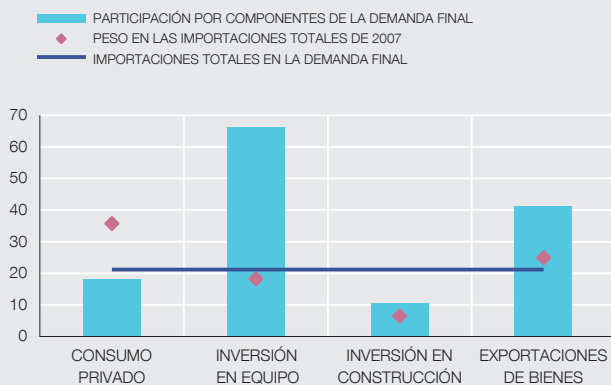
1 PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL
Bienes y servicios



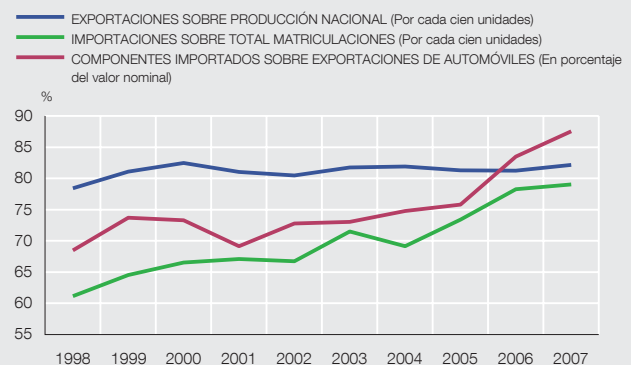
2 PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS
En términos nominales



3 PARTICIPACIÓN DE LAS IMPORTACIONES EN LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE LA DEMANDA FINAL. AÑO 1998



4 COMERCIO EXTERIOR DE AUTOMÓVILES



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

bienes intermedios importados en el total de la demanda final es significativo y, además, ha aumentado desde el año 1998 en 2,4 pp, en términos nominales, hasta el 12,9% (en 3,1 pp, hasta un 13,8%, en términos reales). Para asignar las importaciones de bienes intermedios a los distintos componentes de la demanda final es necesario recurrir al Marco *Input-Output* de la Contabilidad Nacional de España, que proporciona información para estimar el destino final de esas importaciones. Los resultados a partir de dicha información para el año 1998, último para el que se ha explotado dicho Marco con este objetivo, se presentan en el gráfico 3¹.

Como cabría esperar, al realizar este ajuste, el contenido importador de los distintos componentes de la demanda aumenta en comparación con el obtenido directamente de las cifras de Aduanas y de los componentes de la Contabilidad Nacional. Según estos datos, la inversión en equipo era en 1998 el componente de la demanda que presentaba un contenido importador más elevado (un 66,3%), seguido de las exportaciones de bienes (41,2%) —muy superior en ambos casos al peso de las importaciones totales en la demanda final (21,2%)— y, a más distancia, por el consumo final de los hogares (18,2%). Una vez redistribuidos los consumos intermedios importados entre los componentes de la demanda final y aplicando estas ponderaciones a las cifras del año 2007, se obtiene que en dicho año las importaciones totales se destinaron principalmente al consumo

1. La realización de estos cálculos no es inmediata, de ahí que la explotación del Marco *Input-Output* se realice con cierto retraso. Recientemente, el INE ha publicado la Tabla de Origen y Destino (TOD) del año 2004 y ha revisado las ya publicadas para los años 2000 y 2001. Los primeros resultados que se obtienen con esta información no difieren sustancialmente de los que se presentan en este artículo.

privado (un 35,7%), en menor medida a las exportaciones de bienes (24,9%) y, finalmente, a la inversión en equipo (18,3%).

Estos datos reflejan que, a la hora de explicar el elevado contenido importador de la demanda final en España, junto con factores como los que se mencionaron en la introducción (principalmente, la penetración en el mercado español de productos procedentes de las economías emergentes), hay que acudir a otros, como son la creciente demanda de bienes y servicios de mayor valor añadido, consecuencia del mayor nivel de renta per cápita de los hogares², la dependencia de las empresas españolas de la tecnología importada, así como la importancia de *inputs* energéticos importados. Finalmente, hay que tener en cuenta el peso que tienen en la estructura exportadora sectores como el del automóvil, que utilizan una proporción muy elevada de bienes intermedios procedentes del exterior. En relación con este último sector, el gráfico 4 ilustra este extremo. Se observa que las importaciones de componentes de automóviles —*inputs* intermedios del sector de la automoción— muestran una correlación elevada y positiva respecto a la situación del sector, ya que han presentado tasas de crecimiento superiores, en los últimos años, a las registradas por las exportaciones de automóviles —un 80% de la producción doméstica de automóviles se dirige al mercado exterior—. En definitiva, diversos factores relacionados con la creciente globalización, que han afectado en mayor o menor medida a todas las economías, junto con otros específicos al caso español, parecen explicar el aumento del grado de penetración de las importaciones en los últimos años.

2. Con datos de la Contabilidad Nacional de España para el período 2000-2005, los gastos en consumo final de los hogares que más crecieron en términos reales fueron comunicaciones, equipos y accesorios audiovisuales y de procesamiento de la información, medicamentos y gastos de turismo en el exterior.

En los cuatro primeros meses de 2008, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 4.865 millones de euros sobre el nivel registrado en el mismo período del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 31.653 millones de euros (un 18,2% superior al acumulado hasta abril de 2007). Esta tasa, aunque similar a la observada en el cuarto trimestre del último ejercicio, resulta sensiblemente superior a la registrada en el conjunto del año pasado. A pesar de que, según los datos de Aduanas, las exportaciones de bienes en términos reales intensificaron su ritmo de crecimiento entre enero y abril de 2008, las importaciones continuaron registrando tasas de crecimientos más elevadas, impulsadas por las compras de productos energéticos. El empeoramiento de la relación real de intercambio contribuyó a ampliar el diferencial entre las tasas de crecimiento de las exportaciones y las importaciones en términos nominales (que fueron del 9,9% y 12%, respectivamente) y, por tanto, a deteriorar adicionalmente el saldo comercial. A diferencia de lo acontecido en el año anterior, la factura energética, que se incrementó significativamente en el primer cuatrimestre de 2008, explicó la totalidad de la ampliación del déficit comercial nominal, en un contexto de aumento significativo de las importaciones netas de los productos energéticos en términos reales. Por el contrario, el desequilibrio del comercio no energético disminuyó en términos nominales.

		ENERO-ABRIL	
		2007	2008
Millones de euros			
INGRESOS	Cuenta corriente	109.198	119.923
	<i>Mercancías</i>	61.519	67.652
	<i>Servicios</i>	26.010	28.334
	— Turismo	10.488	10.804
	— Otros servicios	15.522	17.530
	<i>Rentas</i>	16.027	19.131
	<i>Transferencias corrientes</i>	5.642	4.806
	Cuenta de capital	2.212	2.884
	Cuentas corriente + capital	111.410	122.807
PAGOS	Cuenta corriente	144.443	160.643
	<i>Mercancías</i>	88.307	99.304
	<i>Servicios</i>	21.979	23.485
	— Turismo	4.208	4.401
	— Otros servicios	17.771	19.085
	<i>Rentas</i>	24.912	27.812
	<i>Transferencias corrientes</i>	9.245	10.041
	Cuenta de capital	829	424
	Cuentas corriente + capital	145.272	161.066
SALDOS	Cuenta corriente	-35.245	-40.720
	<i>Mercancías</i>	-26.788	-31.653
	<i>Servicios</i>	4.031	4.849
	— Turismo	6.281	6.403
	— Otros servicios	-2.249	-1.554
	<i>Rentas</i>	-8.885	-8.681
	<i>Transferencias corrientes</i>	-3.603	-5.235
	Cuenta de capital	1.383	2.460
	Cuentas corriente + capital	-33.862	-38.260

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

La balanza de servicios arrojó en los cuatro primeros meses de 2008 un superávit de 4.849 millones de euros, un 20,3% superior al acumulado en el mismo período de 2007. Esta ampliación se explicó por la modesta mejora del superávit de turismo, del 2%, hasta alcanzar 6.403 millones de euros, y, en mayor medida, por la corrección del déficit del resto de servicios, del 30,9%, situándose en 1.554 millones de euros. Los ingresos turísticos nominales aumentaron un 3% en el conjunto del cuatrimestre, tasa inferior tanto a la del último trimestre de 2007 como a la del conjunto de ese año (del 4,5% y 3,6%, respectivamente). Por su parte, los pagos turísticos se desaceleraron, aumentando un 4,6% interanual, en consonancia con la evolución de sus principales determinantes y, en particular, con la pérdida de empuje del gasto de los hogares. En cuanto al resto de servicios, en el primer cuatrimestre el dinamismo de los ingresos fue más pronunciado que el de los pagos (con tasas de crecimiento del 12,9% y 7,4%, respectivamente), lo que permitió que el déficit de esta rúbrica se redujera considerablemente.

A diferencia de lo que ha venido sucediendo en los últimos años, el saldo negativo de la balanza de rentas disminuyó ligeramente en el primer cuatrimestre de 2008, un 2,3% en términos interanuales, hasta situarse en 8.681 millones de euros. Este descenso se explica por el mayor dinamismo de los ingresos que de los pagos, aunque ambos flujos registraron creci-

mientos notables (del 19,4% y 11,6%, respectivamente). Por instrumentos, la notable mejora del superávit de las rentas netas por operaciones de inversión directa contrarrestó la ampliación de los saldos negativos de la otra inversión y, particularmente, de la inversión de cartera. El aumento del superávit de rentas de la inversión exterior directa reflejó la favorable evolución de los ingresos percibidos por los otros sectores residentes en concepto de dividendos y de la disminución de los correspondientes pagos. Por el contrario, el saldo negativo de la balanza de transferencias corrientes se amplió un 45,3% interanual en el primer cuatrimestre de 2008 respecto al mismo período del ejercicio anterior, situándose en 5.235 millones de euros. Esta evolución se explica tanto por el retroceso de los ingresos (-14,8% interanual), como por el avance de los pagos (8,6% interanual). Los primeros estuvieron condicionados particularmente por la disminución de los ingresos comunitarios en concepto de FEAGA y de los impuestos percibidos por las AAPP. Por su parte, el crecimiento de los pagos reflejó el aumento que experimentaron los efectuados por el sector público a la UE —especialmente los correspondientes al recurso RNB, que contrarrestaron la caída registrada por los recursos propios tradicionales—, mientras que los pagos por remesas de emigrantes descendieron ligeramente (un -1,5%).

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

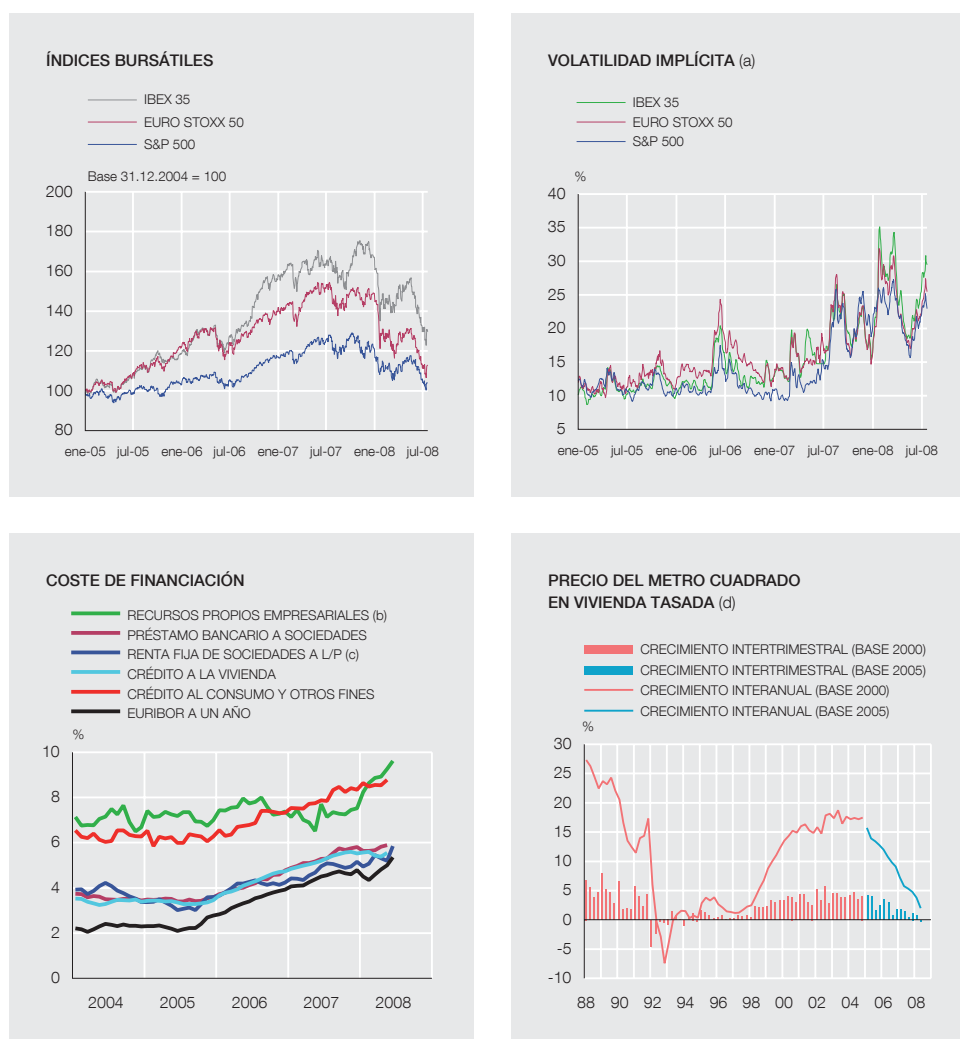
Durante el segundo trimestre de 2008 volvieron a aumentar las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, tendencia que fue especialmente marcada en los plazos más largos. Así, el EURIBOR a un año se situaba en el 5,4% a finales de junio, 0,7 pp por encima del dato que se observó tres meses antes, y ha permanecido en torno a esa cota desde entonces hasta la fecha de cierre de este Informe. En esta ocasión, el repunte estuvo ligado a la revisión al alza en el nivel futuro previsto por el mercado de los tipos de interés oficiales del Eurosistema —que aumentaron en 25 pb a principios de julio—, y no a una intensificación de las turbulencias, ya que el diferencial con las operaciones al mismo horizonte con garantías (Eurepo) se redujo ligeramente durante este período, situándose el día 21 de julio alrededor de los 80 pb, casi 10 pb menos que a finales de marzo.

También se elevó la rentabilidad de la deuda pública, siendo el ascenso especialmente significativo en el caso de los títulos con vencimiento a cinco años (más de 1 pp). Por otra parte, durante abril y la primera quincena de mayo se observó una cierta recuperación en los mercados bursátiles (aumentos en las cotizaciones y reducciones en la volatilidad), y una disminución en los diferenciales crediticios (véase gráfico 24). Sin embargo, estas tendencias se invirtieron posteriormente. De este modo, el 21 de julio, el IBEX 35 acumulaba en este ejercicio unas pérdidas del 22%, muy por encima de las registradas por el S&P 500 (14%), pero algo inferiores a las del EURO STOXX amplio (24%), y las primas de los derivados crediticios volvían a rebasar los niveles de finales de 2007.

La información más reciente relativa a las condiciones de financiación del sector privado apunta a un nuevo endurecimiento. Así, entre marzo y mayo, último mes disponible, los tipos de interés de las nuevas operaciones crediticias con los hogares para consumo y otros fines y con las sociedades no financieras aumentaron algo más de 20 pb, hasta situarse en el 8,78% y 5,89%, respectivamente, mientras que el de la deuda destinada a la adquisición de vivienda, que recoge con un cierto retraso los movimientos en las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, tuvo un ascenso menor (12 pb, hasta el 5,55%). Además, hay que tener en cuenta que estas cifras no recogen todavía el repunte de junio en los tipos EURIBOR. También se elevó el coste de captación de fondos de las empresas mediante valores de renta fija y el de los recursos propios. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de abril, las entidades esperaban aplicar unos criterios de concesión más estrictos durante el segundo trimestre del año.

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, entre marzo y junio se mantuvo la pauta de desaceleración en el precio de la vivienda libre, que habría llevado a que, por primera vez en los últimos años, se registrase una ligera disminución con respecto al trimestre previo (del 0,3%). En términos interanuales, la tasa de avance del valor de estos activos continuó siendo positiva (2%, 1,8 pp menos que en marzo).

En este contexto, y en línea con la evolución observada para sus determinantes, durante los últimos meses se ha mantenido el proceso de desaceleración de la deuda del sector privado que se venía observando en los trimestres precedentes. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de sus pasivos fue, en mayo, algo inferior al 10%, casi 1 pp menos que en marzo. El ritmo de avance de los recursos ajenos de las sociedades se redujo en mayor medida (más de 3 pp), situándose en ese mismo período en el entorno del 12%. Las tasas inter-



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de 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.

trimestrales anualizadas apuntan a incrementos inferiores en la financiación recibida por ambos sectores, que se situarían alrededor del 7% y del 8%, respectivamente (véase recuadro 6). La información más reciente del crédito por finalidades productivas, correspondiente al primer trimestre, muestra que esta ralentización ha sido particularmente acusada en los préstamos ligados al sector residencial. Así, la velocidad de expansión del captado por las actividades inmobiliarias y la construcción se redujo en casi 7 pp y en algo más de 2 pp, respectivamente, aunque continúa en registros elevados —en torno al 18% y al 12%—. Por el contrario, se mantuvo el dinamismo de los fondos destinados al sector industrial y al resto de ramas de servicios.

La desaceleración de los pasivos de familias ha contribuido a la estabilización de la ratio de endeudamiento en relación con la renta bruta disponible (RBD) del sector durante los primeros meses de 2008, mientras que la carga financiera asociada muestra todavía un perfil ascen-

La financiación recibida por el sector privado no financiero es una variable muy relevante en el análisis de la coyuntura económica y en la valoración de las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo, ya que la evolución de este indicador suele guardar cierta relación con el curso del gasto de los hogares y las sociedades, en la medida en que una parte importante de estos fondos tiende a destinarse a consumo e inversión en activos reales.

La disponibilidad de información con frecuencia mensual de la financiación permite la obtención tanto de tasas de crecimiento cortas (mensuales o trimestrales) como largas (anuales). La principal ventaja de la primera de estas alternativas es que utiliza exclusivamente los datos más recientes, de modo que los cambios de perfil tienden a captarse con mayor celeridad. No obstante, la existencia de estacionalidad, los efectos de calendario y la elevada variabilidad de los flujos mensuales dificultan la extracción de señales sobre la tendencia de estas series. Aunque existen herramientas estadísticas y económicas que permiten tratar algunos de estos problemas, estos procedimientos están sujetos a un error de estimación.

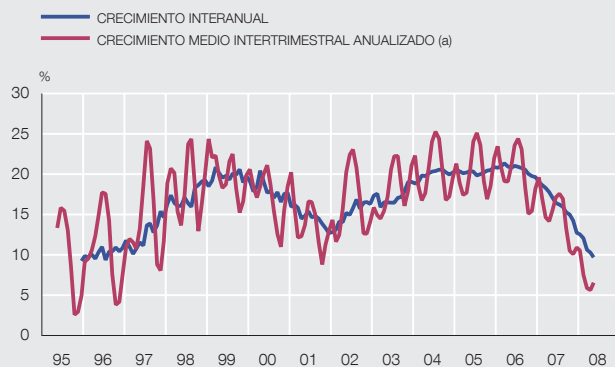
Por todo lo anterior, en el Banco de España el análisis de la evolución de la financiación se basa principalmente en el crecimiento interanual de esta variable. Esto tiene como principal ventaja que evita los problemas de estacionalidad y reduce los efectos de calendario y de elevada volatilidad en las series (pues los movimientos atípicos al alza de un mes tienden a ser compensados por otros en la dirección contraria en otros períodos), con lo que se obtienen unas medidas mucho más estables, minimizando el riesgo de extraer señales erróneas o mensajes cambiantes de un mes a otro. Sin embargo, el inconveniente de esta aproximación es que, en momentos en los que se producen cambios de tendencia, la información contenida en las tasas largas los recogerá con un cierto retraso. En concreto, en los períodos en los que los fondos ajenos captados por el sector privado se desaceleran, las tasas largas tenderán a ser más elevadas que las

cortas, y lo contrario ocurre durante las etapas de aceleración de este agregado. En estos contextos, la utilización de indicadores basados en variaciones trimestrales o mensuales puede ser un complemento útil a los que se calculan a partir de los movimientos interanuales, si bien su evolución debe valorarse con cierta cautela, dados los problemas que presentan.

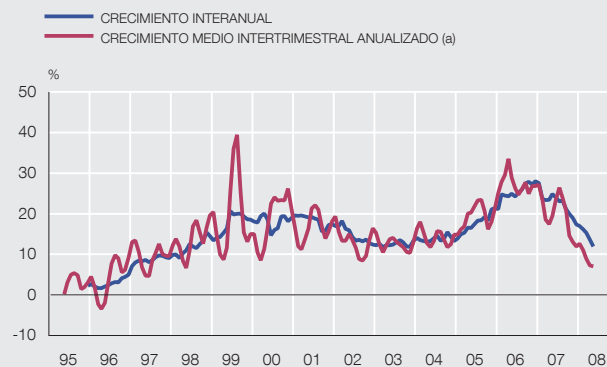
En los gráficos 1 y 2 se presenta, respectivamente, el crecimiento de la financiación de los hogares y las sociedades, utilizando tanto tasas cortas (medidas como la variación anualizada del saldo medio de la financiación en el último trimestre con respecto al existente en los tres meses anteriores) como largas (crecimiento interanual). Se aprecia claramente cómo las series basadas en las tasas largas son mucho más estables que las cortas, en línea con lo que se ha comentado anteriormente. En ambos casos, se observa un perfil de desaceleración de la deuda de las familias y las empresas que se inició a mediados de 2006 en el primer caso y a comienzos de 2007 en el segundo. Esta moderación, que se produce después de una larga fase en la que estas variables habían venido avanzando a ritmos muy elevados (superiores al 20%), habría venido propiciada tanto por factores de demanda como de oferta, como apuntan las encuestas de préstamos bancarios elaboradas durante este período.

Por otra parte, los datos más recientes evidencian que las tasas cortas se encuentran por debajo de las largas, lo que es coherente con la etapa actual de desaceleración. En concreto, en mayo el ritmo de avance interanual de la financiación se situaba alrededor del 10% y del 12% en el caso de los hogares y las sociedades, respectivamente, frente a un crecimiento medio intertrimestral anualizado en el entorno del 7% y del 8%. Estas últimas cifras se encuentran ya próximas a la expansión del PIB nominal, con lo que las ratios de endeudamiento agregadas de las familias y las empresas se están estabilizando, tras una larga fase de fuerte incremento.

1 FINANCIACIÓN A HOGARES. TASAS DE CRECIMIENTO



2 FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS DE CRECIMIENTO



FUENTE: Banco de España.

a. Calculado como la tasa de crecimiento del saldo medio de los últimos tres meses frente al de los tres anteriores y anualizado usando la fórmula de capitalización compuesta.

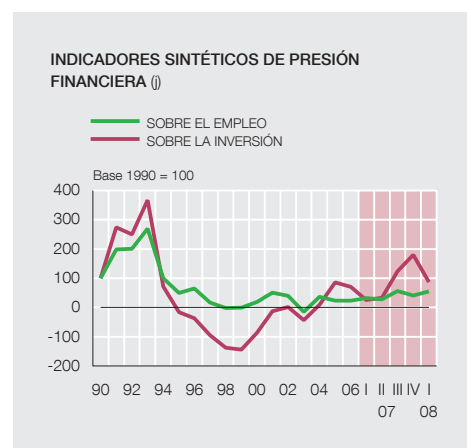
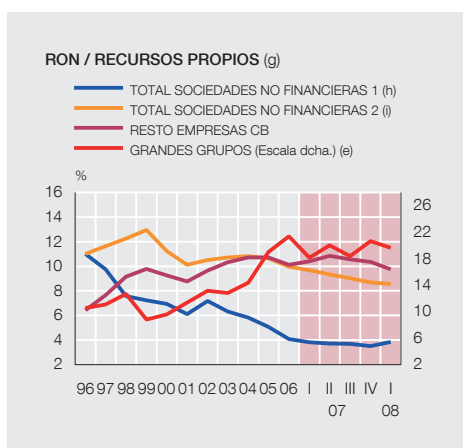
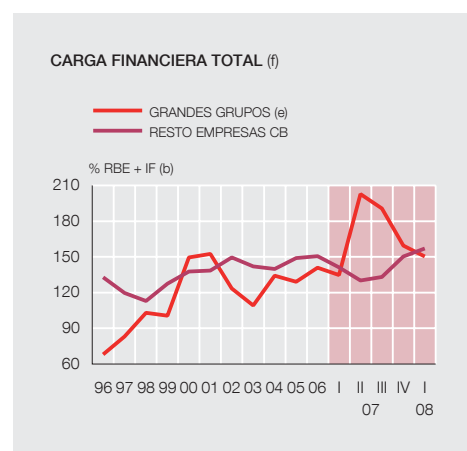
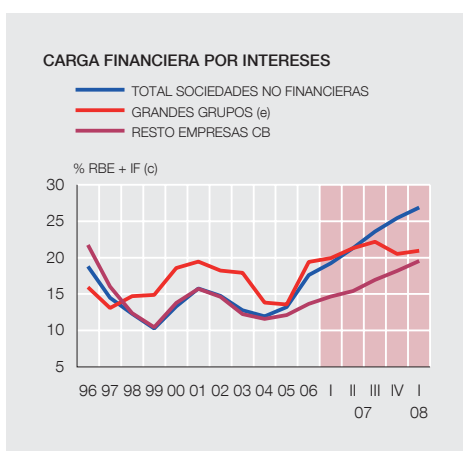
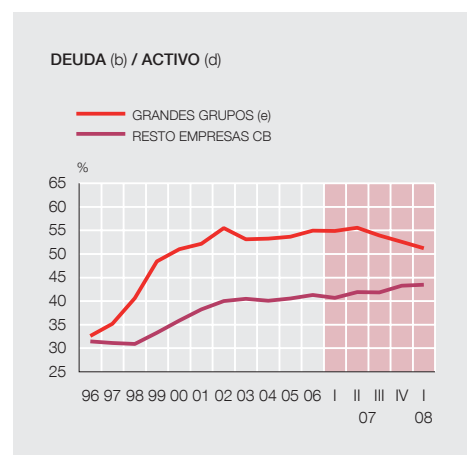
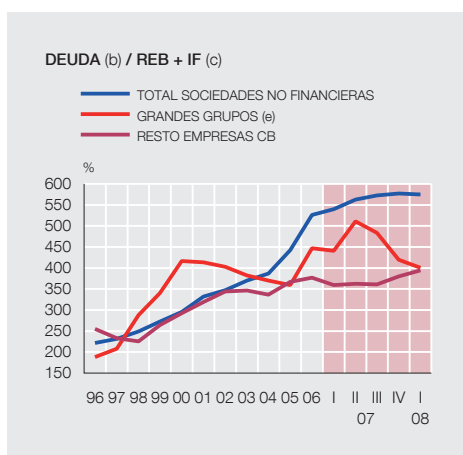


FUENTE: Banco de España.

- a. 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.
- b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- h. 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.

dente, como consecuencia del incremento de los tipos de interés (véase gráfico 25). Por su parte, el ahorro de los hogares no destinado al servicio de la deuda registró una ligera recuperación, mientras que su riqueza neta y sus necesidades de financiación, en relación con la RBD y el PIB, respectivamente, apenas variaron.

Tampoco la ratio de endeudamiento de las sociedades mostró variaciones significativas en el primer trimestre de 2008. En cambio, se elevó la carga financiera asociada, evolución que contribuyó al retroceso de la rentabilidad del capital (véase gráfico 26). Estas tendencias se observaron también para las empresas colaboradoras con la Central de Balances (CBT), entre las que tienen un peso elevado las de mayor tamaño. Como resultado de estos desarrollos, el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo aumentó, mientras que el correspondiente a la inversión se redujo, divergencia que refleja la distinta ponderación de las variables que intervienen en su cálculo. Por otra parte, la información de las Cuentas Financieras indica que durante este período las necesidades de financiación del sector no mostraron cambios rele-



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 + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – 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 CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

% del PIB	2003	2004	2005	2006	2007				2008
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
					Economía nacional	-2,9	-4,8	-6,5	-8,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,8	-5,1	-8,2	-10,5	-11,1	-11,9	-12,9	-13,4	-13,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-3,9	-4,5	-6,9	-8,9	-8,8	-10,0	-11,0	-11,7	-11,9
<i>Hogares e ISFLSH</i>	0,1	-0,6	-1,3	-1,7	-2,3	-1,9	-1,9	-1,6	-1,5
Instituciones financieras	1,0	0,6	0,7	0,6	0,8	1,2	1,4	1,6	1,7
Administraciones Públicas	-0,2	-0,4	1,0	1,8	2,0	2,0	2,6	2,2	1,7
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,2	-8,7	-11,1	-16,1	-13,8	-15,6	-15,9	-17,4	-17,9

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.

vantes, situándose próximas al 12% del PIB. En cambio, la brecha de financiación (concepto 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) aumentó ligeramente, hasta alcanzar un registro cercano al 18% del PIB, 0,5 pp por encima del dato de finales de 2007.

Las proyecciones disponibles para el segundo trimestre de 2008 apuntan a una continuidad de las tendencias recientes en la evolución de los ratios de endeudamiento y de carga financiera de los hogares y las sociedades. Así, las primeras apenas mostrarían variaciones, mientras que las segundas habrían seguido aumentando.

A pesar de que el déficit de recursos de los hogares y las sociedades se mantuvo estable entre diciembre de 2007 y marzo de 2008, el menor ahorro de las AAPP, unido a la escasa variación en el superávit de las instituciones financieras, se tradujo en un aumento en las necesidades de financiación de la nación, que alcanzaron el 10% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). A diferencia de lo que ocurrió durante el segundo semestre del pasado ejercicio, en el primer trimestre de este año los fondos netos captados en el resto del mundo por los sectores distintos del Banco de España fueron suficientes para cubrir el déficit exterior. No obstante, en términos acumulados anuales aumentaron las entradas de capital canalizadas a través de esta institución.

En resumen, los datos más recientes muestran que, durante el segundo trimestre, se han seguido endureciendo las condiciones de financiación de familias y empresas, tanto por la vía de incrementos en el coste de los fondos como por la aplicación de criterios de concesión más estrictos por parte de las entidades. En línea con este desarrollo y con el del resto de los determinantes fundamentales de los pasivos, ha continuado la progresiva desaceleración de los recursos ajenos captados por los hogares y las sociedades, lo que estaría contribuyendo a una dinámica más sostenible en el largo plazo del endeudamiento agregado de estos sectores. No obstante, el elevado nivel de deuda alcanzado por algunos segmentos, junto con el incremento en el coste de financiación y, en determinados casos, la evolución menos favorable de las rentas, podría estarse traduciendo en un aumento de la proporción de dichos agentes que se encuentran bajo mayor presión financiera. El ascenso en la ratio de morosidad

en los últimos meses apuntaría en esta dirección. Así, entre diciembre de 2007 y marzo de 2008 dicha ratio se incrementó 0,3 pp tanto para los hogares como para las sociedades no financieras, observándose un repunte algo más acusado en la rama de la construcción y los servicios inmobiliarios (0,4 pp), si bien el nivel alcanzado sigue siendo reducido tanto en términos históricos como en comparación con otros países de nuestro entorno.

Por otra parte, aunque durante el primer trimestre de 2008 el déficit exterior se ha podido financiar sin que ello haya supuesto una reducción de la posición neta del Banco de España frente al resto del mundo, y a pesar de que en los meses posteriores se han reabierto incipientemente algunos mercados de emisión, la persistencia de las dificultades de obtención de fondos en los mercados internacionales continúa siendo un factor de riesgo, dadas las elevadas necesidades de financiación que presenta la economía española.

5.2 El sector hogares

Durante el segundo trimestre de 2008 se ha apreciado un nuevo ascenso en el coste de la financiación a los hogares. Así, entre marzo y mayo el tipo de interés aplicado por las entidades en las operaciones nuevas de préstamo para consumo y otros fines se incrementó en 23 pb, hasta situarse en el 8,78%, mientras que para el asociado a los fondos destinados a la adquisición de vivienda, que recoge con un cierto retraso los movimientos en las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, el repunte fue menor (12 pb, hasta el 5,55%). El aumento observado en junio en los tipos EURIBOR apuntaría hacia una prolongación de la tendencia alcista en el coste del crédito a las familias. Además, de acuerdo con la información de la EPB de abril, las entidades esperaban aplicar unos criterios de concesión más exigentes en ambos tipos de créditos durante el segundo trimestre en comparación con los tres meses precedentes.

En este contexto, durante los últimos meses se ha mantenido la senda de desaceleración de la deuda de las familias iniciada en 2006, registrándose una nueva disminución en el ritmo de expansión interanual, hasta situarse en mayo algo por debajo del 10%, casi 1 pp menos que en marzo, dinamismo que es algo menor si se mide en términos intertrimestrales anualizados (en torno al 7%). Esta evolución refleja los menores avances tanto en el crédito para la adquisición de la vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 10%, como en los fondos destinados a consumo y otros fines, que aumentaron un 8% en relación con el mismo período de 2007.

En cuanto a las decisiones de cartera, la información más reciente de las Cuentas Financieras muestra que la adquisición de activos financieros por parte de las familias volvió a moderarse durante los tres primeros meses de 2008. De este modo, en términos acumulados anuales esta se situó en torno al 6% del PIB, casi 1,5 pp por debajo del nivel de finales de 2007. Gran parte de esta reducción se concentró en los instrumentos más arriesgados (acciones y participaciones y fondos de inversión), en línea con el contexto de mayor volatilidad y tendencia descendente en las cotizaciones que se observó en los mercados bursátiles en este período. Por su parte, la partida de otros depósitos y valores de renta fija continuó representando el grueso de la nueva inversión financiera de los hogares (alcanzó el 7,7% del PIB) y fue, de hecho, la única rubrica que presentó, junto con las reservas técnicas de seguros, flujos positivos en términos acumulados de doce meses.

De este modo, durante los últimos meses la tasa de crecimiento de la financiación de los hogares se ha ido aproximando progresivamente al ritmo de avance de sus rentas. Como resultado, la ratio de endeudamiento ha tendido a estabilizarse, manteniéndose a finales del primer trimestre del año algo por encima del 130% de la RBD. Por el contrario, la carga financiera asociada ha continuado aumentando, impulsada por el ascenso del componente ligado

a los pagos por intereses. A pesar de esta evolución, el ahorro no destinado al servicio de la deuda se incrementó (0,4 pp en relación con su RBD), como resultado, fundamentalmente, de la recuperación del ahorro bruto del sector. Por su parte, ni la riqueza neta de las familias en relación con su RBD, ni sus necesidades de financiación en términos de PIB, mostraron variaciones significativas.

5.3 El sector de sociedades no financieras

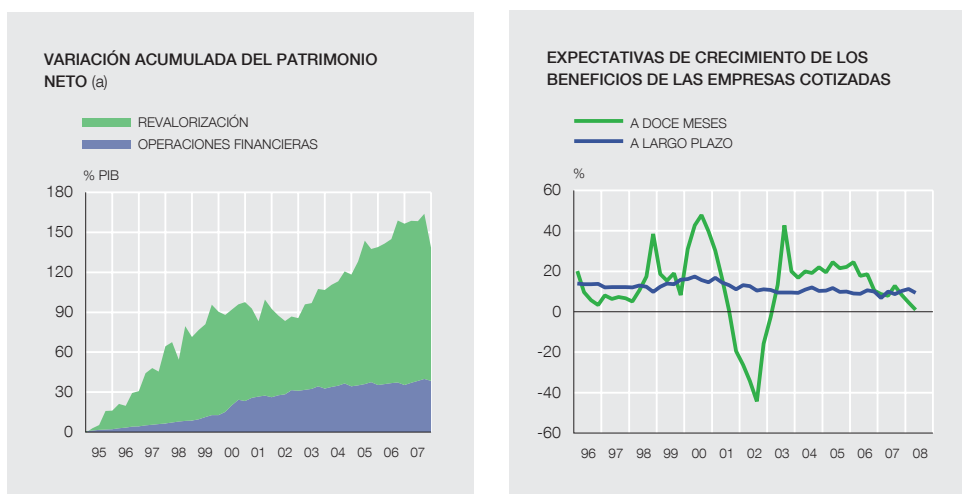
En el caso de las sociedades, los costes de sus fuentes de financiación también experimentaron un aumento durante el segundo trimestre del año. Por componentes, el tipo de interés del crédito registró hasta mayo, último dato disponible, un incremento de 22 pb, situándose en el 5,9%. Al igual que ocurre con los hogares, estas cifras no recogen el repunte de los tipos EURIBOR de junio, que se trasladarán previsiblemente al precio de la financiación bancaria. Asimismo, entre marzo y junio se elevó el coste de los recursos propios (75 pb) y el de la emisión de valores de renta fija a corto y largo plazo (64 pb y 40 pb, respectivamente). Además, de acuerdo con la EPB de abril, las entidades esperaban aplicar entre marzo y junio unos criterios de concesión de préstamos más estrictos que en los primeros meses de 2008.

El progresivo endurecimiento en las condiciones de financiación de las sociedades, junto con la evolución del resto de determinantes de la deuda (y, en particular, el menor dinamismo económico), han contribuido a que se mantenga la pauta de reducción en el ritmo de avance de los recursos ajenos empresariales, que en mayo se situó en el entorno del 12% en términos interanuales (más de 3 pp por debajo del registro de marzo), y alrededor del 8% de acuerdo con las tasas intertrimestrales anualizadas. Por componentes, este desarrollo resultó de la desaceleración tanto en los créditos concedidos por entidades residentes como en los préstamos de no residentes, ya que para la emisión de valores de renta fija mostró un mayor dinamismo.

Por finalidades productivas, la información más reciente, referida al primer trimestre de 2008, muestra que la desaceleración del crédito concedido por las entidades residentes fue especialmente acusada en el destinado al sector inmobiliario (su tasa de avance interanual se redujo casi 7 pp, hasta situarse algo por debajo del 18%), y más moderada en el de la construcción (el ritmo de expansión se redujo en algo más de 2 pp). Por el contrario, a pesar del menor vigor de la actividad, se mantuvo el notable dinamismo de los fondos captados por la industria y el resto de ramas de servicios, situándose su crecimiento interanual en torno al 19% y al 22%, respectivamente.

La información de las Cuentas Financieras para el primer trimestre de 2008 muestra escasas variaciones en las necesidades de financiación del sector, que se mantuvieron en niveles próximos al 12% del PIB. Sin embargo, se incrementó 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, que se situó próxima al 18% del PIB, 0,5 pp por encima del valor de finales de 2007.

En línea con la progresiva desaceleración de los fondos ajenos, el nivel de endeudamiento de las sociedades ha tendido a estabilizarse en el período más reciente, y se situaba en el primer trimestre en torno al 575% de los recursos generados por este sector (véase gráfico 26). Esta evolución, junto con el ascenso del coste de financiación, se tradujo en un nuevo avance en la ratio de carga financiera, de modo que los gastos financieros absorbieron el 27% del resultado económico bruto más los ingresos financieros. Este incremento contribuyó a que se contrajera el resultado ordinario neto de las empresas, lo que se tradujo en una cierta reducción de la rentabilidad del capital.



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.

En el caso de las empresas colaboradoras con la CBT, la última información disponible, correspondiente al primer trimestre de 2008, muestra una evolución similar a la que se deriva de los datos agregados del sector. Así, se produjo un avance en la proporción de ingresos destinados al servicio de la deuda, más acusado en el caso de las sociedades no pertenecientes a grandes grupos empresariales, al tiempo que la ratio de endeudamiento no mostró variaciones significativas. Por su parte, la rentabilidad descendió ligeramente en relación con el mismo período del año previo, tendencia que se observó de forma bastante generalizada en las distintas ramas. Como consecuencia del efecto conjunto de estos desarrollos, el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo registró un ligero aumento, mientras que el correspondiente a la inversión se redujo, divergencias que resultan de la distinta ponderación de las variables que intervienen en su cálculo.

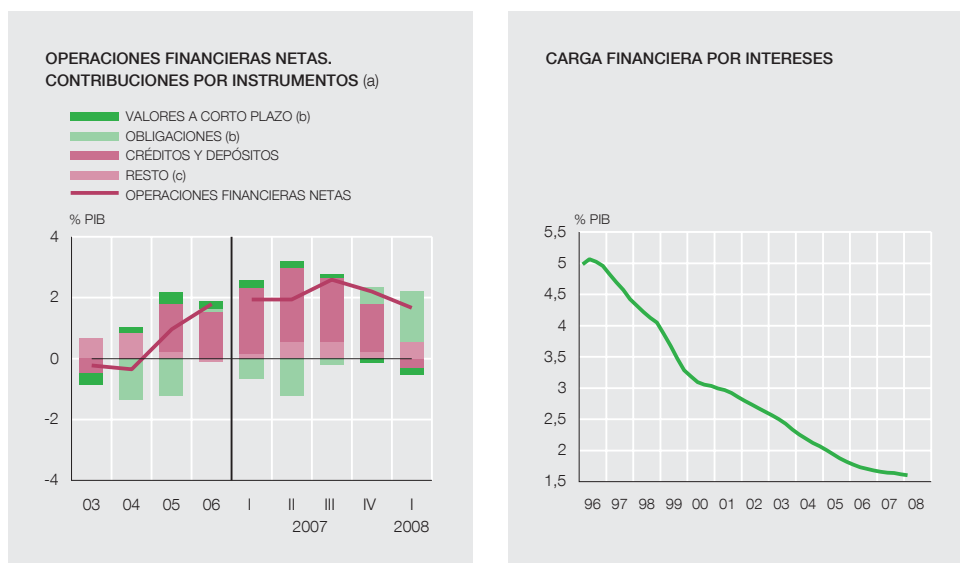
Las previsiones de los analistas sobre el incremento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas para los próximos 12 meses se revisaron nuevamente a la baja durante el segundo trimestre de 2008, situándose en niveles prácticamente nulos. También descendieron las correspondientes a plazos más largos, aunque en menor medida, de modo que se mantienen todavía en registros confortables (véase gráfico 27).

5.4 Las Administraciones Públicas

Entre diciembre de 2007 y marzo de 2008, la capacidad de financiación de las AAPP se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 1,7% del PIB, cinco décimas menos que la registrada a finales del pasado ejercicio (véase gráfico 28). Por instrumentos, se produjeron algunos cambios importantes en comparación con el pasado reciente. Así, se redujo el saldo de depósitos (netos de depósitos) de las AAPP en relación con el mismo período del año anterior, lo que contrasta con la pauta creciente de esta rúbrica durante el período precedente. Por otra parte, aumentaron las colocaciones netas de títulos a corto plazo. Estos cambios fueron compensados fundamentalmente por el retroceso del volumen en circulación de valores a largo plazo. Como en trimestres previos, 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 estables en el entorno del 1,6%.

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el primer trimestre de 2008, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación volvió a incrementarse, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 10% del



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.

PIB, 0,5 pp por encima de lo observado en 2007. Por sectores, este resultado fue consecuencia, fundamentalmente, del menor ahorro de las AAPP, ya que las necesidades de financiación del resto de sectores mostraron escasas variaciones (véase cuadro 5).

En términos acumulados de cuatro trimestres, las entradas netas de capital canalizadas a través del sistema financiero (excluyendo al Banco de España y a los inversores institucionales) continuaron descendiendo en relación con el PIB entre diciembre de 2007 y marzo de 2008. No obstante, la reducción fue mucho más moderada que durante los meses precedentes y, además, esta evolución vino acompañada de un importante cambio en la composición de estos flujos. Así, como consecuencia de la persistencia de las dificultades de emisión en los mercados de titulización, los fondos captados a través de otras instituciones financieras distintas de inversores institucionales (que recogen las emisiones de los fondos de titulización) se contrajeron nuevamente de forma significativa (4,6 pp en relación con el PIB). Por el contrario, aumentaron notablemente los recursos obtenidos directamente por las entidades de crédito (4,3 pp en relación con el PIB), desarrollo que se materializó fundamentalmente en un incremento de la financiación interbancaria frente al resto del mundo. Por su parte, la adquisición neta de activos exteriores por parte de los inversores institucionales y del Banco de España volvió a ser negativa por un importe equivalente al 2,9% y al 1,7% del PIB, respectivamente, frente al 1,9% y al 1,4% de finales del pasado ejercicio. Por último, los flujos canalizados a través de las AAPP siguieron mostrando un signo neto acreedor, lo que es coherente con la reducción en el volumen de deuda en circulación, mientras que lo contrario ocurrió con los correspondientes al sector privado no financiero.

Por el lado de las entradas de capital, durante los primeros tres meses de 2008 volvió a reducirse el volumen de los flujos, situándose, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 19% del PIB, 3,7 pp por debajo del dato de finales de 2007 (véase cuadro 7). Por instrumen-

% del PIB	2004	2005	2006	2007		2008
				III TR	IV TR	I TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,5	10,4	10,9	8,4	7,2	5,8
Medios de pago	3,9	4,0	3,1	0,6	-1,0	-1,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	5,6	6,8	7,7	7,7
Acciones y otras participaciones (b)	0,3	0,2	-1,1	-0,2	0,4	-0,3
Fondos de inversión	1,6	1,9	0,2	-1,0	-1,2	-1,6
Reservas técnicas de seguros	1,9	2,0	1,8	1,6	1,0	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,8	0,6	0,6	0,3	0,3
<i>De jubilación</i>	0,9	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5
Resto	0,7	0,7	1,3	0,5	0,4	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	10,1	11,8	12,6	10,3	8,8	7,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	10,8	12,3	13,0	10,9	9,4	8,0
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	8,7	10,2	9,9	8,5	7,2	6,2
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,1	2,2	3,1	2,5	2,2	1,8
Resto	-0,7	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,4	18,2	22,8	17,7	13,8	11,6
Medios de pago	1,0	2,0	2,3	0,4	-0,4	-1,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,3	1,2	2,0	2,8	2,5	2,8
Acciones y otras participaciones	6,3	7,2	10,9	8,5	7,2	5,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,8	3,9	7,7	5,1	5,3	5,3
Resto	6,8	7,7	7,5	5,9	4,5	4,1
Operaciones financieras (pasivos)	18,9	25,1	31,6	28,7	25,6	23,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	8,3	12,9	17,7	16,9	13,9	12,4
Préstamos exteriores	0,7	2,1	3,4	2,1	2,6	2,8
Valores de renta fija (d)	0,0	0,3	1,8	0,8	0,5	0,3
Acciones y otras participaciones	4,4	3,7	2,5	4,1	5,0	5,0
Resto	5,5	6,1	6,4	4,9	3,5	3,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	16,3	21,2	24,2	18,6	15,3	13,3
Hogares e ISFLSH	20,2	20,9	19,6	15,3	12,7	10,6
Sociedades no financieras	13,2	21,4	28,0	21,1	17,3	15,3

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 titulación.

tos, se registraron las mismas tendencias que en el tramo final del pasado ejercicio. Así, en un contexto de paralización de los mercados internacionales de titulación y de un endurecimiento notable en las condiciones de financiación en el resto de los mercados de deuda, se registró una fuerte contracción (8 pp con respecto al PIB) de los recursos asociados a los valores distintos de acciones (que pasaron, de hecho, a recoger un importe negativo). Esta importante disminución reflejó la menor captación de fondos captados por esta vía fundamentalmente por parte de las instituciones financieras, así como también, aunque en menor medida, las AAPP, en consonancia con la reducción del saldo en circulación de este tipo de activos. En contraposición, aumentaron los recursos obtenidos a través de acciones y participaciones,

% del PIB	2004	2005	2006	2007		2008
				III TR	IV TR	I TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,1	-8,9	-9,5	-10,0
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,7	17,9	16,5	13,2	9,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,5	5,7	2,2	-0,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,7	3,1	3,4	5,9	4,2	1,6
Valores distintos de acciones	1,8	8,8	-1,2	2,7	1,6	1,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	6,6	-2,1	2,3	1,8	1,9
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,3	2,3	0,6	0,5	-0,1	-0,7
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	10,2	6,6	7,6	6,0
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,8	3,9	7,7	5,1	5,3	5,3
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,8	0,9	1,2	-0,4	-1,0	-1,9
Préstamos	0,8	1,1	1,8	0,4	1,1	1,4
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,2	25,2	26,0	25,4	22,7	19,0
Depósitos	1,7	5,6	0,3	5,4	7,3	11,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,0	7,2	0,6	5,3	6,7	10,9
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,7	15,0	7,9	-0,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	2,7	0,2	1,3	-0,5	-1,5	-2,3
<i>Entidades de crédito</i>	4,6	6,3	8,0	5,8	3,5	0,8
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,1	9,3	12,4	9,7	5,9	1,2
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,1	2,1	4,3	4,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,7	1,0	-0,5	2,1	4,5	4,8
Préstamos	1,3	2,3	3,6	2,4	2,8	3,0
Otros neto (c)	-0,6	-0,9	-1,0	-0,6	-0,4	-0,7
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	8,1	6,4	8,7	8,6
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	2,2	1,6	4,0	5,4

FUENTE: Banco de España.

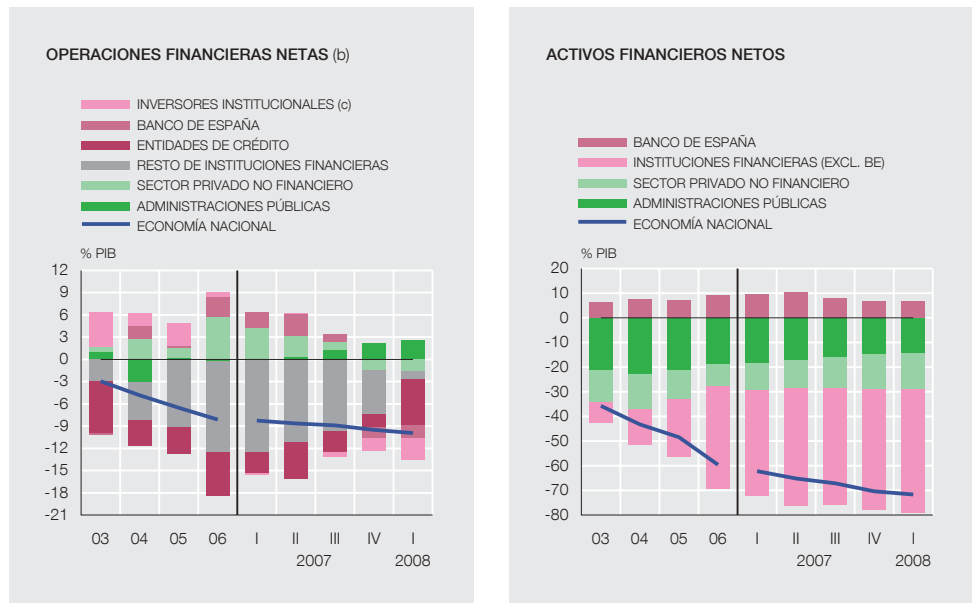
a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen *repos*.

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.

en línea con el repunte de la inversión directa del exterior en España, y, sobre todo, de la financiación interbancaria, que supuso más de la mitad de los fondos recibidos del resto del mundo.

Por su parte, el volumen de salidas de capital también disminuyó, hasta situarse en el 9% del PIB, 4,2 pp menos que en 2007. Esta reducción fue bastante generalizada por instrumentos, con la excepción de los préstamos. Las mayores contracciones se observaron en la rúbrica efectivo y depósitos —y, en concreto, en los depósitos del mercado interbancario—, y en la inversión en acciones y otras participaciones, como resultado, fundamentalmente, de las menores adquisiciones acometidas por las entidades de crédito y los inversores institucionales.



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 (del) sector de contrapartida.
c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

Por su parte, la inversión directa de España en el exterior en relación con el PIB apenas varió, y se situó en el 8,6%.

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados frente al resto del mundo aumentó ligeramente (véase gráfico 29). Por sectores, esta evolución fue el resultado de un aumento en el saldo deudor de las instituciones financieras (excluido el Banco de España) y del sector privado no financiero, que superó la reducción del correspondiente a las AAPP.

24.7.2008.