

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

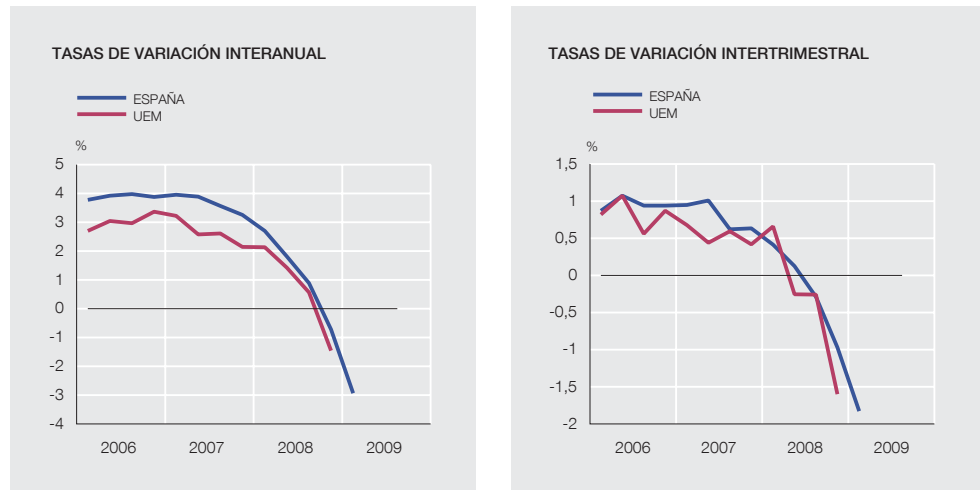
1 Rasgos básicos

La economía española mostró una continuada pérdida de impulso en 2008, que se acentuó en la segunda mitad del año, y que le llevó a cerrar el ejercicio con un descenso del PIB en el cuarto trimestre del 0,7%, en términos de su tasa interanual. Detrás de este desarrollo se encuentra el fuerte retroceso de la demanda nacional —que cayó un 2,8% en dicho trimestre—, mientras que la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva de 2,3 puntos porcentuales (pp) de PIB en ese mismo período, derivada, sobre todo, de la rápida pérdida de pulso de las importaciones.

Los indicadores disponibles referidos a los primeros meses de 2009 apuntan a una intensificación de las tendencias contractivas observadas a finales de 2008, en un entorno internacional severamente recesivo y en el que el grado de tensión financiera se ha mantenido en niveles elevados. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible, todavía incompleta, apuntan a una caída más pronunciada de la actividad en el primer trimestre, de modo que el PIB habría retrocedido un 2,9% en términos de su tasa interanual; un -1,8% en tasa intertrimestral. Por el lado del gasto, se estima una disminución adicional de la demanda nacional, que recortaría su tasa interanual en 2 pp, hasta el -4,9%, y una ligera caída de la aportación de la demanda exterior neta, que se situaría en 2,2 pp, como reflejo de la intensa contracción del comercio mundial. Desde la perspectiva de la oferta, las ramas de la construcción y de la industria intensificaron la trayectoria contractiva de los meses finales de 2008, al tiempo que los servicios empezaron a dar signos de estancamiento, debido al retroceso de los de mercado. En este contexto, los registros del empleo fueron muy negativos en el primer trimestre, observándose descensos en la ocupación del 6,4%, según la EPA, que habrían conducido a un incremento muy sustancial de la tasa de paro, hasta el 17,4% (13,9% en el último trimestre). La tasa de inflación, por su parte, experimentó, como consecuencia del drástico cambio en los precios del petróleo y de los alimentos, y de la acusada debilidad de la demanda, un pronunciado recorte en el trimestre, que le llevó a registrar, por primera vez desde 1952, una tasa de variación interanual negativa, del -0,1%, en marzo y un diferencial de inflación, también negativo, con la UEM de -0,7 pp (véase, recuadro 1).

En el panorama económico internacional, la situación de tensión en los mercados financieros mostró una cierta mejoría respecto a los momentos de máxima inestabilidad que se vivieron en los meses finales de 2008, si bien las condiciones de financiación siguieron siendo globalmente restrictivas. En estas circunstancias, continuó la traslación de la crisis financiera hacia la actividad, agravada, en esta última etapa, por el intenso descenso de los flujos de comercio. Como consecuencia de todo ello, el PIB en las economías desarrolladas habría experimentado un nuevo retroceso en el primer trimestre, de magnitud similar a la que se observó en los últimos meses de 2008, al igual que las economías emergentes intensificaron su debilitamiento. Por su parte, la inflación mundial mostró una acusada desaceleración, registrándose tasas interanuales negativas en un número creciente de países, en un entorno en el que los precios de las materias primas se estabilizaron, aunque el precio del crudo mostró un cierto repunte.

En conjunto, todos estos factores han determinado una nueva revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, que, según las previsiones más recientes —sujetas, en todo caso, a elevadas dosis de incertidumbre—, podría llegar a ser negativo en 2009, por primera vez en los últimos sesenta años, lo que llevaría a retrasar el inicio de la recuperación hasta 2010, cuando los estímulos de las políticas monetarias, fiscales y de apoyo



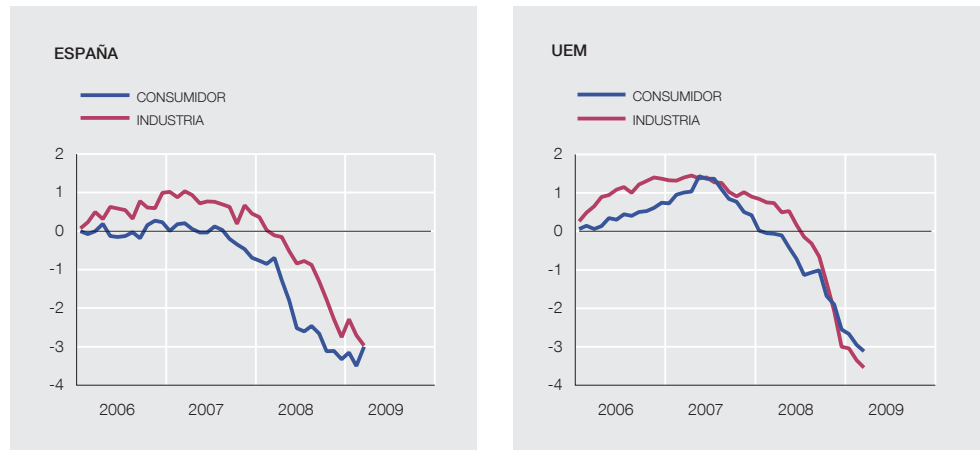
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

al sistema financiero hayan desplegado todos sus efectos. En este escenario recesivo, las previsiones de precios apuntan a crecimientos muy moderados de la tasa de inflación, que podría alcanzar registros negativos en algunas de las principales economías desarrolladas en 2009, como Estados Unidos o Japón.

A lo largo del trimestre, las autoridades económicas siguieron actuando de forma decidida para frenar el deterioro de la situación económica y financiera a nivel mundial. En este sentido, se anunciaron medidas adicionales de estímulo macroeconómico y de apoyo al sistema financiero, al tiempo que, en la reunión del G 20, que tuvo lugar en Londres el 2 de abril, se alcanzó un importante compromiso para reforzar el marco financiero internacional. Entre los planes de estímulo fiscal, cabe destacar el paquete aprobado por la nueva administración norteamericana en marzo, por un importe equivalente al 5% del PIB, así como el conjunto de medidas fiscales anunciadas por las autoridades japonesas, que se cifra en el 3% del PIB. En cuanto a los planes de saneamiento del sistema financiero, el Tesoro norteamericano puso en marcha en marzo un nuevo programa de estabilización financiera, que incluye la posibilidad de nuevas inyecciones de capital, medidas de apoyo al crédito y la financiación pública de fondos gestionados por el sector privado para adquirir activos problemáticos.

Los bancos centrales, por su parte, siguieron realizando una oferta ilimitada de liquidez e instrumentaron recortes adicionales en los tipos de intervención. En los casos en los que el recorrido de descenso de tipos era ya limitado, se comenzaron a realizar operaciones extraordinarias de política monetaria (que básicamente consisten en la compra de activos privados y públicos), lo que requirió la introducción de cambios en el marco operativo de los bancos centrales correspondientes. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango de 0 a 0,25% (nivel en el que se había situado en diciembre), pero comenzó a realizar compras de deuda pública para incidir en los tramos largos de la curva de rendimientos. El Banco de Inglaterra tampoco modificó el tipo oficial, tras haberlo situado en enero en el 0,5%, y también puso en marcha un programa de compra de bonos públicos. El Consejo de Gobierno del BCE, por su parte, decidió seguir proporcionando un elevado volumen de fondos a través de las subastas de tipo fijo con adjudicación plena, y mantuvo los mecanismos de provisión de liquidez en dólares. Adicionalmente, instrumentó tres recortes en los tipos de intervención, en sus reuniones de enero, marzo y abril, con lo que



FUENTE: Comisión Europea.

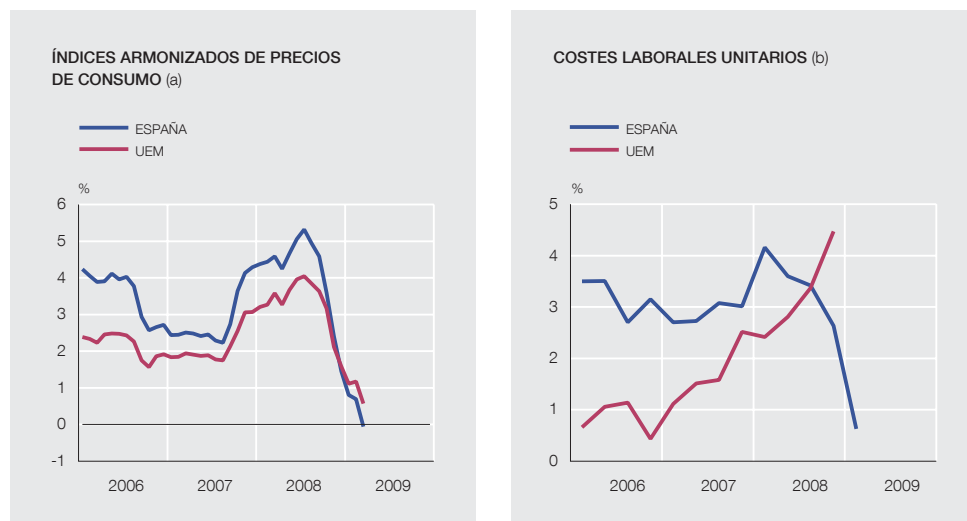
a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

la disminución desde octubre alcanzó los 300 puntos básicos (pb), quedando situados los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación en el 1,25%. En relación con la posibilidad de ampliar los instrumentos de política monetaria, el presidente del BCE adelantó que el Consejo consideraría la posibilidad de adoptar nuevas medidas extraordinarias de política monetaria en la primera reunión del Consejo de mayo.

Este conjunto de medidas ha frenado el deterioro de los principales indicadores de tensión financiera, percibiéndose algún síntoma de mejoría, con mayor nitidez a partir de marzo. Los tipos de interés de los mercados interbancarios continuaron reduciéndose, si bien los niveles negociados se sitúan todavía bastante por encima de los correspondientes a las operaciones bancarias con garantías, lo que indica la persistencia de tensiones. Por su parte, las primas de riesgo en los mercados de derivados crediticios mostraron un cierto alivio, y, en los mercados de renta variable, las cotizaciones bursátiles experimentaron aumentos en marzo y abril, que permitieron compensar parcialmente los abultados descensos de enero y febrero; por su parte, los índices de volatilidad implícita descendieron significativamente. En la fecha de cierre de este Boletín, las cotizaciones se situaban todavía en niveles inferiores a los de finales de 2008 en la mayoría de plazas bursátiles. En cuanto a los mercados de deuda pública, las rentabilidades cayeron en los plazos cortos, pero aumentaron en los plazos largos.

La actividad de la economía mundial siguió deteriorándose, tras haber registrado en el cuarto trimestre crecimientos muy negativos del PIB en Estados Unidos, Reino Unido, Japón y la zona del euro. En las economías emergentes se produjo una fuerte desaceleración, más pronunciada en los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM (véase el recuadro 2), como consecuencia del impacto adverso de la crisis financiera sobre las condiciones crediticias.

En el área del euro, los indicadores coyunturales disponibles señalan un empeoramiento significativo en la actividad en los primeros meses de 2009, por el endurecimiento de las condiciones de financiación, el descenso de la confianza y los efectos de la fuerte caída del comercio mundial. La inflación continuó disminuyendo hasta alcanzar, en marzo, un 0,6%, nivel mínimo desde la creación de la UEM, como resultado de los efectos base en los precios de la energía y, en menor medida, de la atonía de la demanda interna.



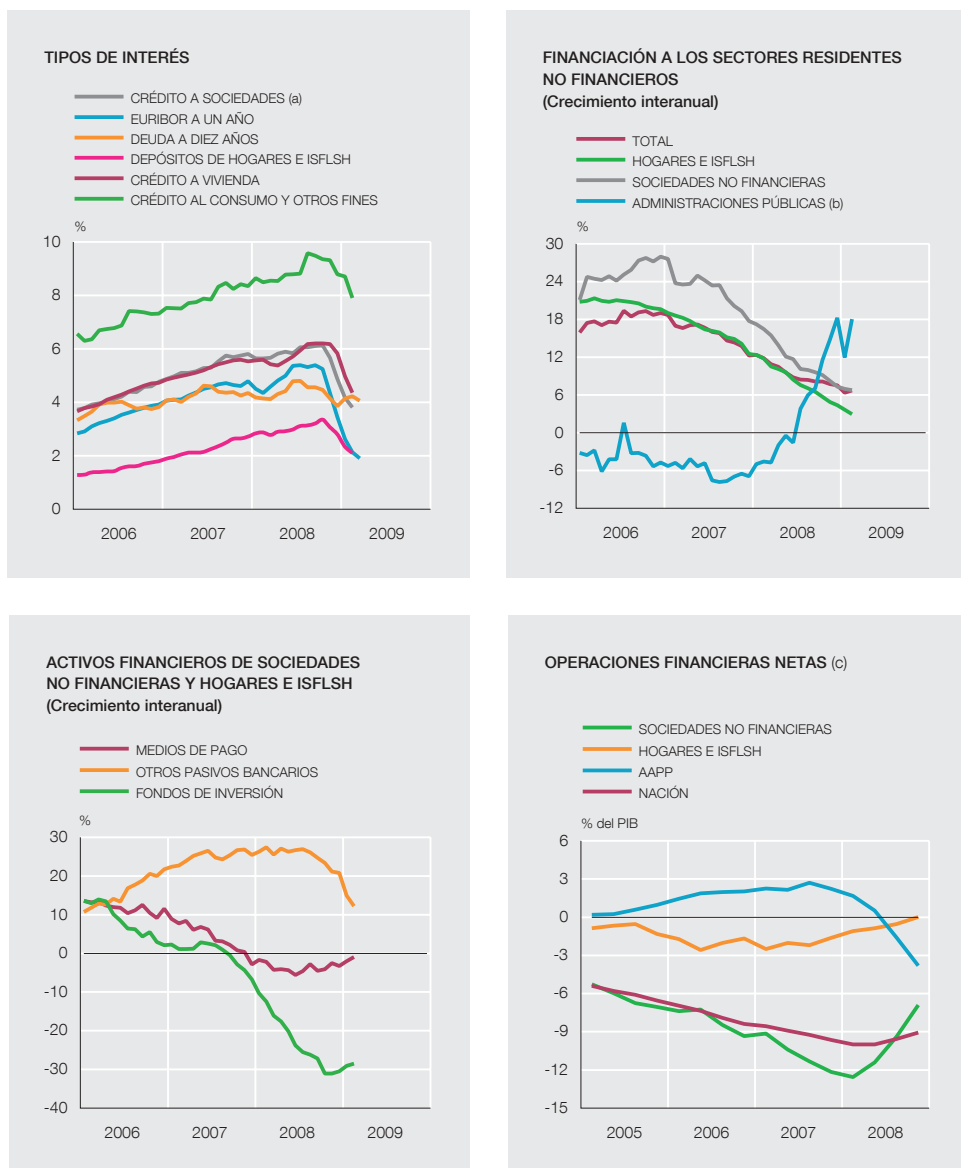
FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

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

Como consecuencia de estos desarrollos, el entorno exterior de la economía española se ha hecho fuertemente contractivo y las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas. A pesar de que el coste de la financiación bancaria a hogares y sociedades se redujo significativamente, en comparación con los niveles de finales de 2008, las entidades financieras endurecieron nuevamente los criterios de concesión de créditos, aunque en una medida significativamente menor que durante los trimestres precedentes. Por otra parte, la negativa trayectoria de las cotizaciones bursátiles a lo largo del trimestre, que vino a sumarse a las abultadas pérdidas acumuladas en 2008, y la intensificación de la tendencia descendente de los precios de los inmuebles —que cayeron un 6,8% en el primer trimestre en tasa interanual, según la información proporcionada por el Ministerio de la Vivienda— determinaron nuevos retrocesos en el valor de la riqueza del sector privado.

El gasto de los hogares prolongó el perfil contractivo de los meses finales de 2008. El consumo de las familias se redujo en el primer trimestre de este año en un 3,3% en tasa interanual, constreñido por la fuerte desaceleración de la renta disponible, que reflejó, sobre todo, el intenso deterioro del empleo. Este potente efecto no pudo ser compensado por otros de sentido contrario que dieron soporte a la capacidad de compra de los hogares a lo largo del trimestre, como la actuación expansiva de las AAPP, la disminución de la inflación y la caída en los tipos de interés pagados por las familias, que empiezan a reflejar el descenso en los tipos interbancarios, aunque será necesario que transcurran unos trimestres para que su impacto se traslade plenamente a la renta disponible. Adicionalmente, la riqueza de las familias se contrajo y la confianza se mantuvo en niveles muy deprimidos ante el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas generales, lo que contribuyó a retraer los planes de gasto de los hogares, más allá de lo que justificaría la desaceleración de la renta disponible. Todos estos factores, junto con la necesidad de reducir el endeudamiento acumulado en los últimos años, están propiciando una rápida recuperación de la tasa de ahorro, que aumentó hasta el 13% de la renta disponible en 2008, casi 3 pp por encima del nivel del año precedente.

La inversión residencial, por su parte, acentuó su debilidad, afectada por la revisión de las expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios —ante la caída observada en el



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.

precio de la vivienda y las dudas sobre su evolución futura— y por el endurecimiento de las condiciones de financiación, estimándose un descenso superior al 20% en su tasa interanual. La oferta inmobiliaria también aceleró su pauta de corrección en los últimos meses, presionada por la acumulación de un número elevado de inmuebles sin vender, que ha seguido ampliándose en los últimos meses.

La revisión a la baja de los planes de gasto de las familias, junto con el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito, determinó que en el primer trimestre continuara el descenso en el ritmo de avance interanual de la financiación de los hogares, que se redujo hasta el 3% en febrero. Ello refleja el menor crecimiento observado en la financiación para la

adquisición de vivienda —que se situó en el 3% en ese mismo mes— y en los préstamos destinados a consumo y otros fines —que registraron una tasa de crecimiento interanual del 2%—. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas apuntan, no obstante, hacia un menor dinamismo de estas variables, que, en algún caso, se traduciría ya en tasas de crecimiento negativas. La desaceleración de la deuda de las familias permitió que continuara la reducción de su ratio de endeudamiento, aunque todavía de forma moderada.

La inversión empresarial intensificó su retroceso en el primer trimestre, en línea con la debilidad de la demanda, tanto externa como interna, el clima de incertidumbre y la persistencia de condiciones de financiación poco favorables para abordar proyectos de inversión. Como en el caso de las familias, los criterios aplicados por las entidades para la aprobación de nuevos créditos se hicieron más estrictos, de forma más acusada para las PYME, en línea con el mayor riesgo de estas operaciones. Además, el recurso a las fuentes de financiación interna se vio dificultado por las caídas de las cotizaciones bursátiles y por la revisión a la baja de las perspectivas de beneficios. La inversión en bienes de equipo cayó en torno a un 20%, en términos de su tasa interanual, y la inversión en otras construcciones, que comprende la inversión en construcción no residencial y la participación de empresas privadas en obra civil, prolongó la trayectoria descendente que había iniciado el trimestre anterior. Se espera, no obstante, que, tras la puesta en marcha de los trabajos que se ejecutarán en el marco del Fondo Estatal de Inversión Local, este componente de la demanda interna recupere un cierto impulso a partir del mes de abril.

En el contexto de retraimiento de la inversión y de endurecimiento de la oferta de fondos bancarios, la financiación ajena de las sociedades no financieras continuó desacelerándose, hasta alcanzar una tasa interanual ligeramente inferior al 7% en febrero, lo que propició una moderada reducción en su ratio de endeudamiento. Como en el caso de los hogares, las tasas de crecimiento más cortas revelan un comportamiento menos dinámico. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a diciembre de 2008, muestra una ralentización generalizada por ramas de actividad, aunque más intensa en la construcción y los servicios inmobiliarios, alcanzándose en el primer caso registros negativos del 1%.

El debilitamiento del gasto interno pudo ser mitigado por la demanda exterior neta en menor medida de lo que había sido habitual en trimestres anteriores, como consecuencia de la importancia creciente que está adquiriendo, también en España, el canal comercial en la propagación de la crisis global (véase el recuadro 3, en el que se analiza la evolución reciente de las exportaciones de la UEM). Las exportaciones experimentaron una disminución de intensidad superior a la del último trimestre de 2008, en correspondencia con el súbito desplome del comercio internacional en el período más reciente y la contracción de la actividad económica en nuestros principales socios comerciales, mientras que las importaciones mostraron un nuevo retroceso. Respecto a los servicios turísticos, los indicadores disponibles apuntan hacia registros también negativos en el primer trimestre, que acentúan el rápido deterioro que se produjo en los meses finales de 2008, a raíz de la agudización de la crisis financiera internacional. En este escenario de frenazo de la actividad a escala mundial, el retroceso de los servicios no turísticos, que comprenden actividades como los servicios de comunicaciones, de transporte y financieros, alcanzó igualmente cotas muy elevadas. En conjunto, la intensa reducción de los flujos de comercio a nivel mundial ha tendido a diluir el posible soporte para las ventas al exterior derivado del mejor comportamiento relativo de los indicadores de competitividad-precio en los últimos meses.

Los datos de la Balanza de Pagos de enero muestran una notable corrección de la necesidad de financiación de la economía española, de casi el 40% en tasa interanual, como resultado

de la disminución del déficit comercial y, en menor medida, de los saldos negativos de rentas y de transferencias. Cabe esperar que esta trayectoria continúe en los próximos meses, en línea con el recorte en el déficit comercial observado en febrero.

Por el lado de la oferta, durante el primer trimestre se produjeron descensos en el valor añadido de todas las ramas productivas de la economía de mercado, incluidos los servicios, por primera vez en este último caso, desde que se inició esta fase de ajuste cíclico. En todo caso, la contracción de la actividad alcanzó cotas muy elevadas en el sector de la construcción, donde se han acumulado ya cinco trimestres de descensos en el valor añadido, y en la industria, tras el súbito desplome que se observó en los meses finales de 2008. La destrucción de empleo en la economía de mercado se agudizó, con una contracción de la ocupación que afectó a todas las ramas productivas de mercado, especialmente a la construcción y a la industria. Por su parte, la ratio de temporalidad disminuyó hasta el 25,4%. En conjunto, el ritmo de caída del empleo fue superior al del valor añadido, con lo que la productividad experimentó un nuevo aumento.

La evolución de los costes laborales mostró en el primer trimestre una cierta inflexión a la baja, que refleja, principalmente, el efecto de la corrección de la inflación en los meses finales de 2008. El mejor comportamiento de los precios afectó favorablemente a las expectativas de inflación, lo que facilitó que las tarifas salariales resultantes de la negociación colectiva, del 2,7% hasta marzo, fueran inferiores a las de 2008 (3,6%), aunque continúan siendo elevadas si se tiene en cuenta la acusada debilidad del mercado de trabajo. A ello habría que añadir, como elemento de contención adicional sobre los costes laborales, el hecho de que las cláusulas de salvaguarda no tendrán efecto este año, ya que la tasa de crecimiento del IPC a finales de 2008 no superó el 2%. Se estima, por tanto, que la remuneración por asalariado en la economía de mercado se situaría en el entorno del 3% en el primer trimestre (cerca del 4% para el total de la economía) y que los costes laborales unitarios recortarían de forma temporal aún más su tasa de variación, debido al carácter contracíclico de la productividad en España.

La inflación, por su parte, experimentó un pronunciado descenso en el primer trimestre, como resultado de lo cual la tasa de variación del IPC fue negativa en marzo (del -0,1%) por primera vez desde 1952. Un factor determinante de esta intensa desaceleración ha sido la acusada caída de los precios de la energía respecto a los valores de hace un año, pero, adicionalmente, el recorte de la inflación se ha extendido a todos los componentes menos volátiles y, de forma muy particular, a los precios de los servicios, que históricamente han mostrado escasa sensibilidad cíclica. La recesión en curso estaría provocando un ajuste en los precios y márgenes de estos productos muy superior a lo que indicaría la experiencia histórica, y está permitiendo que el diferencial de crecimiento de los precios en España con la UEM haya pasado a ser negativo, a lo que también contribuye el mayor efecto de las variaciones del crudo sobre los precios españoles.

Es previsible que, en los próximos meses, se continúen registrando tasas de variación negativas del IPC, pero que ello tenga un carácter transitorio derivado del efecto estadístico vinculado al encarecimiento del petróleo en el primer tramo de 2008, por lo que no cabe deducir de este comportamiento que la economía española vaya a afrontar una situación de caídas de precios generalizadas ni que esté próxima a adentrarse en una espiral deflacionista. Como se analiza con cierto detalle en el recuadro 1, en una Unión Monetaria, los procesos de espiral deflacionista son fenómenos de naturaleza eminentemente monetaria, que afectan globalmente al conjunto de la moneda única y que no pueden darse aisladamente solo en algunas partes de la misma. En este contexto, el hecho de que exista, por primera vez, un diferencial de

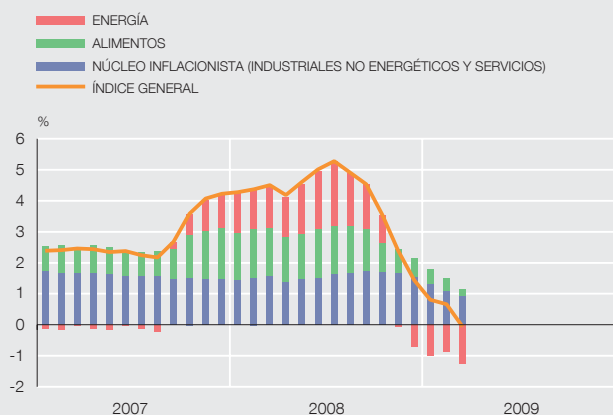
La inflación en España —aproximada por la tasa de variación del índice de precios de consumo (IPC)— ha experimentado una desaceleración sustancial desde el verano de 2008, en que alcanzó un máximo del 5,3% en julio, hasta el -0,1% en marzo de 2009, la menor variación desde 1952. Además, desde diciembre de 2008, dicho ritmo de crecimiento se ha situado apreciablemente por debajo del correspondiente a la zona del euro. La mayoría de los analistas consideran que, de manera transitoria, en los próximos meses se van a continuar registrando tasas de variación negativas, lo que está motivando un debate sobre el alcance de este episodio de desinflación e incluso sobre la posibilidad de que la economía española pueda adentrarse en una espiral deflacionista.

Aunque es una confusión extendida, la deflación no debe confundirse con el mero hecho de que el ritmo de variación de un índice de precios sea transitoriamente negativo. Resulta habitual que se produzcan reducciones de los precios de algunos bienes y servicios, especialmente en un entorno de inflación moderada. Los ajustes de precios relativos que inducen las perturbaciones de oferta y de demanda son necesarios para una asignación eficiente de los recursos económicos y no suponen un proceso de deflación. Desde una

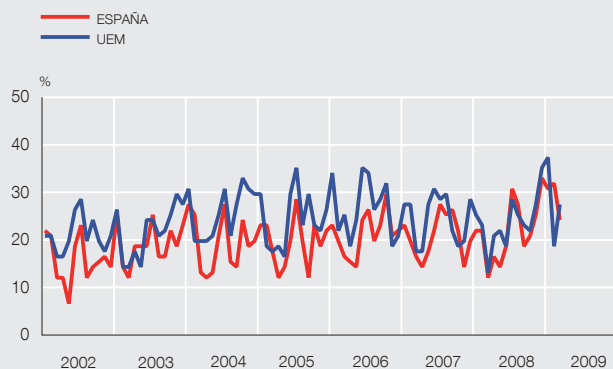
perspectiva analítica rigurosa, el concepto de deflación solo se aplica al fenómeno de una caída generalizada y prolongada de los precios de una economía.

Además, debe tenerse en cuenta que el descenso del nivel de precios puede estar provocado por perturbaciones de distinta naturaleza. Así, perturbaciones positivas de oferta que mejoren la productividad pueden conducir a caídas generalizadas de precios, pero, en ese caso, se ven acompañadas de un mayor crecimiento del producto y de incrementos de los salarios reales de los trabajadores y de los beneficios de las empresas. Por el contrario, el proceso puede ser pernicioso cuando responde a una intensa contracción de demanda, capaz de desencadenar expectativas de reducciones sostenidas de precios que inhiban las decisiones de consumo e inversión, realimentando las presiones bajistas sobre el gasto y sobre los propios precios. La severidad de una situación de este tipo se agrava por el aumento del valor real de las deudas y por los mayores pagos en términos reales de su servicio, que suponen mayores dificultades para los hogares y las empresas endeudados. Y todo ello en un marco en el que, como los tipos de interés nominales no pueden ser negativos, la eficacia de la política monetaria se ve limitada sustancialmente.

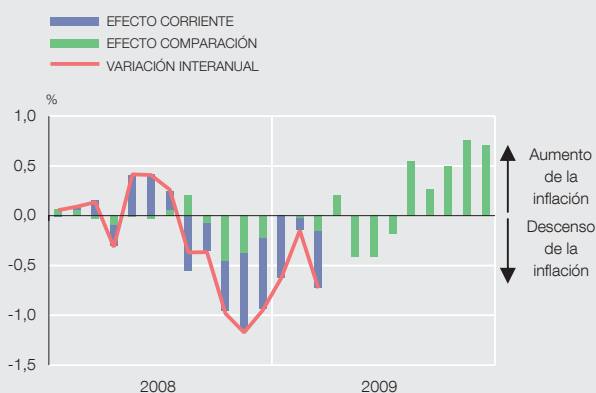
1 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



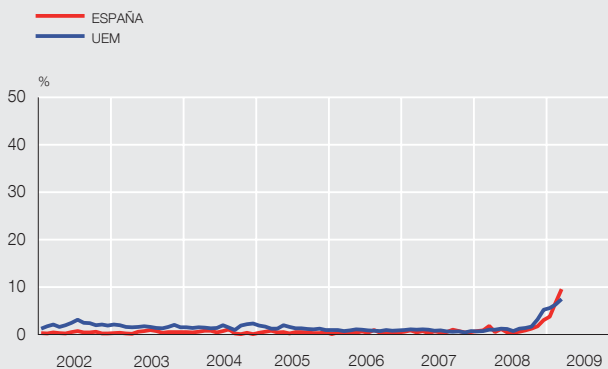
3 INDICADORES DE DIFUSIÓN DE CAÍDAS DE PRECIOS
Porcentaje de partidas del IAPC con caídas de precios



2 VARIACIÓN DE LA TASA INTERANUAL RESPECTO DEL MES ANTERIOR
Efectos corrientes y de comparación



4 EXPECTATIVAS DE CAÍDAS DE PRECIOS EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES
Encuestas de opinión de la Comisión Europea



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

Además, es importante señalar que los procesos de espiral deflacionista son fenómenos de naturaleza eminentemente monetaria, por lo que, en una unión monetaria, no pueden darse aisladamente solo en algunos países, sino que afectarían globalmente al conjunto de esa área. Estos procesos se encuentran íntimamente ligados, por tanto, a la política monetaria, que se define para toda el área y guía las expectativas de inflación en los países incluidos en esa zona. Los riesgos de deflación en España son, por tanto, solo aquellos que puedan existir para el conjunto de la zona del euro, que, según el análisis del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, son remotos.

En una unión monetaria pueden existir divergencias en los ritmos de avance de los precios entre las distintas economías, como ha sucedido con España desde el inicio de la UEM, pero esas diferencias se encuentran acotadas, pues, cuando rebasan ciertos límites, la apreciación o depreciación real acumulada por el tipo de cambio del país tiende a generar un proceso de corrección. En este sentido, el diferencial de inflación de la economía española respecto a la zona del euro entre 1999 y 2008 ha supuesto una apreciación del tipo de cambio real y una erosión de la competitividad-precio, con consecuencias negativas sobre la producción y la generación de empleo, cuya corrección se está manifestando tanto en la contracción de la demanda como en la existencia, por primera vez, de un diferencial de precios negativo. Este suministra una ventaja comparativa que, si se mantiene, favorecerá el dinamismo del sector exportador y la recuperación basada en un patrón más sostenible. No obstante, para preservar esta ganancia una vez finalizado el período de recesión, serán precisas reformas que incrementen la competencia de algunos mercados y conduzcan a una mejora de la productividad de las diferentes ramas productivas.

Para caracterizar adecuadamente el recorte de la inflación y el episodio de descenso de los precios en España, se ha realizado un ejercicio contable de descomposición del crecimiento interanual del IPC en función de sus principales componentes, donde se aprecia que el descenso de la tasa interanual del IPC entre julio de 2008 y marzo de 2009 responde en gran medida a la trayectoria de los componentes más volátiles (véase gráfico 1). Además, la variación de la tasa interanual del IPC se ha descompuesto en dos términos: uno, relativo al mes al que hace referencia la tasa (efecto corriente), y otro, relativo a su evolución en el mismo mes del año anterior (efecto de comparación), con el fin discernir la influencia de los fenómenos pasados y presentes sobre el comportamiento de las tasas interanuales (véase gráfico 2). De acuerdo con este análisis, el mero efecto estadístico podría llegar a recortar el ritmo de variación interanual del IPC en 1 pp entre los meses de mayo y julio de 2009, debido, fundamentalmente, al encarecimiento que sufrió el petróleo en esos mismos meses de 2008. De igual manera, el notable abaratamiento del crudo en la segunda mitad de 2008 presionaría al alza sobre el crecimiento interanual de los precios en la segunda mitad de este año, compensando la tendencia bajista anterior, de modo que cabe esperar que el IPC vuelva a registrar tasas de variación positivas en los meses finales de 2009.

En este sentido, la caída de la inflación observada responde en gran medida a la evolución de los componentes más variables del IPC, que son los que explican las tasas negativas que se están registrando en los meses centrales de este año y los que le dan un carácter transitorio a las mismas. No obstante, ello no debe obscurecer las caídas de precios de los bienes industriales no energéticos y el recorte sustancial de la inflación de los servicios, que reflejan una mayor sensibilidad a la evolución de la demanda y propician una mejora de competitividad. La trayectoria reciente revela un ajuste de los precios y márgenes de estos productos considerablemente mayor que el que se derivaría de la experiencia histórica y está permitiendo que el diferencial de crecimiento de los precios españoles con los de la UEM haya pasado a ser negativo, incluso para los artículos de ese núcleo inflacionista.

Para aproximar el grado de generalización de las caídas de precios se ha construido un indicador de difusión para España y la zona del euro que mide el porcentaje de las partidas¹ del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) cuya tasa intermensual es negativa, donde se aprecia que no son infrecuentes las caídas de precios de algunos productos, en consonancia con la evidencia microeconómica disponible (véase gráfico 3). Estas reducciones de precios afectan generalmente a aquellos artículos que más se benefician de las innovaciones tecnológicas, como los ordenadores o los productos electrónicos. Se observa, igualmente, que la actual recesión está provocando una generalización algo mayor de las reducciones de precios tanto en España como en la UEM, si bien el porcentaje de partidas afectadas es todavía reducido en ambos casos.

Por último, un aspecto muy relevante del alcance potencial de las caídas de precios es el comportamiento de las expectativas. Un indicador de expectativas de precios se puede obtener de la encuesta de opinión dirigida a los hogares que lleva a cabo mensualmente la Comisión Europea. En concreto, una de las preguntas dirigida a los encuestados es: «¿Cómo espera que evolucionen los precios en los próximos 12 meses en comparación con los 12 meses anteriores?». La pregunta es de elección múltiple, siendo una de las posibles respuestas que los precios se reduzcan. En el gráfico 4 se observa que el porcentaje de hogares que anticipan caídas de precios es históricamente próximo a cero tanto en España como en el área del euro, aunque en los últimos meses se ha producido cierto incremento en ambas economías. En cualquier caso, en marzo de 2009 el porcentaje de hogares españoles que esperan caídas de precios dentro de un año es solo del 10%, y algo inferior a esta cifra en el conjunto de la UEM. Este comportamiento de las expectativas es coherente con el carácter transitorio que se atribuye a las actuales tasas negativas de inflación y parece indicar una influencia muy limitada de las caídas de precios en el posible retraso de las decisiones de consumo e inversión.

1. En la construcción de este indicador se han utilizado las 91 partidas disponibles en el máximo desglose del IAPC.

precios negativo con la UEM suministra una cierta ventaja competitiva que es necesario preservar una vez finalizado el período de debilidad de la demanda mediante reformas que incrementen la competencia en algunos mercados y conduzcan a una mejora de la productividad en las distintas ramas productivas.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2008 con un déficit del 3,8% del PIB, lo que supone un deterioro de 6 pp respecto al año anterior y da una idea del fuerte impacto que ha tenido la recesión en las cuentas públicas, aunque también es consecuencia de las diversas medidas discrecionales adoptadas para amortiguar los efectos de la crisis sobre la demanda. Como consecuencia de ello, el Consejo Europeo ha decidido la existencia de un déficit excesivo para España y ha recomendado la corrección de esta situación a más tardar en 2012. Por otra parte, cabe prever un deterioro adicional de la situación de las finanzas públicas en 2010, con una elevación tanto del déficit como de la ratio de deuda pública en 2009, incluso en ausencia de nuevas medidas discrecionales de corte expansivo, lo que subraya el escaso margen de maniobra para seguir utilizando la política presupuestaria como instrumento para impulsar la demanda y la importancia de los planes de consolidación para retomar la senda de estabilidad a medio plazo.

2 Entorno exterior del área del euro

Los mercados financieros internacionales mostraron, a partir de marzo, algunos signos incipientes de recuperación, tras unos meses caracterizados por pérdidas significativas y episodios de inestabilidad. El fuerte y continuado deterioro del entorno macroeconómico —que apunta a un primer trimestre tan negativo como el último de 2008— y la delicada situación del sector bancario fueron compensados, en gran parte, por el anuncio y la puesta en marcha de medidas de estímulo macroeconómico y de apoyo al sector financiero, y por la publicación de unos resultados mejores de lo esperado para algunas entidades financieras norteamericanas. Así, a lo largo del trimestre, se anunciaron nuevas medidas adicionales de apoyo al sector financiero, algunas de carácter específico, como las ayudas adicionales a Citigroup o AIG, y otras de carácter más general. Entre estas últimas, destacaron, en Estados Unidos, el nuevo programa de estabilización financiera que anunció el Tesoro americano, que incluye la posibilidad de nuevas inyecciones de capital, medidas de apoyo al crédito, como la ampliación de la facilidad TALF de la Reserva Federal, y el establecimiento de fondos gestionados por el sector privado para adquirir activos problemáticos con el apoyo de la financiación pública. También fue destacable, en el Reino Unido, la concreción de los detalles sobre el esquema de garantías del Tesoro británico para las carteras que las entidades tienen de este tipo de activos (el programa *Asset Protection Scheme*, APS por sus siglas en inglés). Por su parte, los bancos centrales anunciaron nuevas medidas de política monetaria, y algunos países, en los que los tipos de interés oficiales se encontraban en niveles muy reducidos —como el Reino Unido o Estados Unidos—, iniciaron la compra de instrumentos de deuda pública, con el objetivo de estabilizar los tipos a largo plazo. También durante este período, se han ido poniendo en marcha algunos paquetes de estímulo fiscal anunciados previamente y se han anunciado otros. Estos planes son de magnitud muy diferente según los distintos países, dependiendo de su capacidad para llevarlos a cabo, de la potencia de sus estabilizadores automáticos y de la percepción sobre su efectividad y sostenibilidad.

En este contexto, los mercados de crédito y los interbancarios registraron una mejoría gradual. Por su parte, los mercados de renta variable acumularon ganancias en muchas de las plazas bursátiles, al tiempo que los índices de volatilidad implícita descendieron significativamente. En los mercados cambiarios, se observó cierta estabilidad, si bien resulta destacable la progresiva depreciación del yen durante este período y la tendencia a la apreciación de las divisas emergentes frente al dólar. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo no mostraron un descenso significativo, a pesar de las compras de bonos públicos instrumentadas por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, y, en Estados Unidos, incluso mostraron un cierto incremento, fruto de las mayores necesidades de financiación del sector público. Al igual que en los mercados desarrollados, la evolución de los mercados emergentes ha sido favorable, especialmente desde principios de marzo: las bolsas emergentes han experimentado ganancias, que han sido incluso superiores a las del resto de economías, y la reducción de los diferenciales de crédito soberanos ha sido prácticamente generalizada. Sin embargo, aquellas economías con mayores vulnerabilidades, y que se habían visto más castigadas en los últimos meses, como las de Europa del Este (véase recuadro 2), se siguen enfrentando a una situación muy compleja. En cuanto a las materias primas, el precio del petróleo tipo Brent se ha incrementado este trimestre, desde los 40-45 dólares por barril de enero, a más de 50 dólares a finales de marzo. Esto se ha debido, principalmente, a que la reducción en la demanda se ha visto compensada por una caída en la producción llevada a cabo por los países de la OPEP. Por su parte, los precios de alimentos no han variado significativamente durante el tri-

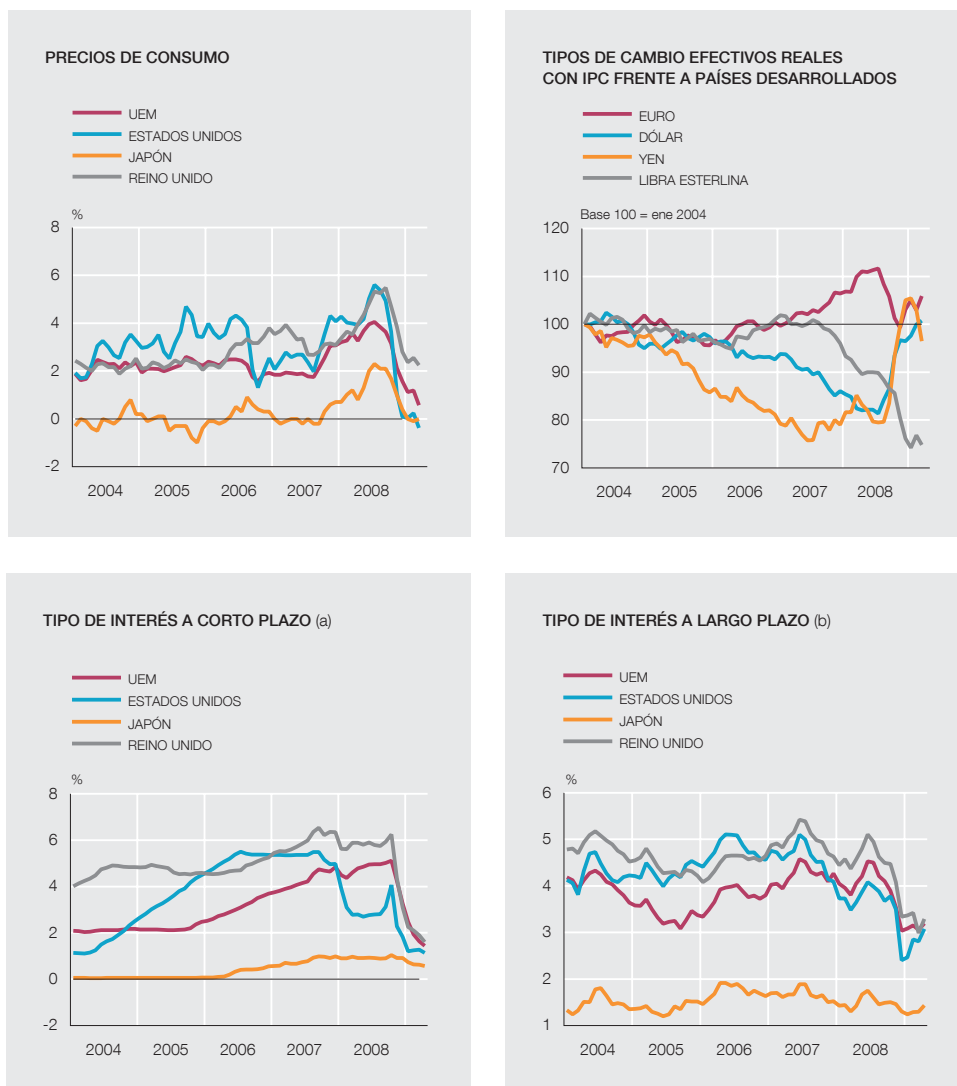


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

mestre, mientras que los precios de los metales han aumentado, empujados por la demanda de países concretos (como la compra de cobre por parte de China).

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del cuarto trimestre de 2008 confirmó una caída del 6,3%, muy por debajo del 0,5% del tercer trimestre. De este modo, para el conjunto de 2008 el crecimiento del PIB se situó en 1,1%, nueve décimas menos que en 2007. Los indicadores de mayor frecuencia vuelven a ofrecer señales de fuerte contracción en los últimos meses, si bien se identifican algunos signos de estabilización en el mercado de la vivienda y en el consumo privado. Por el lado de la demanda, los índices de confianza del consumidor se mantuvieron en niveles históricamente mínimos, aunque el componente subyacente de las ventas al por menor mostró una cierta mejoría durante el trimestre (pese al retroceso de marzo). Por su parte, algunos indicadores del mercado de la vivienda —como las ventas o las viviendas iniciadas y los permisos de construcción— registraron un repunte en el trimestre, aunque volvieron a retroceder en marzo, al tiempo que continuaron las fuertes caídas interanuales en los precios de la vivienda y, en el cuarto trimestre de 2008, las tasas de impagos y embargos de hipotecas continuaron en aumento. Asimismo, se mantuvieron los síntomas de



FUENTE: Banco de España.

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

debilidad en la actividad. Los índices ISM de manufacturas y no manufacturas se mantuvieron en niveles mínimos y la producción industrial cayó notablemente. Por su parte, el mercado laboral mostró una fuerte destrucción de empleo, con la pérdida neta de 2 millones de puestos de trabajo en el trimestre y un aumento de la tasa de paro hasta el 8,5%, desde el 7,2% de finales de 2008. La tasa de inflación entró en terreno negativo en marzo, pasando del 0,2% al -0,4%, y la subyacente se mantuvo en el 1,8%. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0% a 0,25%, a la vez que introdujo nuevos cambios en la estrategia de política monetaria, para, entre otras medidas, incluir las compras de deuda pública, como se ha mencionado. El Tesoro, por su parte, logró la aprobación de un plan fiscal por 787 mm de dólares (5,5% del PIB), destinado a recortes fiscales, a ayudas —en particular, a la sanidad y a los Estados— y a aumentos del gasto público.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre —aunque se revisó ligeramente al alza— mostró una contracción mucho más acusada que el resto de economías avanzadas, de un -12,7% en tasa trimestral anualizada. En el conjunto de 2008, el PIB cayó un 0,6%, frente a un crecien-

La crisis económica y financiera global ha golpeado con fuerza a las economías emergentes, pero su impacto está siendo especialmente intenso en muchos de los nuevos Estados miembros de la UE —NEM—¹, como consecuencia de la acumulación de elevados desequilibrios macroeconómicos y financieros. Precisamente, el acceso a la Unión Europea impulsó el proceso de convergencia apoyado en abundantes entradas de capital extranjero. En estas circunstancias, se produjo una rápida expansión del crédito —una gran parte denominado en moneda extranjera—, que contribuyó extraordinariamente al crecimiento de la demanda interna. La contrapartida de esta fuerte expansión han sido los elevados y persistentes déficits por cuenta corriente y la consiguiente dependencia de la financiación exterior. Esta dependencia es particularmente acusada en el sector bancario, donde la presencia de bancos de la UE es muy elevada². De este modo, muchos de estos países generaron una elevada vulnerabilidad financiera —véase el cuadro 1, que muestra los principales indicadores de vulnerabilidad para los NEM, junto con sus estrategias de política monetaria—, frente a una reversión del entorno favorable, como la ocurrida en los últimos trimestres.

Así, el aumento de las tensiones financieras en los primeros meses de 2009 ha acentuado la aversión al riesgo de los inversores internacionales hacia estos países, en una proporción mayor que otras regiones emergentes, como refleja el incremento de los *Credit Default Swap* (CDS) (véanse gráficos 1 y 2). Los países más dependientes de la financiación exterior y con mayor exposición al crédito en moneda extranjera —países bálticos, Hungría, Bulgaria y Rumanía— han sido, a la postre, los más castigados por los mercados financieros.

Como consecuencia de los temores por un deterioro de la calidad crediticia, se han producido fuertes salidas de capitales de la región, severas restricciones al crédito y acusadas presiones de depreciación de las monedas. Estas presiones se han materializado en los países con tipos de cambio flexibles, mientras que, en los que mantienen regímenes de tipo de cambio fijo, se han producido notables tensiones en los tipos de interés y disminución de las reservas. La intensa desaceleración del resto de la UE ya estaba afectando a la demanda externa de estas economías, en su mayoría muy abiertas, pero el más reciente deterioro del entorno financiero y el agravamiento de la situación económica en Europa han acentuado el ajuste de la actividad en el cuarto trimestre, iniciándose un proceso de retroalimentación entre ambos sectores. De hecho, las previsiones de crecimiento para 2009 de los principales organismos internacionales e instituciones privadas han empeorado sustancialmente en los últimos meses, y en mayor medida que en otras áreas emergentes. El último informe de perspectivas económicas mundiales del FMI prevé

1. Los nuevos Estados miembros de la UE a los que nos referimos son todos los que aún no pertenecen a la zona del euro y se incorporaron a la UE en mayo de 2004 (la República Checa, Polonia, Hungría, Estonia, Letonia y Lituania) y en enero de 2007 (Bulgaria y Rumanía). 2. Véase E. Gordo y A. del Río (2009), «Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa central y del este», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España, pp. 92-103.

para 2009 una contracción del PIB del 2,9% para los NEM, casi el doble de la caída esperada para las economías latinoamericanas, mientras que Asia emergente (incluida China) crecerá un 3,3%.

Las elevadas necesidades de financiación exterior de la región y la limitada capacidad de estos países para hacerles frente desde una perspectiva doméstica sugieren que será necesario un sustancial ajuste interno, acompañado de un cuantioso apoyo exterior, para sortear la crisis. En este sentido, la capacidad de apoyo se ha expandido notablemente en los últimos meses³.

En estas circunstancias, y como respuesta a la crisis, las autoridades de estos países fueron adoptando una serie de medidas de apoyo al sector bancario, entre ellas, el aumento de las garantías de los depósitos bancarios y, en algunos casos, recapitalizaciones y garantías a la deuda de los bancos. Estas medidas han tenido que ser complementadas y reforzadas con el acceso a los apoyos exteriores.

Por un lado, ante los problemas de liquidez derivados de las tensiones financieras internacionales, algunos países pidieron apoyo a otros bancos centrales: Polonia y Hungría al BCE, mediante operaciones *repo* por 10 mm y 5 mm de euros, respectivamente, y también al banco central de Suiza, mediante líneas de *swap* euros/francos suizos; y Letonia a los bancos centrales de Suecia y Dinamarca, por medio de *swaps* euros/lats por 500 millones de euros.

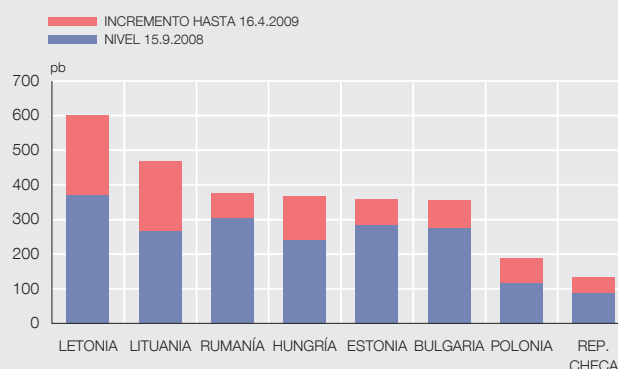
Por otro lado, algunos de los países con mayores necesidades de financiación exterior han tenido que solicitar, además, ayuda financiera —condicionada a programas de ajuste fiscal y de saneamiento del sector financiero—, que se ha articulado de modo conjunto entre el FMI, la Unión Europea, el Banco Mundial, bancos de desarrollo y países vecinos en forma de préstamos. Hasta el momento, los países beneficiarios de estas ayudas (véase detalle en el cuadro 2) han sido Hungría (20 mm de euros), Letonia (7,5 mm de euros) y, más recientemente, Rumanía (20 mm de euros) —se acordó a finales de marzo—. El apoyo proporcionado por el FMI a estos tres países se ha enmarcado dentro de un programa de préstamo tradicional con condicionalidad —denominado *Stand-By Arrangement* (SBA). Por otra parte, Polonia acaba de solicitar el 14 de abril poder acceder a la nueva Línea de Crédito Flexible (LCF) —que no implica condicionalidad *ex post*, sino una verificación *ex ante* de que se han seguido políticas prudentes y los fundamentos son sólidos— para afianzar su situación económica, por un importe de 20,5 mm de dólares —equivalente al 1.000% de la cuota— y de carácter preventivo. La UE ha concedido sus préstamos a través de la ayuda prevista para estos países — *Medium Term Financial Assistance* (MTFA) —, y

3. La UE contempla, para estos países, una ayuda orientada a resolver los problemas de Balanza de Pagos —denominada *Medium Term Financial Assistance* (MTFA)—, cuyo límite se aprobó duplicar hasta 50 mm de euros. Adicionalmente, el FMI —que ha aumentado su capacidad financiera hasta 750 mm de dólares—, los bancos de desarrollo y otros organismos financieros multilaterales suponen otro pilar importante. Así, cabe destacar la aprobación de una inyección de recursos en la región por parte del BERD, el BEI y el Banco Mundial, que en conjunto alcanza 24,5 mm de euros hasta 2010. Estos soportes externos se complementan con apoyos puntuales por parte de países vecinos y de los bancos centrales europeos, entre ellos el BCE.

1 CDS POR REGIONES EMERGENTES



2 CDS EN LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE



1 VULNERABILIDAD DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE (d)

	LETONIA	ESTONIA	LITUANIA	BULGARIA	RUMANÍA	HUNGRÍA	POLONIA	REP. CHECA	
ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA									
Régimen cambiario	Fijo ($\pm 1\%$)	Currency board	Currency board	Currency board	Flexible	Flexible	Flexible	Flexible	
Entrada en el Mecanismo de Tipos de Cambio	Sí may-2005	Sí jun-2004	Sí jun-2004	No	No	No	No	No	
Objetivo	Tipo de cambio	Tipo de cambio	Tipo de cambio	Tipo de cambio	Inflación	Inflación	Inflación	Inflación	
INDICADORES DE VULNERABILIDAD									
PIB real (% ia)	2008 (4T)	-10,5	-9,7	-2,0	3,6	2,9	-2,3	2,9	0,7
	2009 (e)	-12,0	-10,0	-10,0	-2,0	-4,1	-3,3	-0,7	-3,5
PIB per cápita en PPA (UE 27 = 100)	2008	55,2	64,2	60,5	39,7	44,8	61,6	55,1	83,0
Inflación IAPC (% ia)	mar-09	7,9	2,5	7,4	4,0	6,7	2,8	4,0	1,7
Balanza cuenta corriente (% PIB)	2008 (f)	-14,0	-10,5	-12,4	-22,7	-12,7	-5,7	-3,7	-1,4
IDE (% PIB)	2008 (f)	4,7	5,5	2,5	18,0	6,3	1,7	2,8	4,9
Deuda externa bruta (% PIB)	2008 (f)	124,4	108,5	67,7	93,1	n.d.	114,0	46,5	39,5
Reservas/ Deuda ext. corto plazo (%)	2008 (f)	38,5	39,3	82,2	107,7	n.d.	103,1	121,6	129,4
Crédito al sector privado (% ia)	2003-2008	44,7	31,0	45,3	43,4	55,1	20,3	16,7	15,9
	2009 (ene)	11,0	6,0	16,0	30,0	34,1	23,0	36,0	15,0
Préstamos transfronterizos (% PIB)	2008 (f)	63,7	56,9	35,7	31,5	24,5	33,1	13,7	16,6
CALIFICACIÓN CREDITICIA SEGÚN S&P									
Deuda en moneda extranjera (LP/CP)	BB+/B	A/A-1	BBB/A-3	BBB/A-3	BB+/B	BBB-/A-3	A-/A-2	A/A-1	
Perspectivas	negativas	negativas	negativas	negativas	negativas	negativas	estable	estable	

2 APOYO FINANCIERO INTERNACIONAL A LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE (g)

	FECHA DE ACUERDO	FMI	UE	BANCO MUNDIAL	OTROS (h)	TOTAL
Hungría	octubre 2008	12,5	6,5	1,0	-	20,0
(% s/total)		62,5%	32,5%	5,0%	-	
Letonia	diciembre 2008	1,7	3,1	0,4	2,3	7,5
(% s/total)		22,7%	41,3%	5,3%	30,7%	
Rumanía	marzo 2009 (i)	13,0	5,0	1,0	1,0	20,0
(% s/total)		64,9%	25,1%	5,0%	5,0%	
Polonia	Solicitud abril 2009 (j)	20,5				20,5

FUENTES: Datastream, BPI, BCE, FMI, Comisión Europea, Eurostat y Standard & Pools.

a. Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

b. Malasia, Indonesia, Hong Kong, China, India y Corea.

c. Polonia, República Checa, Hungría, Bulgaria, Rumanía, Estonia, Letonia y Lituania.

d. Las cifras resaltadas muestran niveles de vulnerabilidad elevada.

e. Previsiones del FMI (WEO, abril de 2009).

f. Media móvil de los últimos cuatro trimestres, hasta el tercer trimestre de 2008.

g. Datos en mm de euros, excepto Polonia en mm de dólares.

h. En Letonia, 1,8 mm € corresponden a ayuda prestada por Suecia, Dinamarca, Finlandia y Noruega, y 500 millones, a la República Checa, Polonia, Estonia y el BERD. En Rumanía, participa el BERD junto con otros organismos multilaterales.

i. Pendiente de ratificación en mayo.

j. Pendiente de aprobación por el Directorio del FMI.

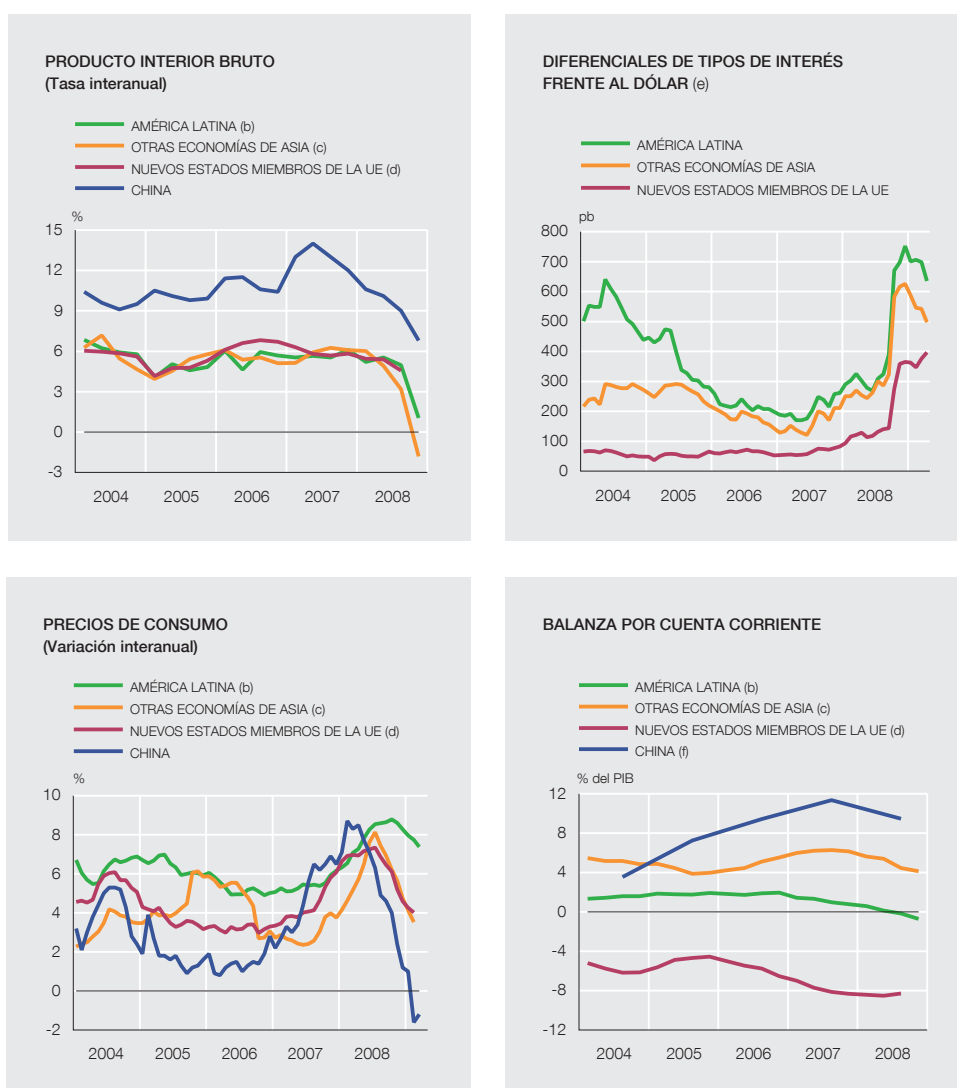
todavía le quedarán disponibles 35,4 mm de euros para contingencias adicionales.

En definitiva, en el contexto de crisis global, la presencia simultánea de cuantiosos desequilibrios externos e internos y la vulnerabilidad financiera del sector bancario han puesto a los NEM en una situación particularmente complicada, y que requerirá un importante esfuerzo y un ajuste

económico. Será necesario que los países adopten unos compromisos firmes de política económica y avancen en el proceso de reformas estructurales para corregir sus actuales desequilibrios macro-financieros. En este sentido, los paquetes de asistencia financiera multilateral coordinada que han recibido algunos países y las medidas económicas que llevan aparejadas pueden establecer un punto de partida para reconducir la situación y encontrar un camino de salida de la crisis.

to del 2,4% en 2007. Además, la mayoría de los indicadores más recientes siguen siendo muy negativos, aunque con algunos signos de que se está frenando el deterioro. Así, los PMI de manufacturas y servicios de febrero continuaron muy débiles, aunque con una ligera subida, a pesar de que la encuesta Tankan del primer trimestre mostró un derrumbe de la confianza empresarial y la producción industrial se mantuvo en tasas interanuales muy negativas, del -9,4% en febrero, ante el exceso de existencias. Los indicadores de consumo, como las ventas al por menor, también siguieron empeorando, con caídas interanuales superiores al 5%, debido, entre otros factores, al aumento de la tasa de paro y a la contracción de los salarios nominales. La balanza por cuenta corriente mostró, en enero y febrero, un saldo negativo, por primera vez desde 1996, debido a la fuerte caída de las exportaciones. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC se redujo una décima en febrero, hasta el -0,1%. El Banco de Japón mantuvo en marzo el tipo de interés oficial en el 0,1%, y el Gobierno, por su parte, anunció un nuevo estímulo fiscal por valor de 15,4 billones de yenes (un 3% del PIB).

En el Reino Unido, el avance del PIB del primer trimestre de 2009 mostró una nueva contracción de la actividad a una tasa trimestral anualizada del 7,7%, superior a la del trimestre anterior (-6,1% en tasa trimestral anualizada). La mayoría de los indicadores más recientes se mantuvieron en niveles recesivos, en especial en el caso del sector de manufacturas. El mercado inmobiliario continuó su corrección, pese a la mejoría de algún indicador, y la caída del precio de la vivienda pareció estabilizarse, en marzo, en torno al 16% interanual. La financiación bancaria volvió a ralentizarse en el primer trimestre —con unas condiciones de acceso al crédito más duras—, el mercado laboral se deterioró de forma acusada (la tasa de paro ascendió al 6,7% en febrero) y la confianza se mantuvo en mínimos. No obstante, hay señales incipientes de que el ritmo de deterioro económico podría moderarse: así, los índices PMI mejoraron notablemente en marzo, y, en la última encuesta de condiciones crediticias del Banco de Inglaterra, las entidades bancarias prevén una mayor disponibilidad de crédito hipotecario y corporativo —aunque no al consumo— en el segundo trimestre. En este sentido, el programa de protección de activos de la banca (APS) establece compromisos de las entidades participantes a incrementar su oferta de crédito. En cuanto a los precios, la tasa de inflación se redujo tres décimas en marzo, hasta el 2,9%, y el Banco de Inglaterra espera que se sitúe por debajo del objetivo del 2% en la segunda mitad de 2009. En la reunión de abril, mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5%, y anunció que continuaría con su estrategia tipo *quantitative easing* a través del programa de compra de activos, sobre todo de deuda pública. El presupuesto fiscal para 2009 prevé un déficit del 12,4% del PIB, y no recoge nuevos estímulos, por el escaso margen de maniobra, ante el intenso incremento de la deuda pública.



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 FMI.
 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, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
 e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.
 f. Datos anuales.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB se desaceleró de forma notable en el cuarto trimestre y, en promedio, creció un 1,1% interanual, una tasa muy inferior al 4,3% del tercer trimestre —el crecimiento en 2008 se redujo hasta el 4%, desde el 5,9% de 2007—. Esta evolución fue consecuencia del impacto adverso de la crisis financiera sobre las condiciones crediticias, que intensificó la contracción de la demanda interna, y, también, del progresivo deterioro de la demanda externa proveniente de los países del área del euro. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una caída más pronunciada de la producción industrial y de las exportaciones en los primeros meses de 2009. En marzo, la tasa de inflación agregada se mantuvo en el 4,1% interanual, por el incremento en Polonia y la República Checa —debido a los efectos de la depreciación previa del tipo de cambio—, mientras que continuó disminuyendo en el resto de países. A lo largo del trimestre, se produ-

jeron nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en casi todos los países con tipos de cambio flexibles. Las dificultades financieras, que dominaron la coyuntura hasta febrero, tendieron a relajarse levemente después. No obstante, las agencias de *rating* revisaron a la baja la calificación crediticia de Hungría, Letonia y Lituania—, y mantienen perspectivas negativas en los países del área —salvo en Polonia y la República Checa—. En este contexto, se multiplicaron los apoyos financieros externos a la región, como se describe en el recuadro 2.

En China, el PIB del primer trimestre creció un 6,1% interanual, siete décimas menos que en el trimestre anterior y la menor tasa de la última década, debido al pronunciado deterioro del sector exterior y el ajuste en curso del sector inmobiliario. No obstante, los planes de estímulo fiscal y monetario estarían comenzando a dar sus frutos, con una recuperación, en marzo, de los indicadores de oferta, como la producción industrial y la confianza empresarial, y un mayor dinamismo de los indicadores de demanda —especialmente la inversión en activos fijos—. En cuanto al sector exterior, el superávit comercial se redujo considerablemente en el primer trimestre —aunque se mantiene en niveles elevados—, debido a la abrupta reducción de las exportaciones y pese al acentuado proceso de caída de las importaciones. En cualquier caso, en el conjunto de 2008, el superávit por cuenta corriente aumentó un 20%, situándose en el 10% del PIB. El menguante superávit comercial, los menores flujos de inversión extranjera directa y las salidas de capital especulativo —posiblemente acompañadas de efectos valoración— provocaron que la acumulación de reservas internacionales se haya moderado muy significativamente en el último trimestre, aunque ya casi alcanzan los 2 billones de dólares. La inflación disminuyó hasta tasas interanuales negativas (–1,6% en febrero y –1,2% en marzo), por primera vez desde 2002, y los precios de producción acentuaron su caída, por efectos base. No obstante, los efectos de la política monetaria moderadamente laxa se tradujeron en el repunte acusado de la oferta monetaria y del crédito a lo largo del trimestre. En paralelo, se han aplicado políticas para reducir la dependencia del dólar en sus transacciones comerciales. En cuanto a la política fiscal, el presupuesto aprobado en marzo recoge una ampliación del déficit presupuestario, hasta el 3% del PIB en 2009, y en él no se prevé ninguna ampliación del plan de estímulo fiscal ya puesto en marcha.

En el resto de Asia, el PIB se desaceleró con gran intensidad en el cuarto trimestre de 2008 en la mayor parte de las economías, con fuertes caídas interanuales en algunas de ellas (Corea del Sur, Hong Kong, Singapur, Malasia y Tailandia) y, de forma mucho más moderada, en la India, Indonesia y Filipinas. Los indicadores más recientes mostraron también, en general, fuertes caídas interanuales de las exportaciones y la producción industrial, lo que hace prever nuevos descensos del PIB en el primer trimestre. En cuanto a la inflación, en el primer trimestre de 2009 siguió reduciéndose en todos los países de la región, hasta niveles mínimos de la última década, debido a la continuada moderación del consumo privado, e incluso alguna economía (como Tailandia) registró tasas interanuales negativas. En este contexto, se produjeron continuadas reducciones de tipos de interés oficiales en las economías de la región.

En América Latina, la economía experimentó durante el cuarto trimestre de 2008 una fuerte contracción en relación con el trimestre anterior, lo que redujo la tasa de crecimiento interanual hasta el 1%, desde el 5% del tercer trimestre. Esta desaceleración de la economía, que fue más acusada en países como Brasil, México o Chile, fue fruto de la restricción del crédito derivada de la crisis financiera internacional, que tuvo un fuerte impacto sobre la demanda interna y sobre importaciones y exportaciones, a lo que también contribuyó el menor dinamismo de la economía internacional y la caída del precio de las materias primas. Los indicadores de actividad más recientes apuntan a la persistencia del deterioro económico en el primer trimestre. La inflación continuó moderándose, hasta situarse en el 7,4% en febrero, 1,2 pp por debajo de noviembre. Esta circunstancia permitió a los bancos centrales realizar importantes

bajadas de tipos de interés, con recortes de 650 pb en Chile, y más moderados en Brasil y Colombia (250 pb en cada uno), México (225 pb) y Perú (150 pb). En un contexto de menores exportaciones e importaciones, las balanzas por cuenta corriente mantuvieron su debilidad, pero se constató cierta recuperación de los flujos financieros y, por consiguiente, menores ventas de reservas internacionales, con la salvedad de México, donde persistieron importantes presiones depreciatorias. En todo caso, las autoridades continuaron tomando medidas para proporcionar liquidez en dólares, siendo particularmente activo México, donde se hizo uso de la nueva facilidad del FMI (*Flexible Credit Line*), por 47 mm de dólares, y se comenzó a emplear la línea de *swaps* con la Reserva Federal, que asciende a 30 mm, para facilitar recursos al sector empresarial. También Colombia solicitó acceso a la *Flexible Credit Live* del FMI, por 10,4 mm de dólares. En Argentina, el banco central estableció un mecanismo para facilitar liquidez al sector exportador. En el ámbito fiscal, se constató un significativo deterioro en varios países, con caídas de ingresos. Pese a ello, en Chile y Perú se iniciaron planes de expansión fiscal, en Brasil se anunció un programa para construcción de viviendas, y en Colombia se diseñó un plan de inversión de corte estructural, en parte financiado por el BID. Como aspecto positivo, es muy destacable en las circunstancias actuales que *Moody's* mejorara la calificación crediticia de la deuda soberana de Chile.

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

Según la última información disponible sobre la evolución económica del área del euro, el PIB volvió a registrar un deterioro significativo en los primeros meses de 2009. Además de los efectos de la grave crisis financiera, que continuó obstaculizando la actividad a través de unas restrictivas condiciones de financiación y de su repercusión en la confianza de los agentes, la economía europea sufre los efectos de la fuerte caída del comercio mundial que ya se observó en el último trimestre del pasado año y que se ha intensificado en los primeros meses de 2009 (véase recuadro 3). Más a medio plazo, las perspectivas económicas continúan estando marcadas por un extraordinario nivel de incertidumbre. Las predicciones más recientes de instituciones privadas y organismos internacionales estiman que el producto del área continuará experimentando tasas de crecimiento negativas a lo largo de todo 2009, si bien el ritmo de caída debería irse reduciendo progresivamente a medida que aparezcan signos de normalización en los mercados financieros y se materialicen los efectos de las políticas económicas. El retorno a tasas de crecimiento positivas, aunque moderadas, no tendría lugar hasta 2010. Con todo, el carácter global y sincronizado de la actual recesión plantea nuevos retos a la zona del euro, ya que en ocasiones anteriores la recuperación cíclica de la UEM vino impulsada por la demanda exterior.

La inflación continuó disminuyendo en los primeros meses del año, hasta alcanzar un mínimo desde la creación de la UEM, como resultado de los efectos base en los precios de las materias primas y de los alimentos y, en menor medida, de la atonía de la demanda interna. Ambos factores continuarán pesando en la evolución del crecimiento de los precios en los próximos meses, de forma que la inflación podría llegar a registrar de forma provisional tasas negativas durante los meses de verano. Más a medio plazo, es previsible que las tasas de inflación se mantengan en niveles muy moderados por un período de tiempo prolongado, en un contexto en el que la atonía de la demanda agregada propiciará en los próximos trimestres un incremento notable de los grados de holgura existentes en los mercados de productos y de trabajo.

En este contexto de desaparición de presiones inflacionistas en el horizonte relevante, el Consejo de Gobierno del BCE decidió seguir relajando el tono de su política monetaria con nuevas bajadas de los tipos de interés oficiales entre enero y marzo, hasta situarlos en el 1,25%, 300 pb por debajo del nivel de septiembre. Su Presidente adelantó, asimismo, la intención del Consejo de considerar la posibilidad de adoptar nuevas medidas extraordinarias de política monetaria en su primera reunión de mayo. El Consejo ha reiterado también la importancia en el contexto actual de asegurar el firme anclaje de las expectativas de inflación en torno a su objetivo de medio plazo de tasas por debajo, pero próximas, al 2% como elemento indispensable para el crecimiento sostenido y el empleo, y como apoyo para la estabilidad financiera.

Las autoridades económicas, ante la falta de indicios de mejora de la situación económica, continuaron apoyando el sistema financiero y la actividad. Por un lado, el Eurosistema mantuvo su política de dotación de fondos generosa mediante la adjudicación plena en las subastas a tipo fijo y la provisión de liquidez en dólares estadounidenses, y los gobiernos continuaron instrumentando los planes de apoyo al sistema financiero aprobados en octubre, en forma, principalmente, de avales a nuevas emisiones bancarias a medio plazo e inyecciones de capital público a instituciones financieras. Y, por otro, las instituciones europeas y nacionales prosiguieron adoptando nuevas medidas de estímulo de la demanda dentro del marco establecido por el Plan de Recuperación Económica aprobado por el Consejo Europeo a finales

La marcada contracción de la actividad de la UEM en el último trimestre de 2008 respondió en gran medida al mal comportamiento de las exportaciones, en línea con el colapso de la demanda mundial. Así, el volumen mundial de importaciones de bienes se contrajo en ese período —por primera vez desde el primer trimestre de 2002— a un ritmo del 2,9% interanual, y la información disponible apunta a que la tendencia se ha agravado a comienzos de 2009, en un contexto en el que se ha agudizado el deterioro económico global y en el que la extrema aversión al riesgo y el proceso de desapalancamiento en el que se halla inmerso el sistema financiero han endurecido las condiciones de financiación (véase gráfico 1). Además, la reducción de la demanda de importaciones no se ha limitado, como venía sucediendo, a los países más desarrollados, sino que se ha extendido en los últimos meses a las economías emergentes con una intensidad elevada. De hecho las importaciones de los países emergentes, que se ralentizaron notablemente en el cuarto trimestre, experimentaron una caída muy acusada en la media de enero y febrero, de alrededor del 17%, superior a la registrada por los países industrializados en casi 2 pp. Dentro de esta última área, las compras de Estados Unidos, que ya venían disminuyendo desde el cuarto trimestre de 2007, cayeron un 19,2%, mientras que las importaciones de Japón y de la UEM descendieron un 14,8% y un 13,3%, respectivamente.

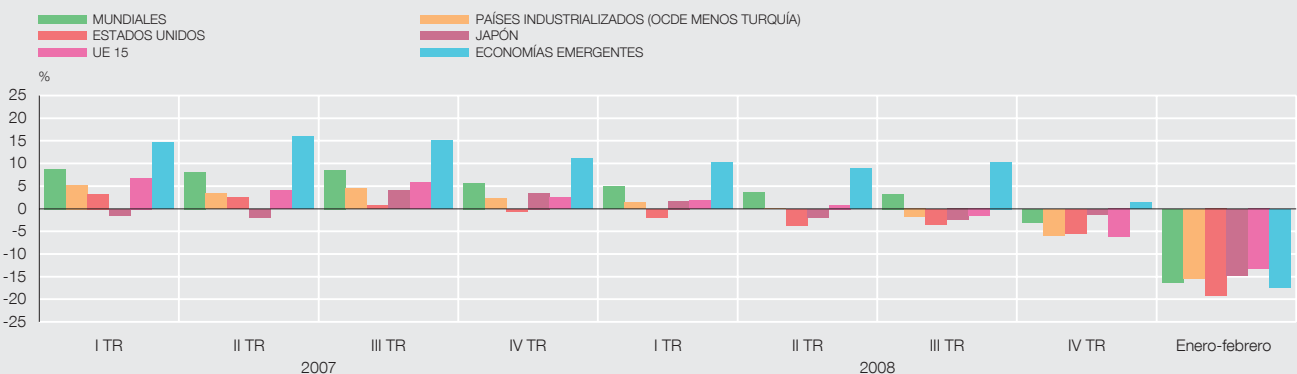
Esta evolución de los mercados mundiales ha propiciado una acentuación significativa de la caída de las exportaciones de bienes de la UEM en todos los destinos, pero sobre todo en lo referido a las exportaciones extra-UEM, que bajaron alrededor del 24% en enero y febrero (unos 3 pp más que las intra-UEM), por el derrumbe de las ventas tanto a economías desarrolladas —en especial, a Estados Unidos— como a las emergentes. Entre estas últimas, destaca el descenso en enero de las exportaciones a China y a Rusia (superiores al

–30%), mientras que las dirigidas al sudeste asiático y a Latinoamérica caen a tasas próximas al 20%.

Por países, el retroceso está siendo generalizado y de una intensidad elevada en todos los casos. Resulta especialmente significativa la caída de las exportaciones nominales de España, Francia e Italia, próxima al 25%. En Alemania, el descenso de las ventas también ha sido notable y su impacto sobre la actividad económica está siendo muy elevado, por la importancia que ha alcanzado el sector exportador en los últimos años.

Finalmente, las perspectivas sobre las exportaciones de la UEM, que en ciclos anteriores han servido de motor impulsor de la recuperación económica, no son favorables. A corto plazo, las opiniones de los empresarios exportadores que se desprenden de las encuestas elaboradas por la Comisión Europea revelan que la valoración de su cartera de pedidos exteriores ha continuado deteriorándose en los meses más recientes, hasta alcanzar en marzo mínimos históricos desde la creación de la serie en 1985; y las expectativas de exportación, cuya correlación con las exportaciones de bienes y servicios es muy elevada, se han desplomado en el primer trimestre del año hasta niveles desconocidos (véase gráfico 2). Además, según estas encuestas, los exportadores consideran que su posición competitiva se deterioró en el primer trimestre de 2009 tanto en el mercado europeo como fuera de la Unión. Más a medio plazo, las previsiones más recientes del FMI y de la OCDE anticipan una caída generalizada de la demanda de importaciones en 2009, más acusada en países desarrollados, pero también persistente en un gran número de las economías emergentes (véase gráfico 3). Y, en todo caso, aquellas regiones que previsiblemente aumentarán su demanda de importaciones en 2009 —China, Latinoamérica, África y Oriente Medio— lo harán en mucha menor medida que en el año anterior.

1 EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES POR REGIONES (a)



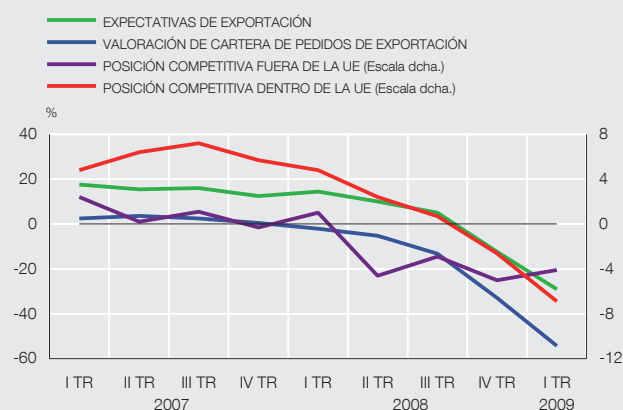
FUENTES: OECD Economic Outlook, Comisión Europea y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

a. Tasas interanuales.

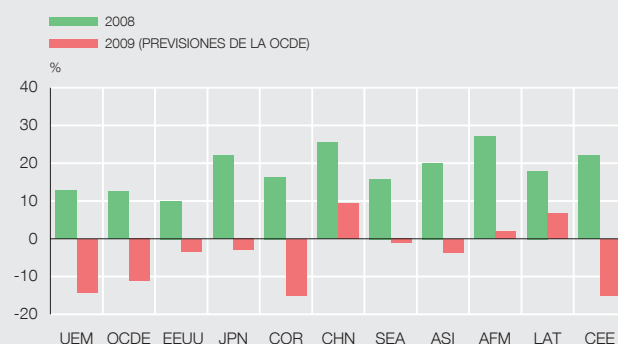
EXPORTACIONES DE BIENES DE LA UEM. DESGLOSE POR ÁREAS (VALOR) (a)

	PESO	2008				2009	
		I TR	II TR	III TR	IV TR	ENE	FEB
TOTAL		5,0	7,6	5,4	-6,8	-23,3	-22,6
Dirigidas a:							
Intra-UEM	47,3	3,3	6,7	5,1	-8,5	-21,9	-21,4
Extra-UEM	52,7	6,8	8,5	5,6	-5,0	-24,8	-23,9
Reino Unido	12,4	-0,3	3,1	-3,4	-14,7	-28,7	
Resto UE (excluyendo RU)	18,1	8,7	11,4	8,3	-7,8	-25,0	
Canadá	1,2	3,5	1,2	0,4	-1,9	-20,1	-20,7
Suiza	5,7	1,3	12,5	5,4	1,6	-7,8	-11,2
Noruega	1,1	6,7	9,3	-4,3	-11,9	-26,7	-26,7
Rusia	4,7	23,4	22,6	19,8	-1,0	-35,1	-35,4
Estados Unidos	12,1	-1,6	-3,3	-5,0	-7,8	-26,5	-18,6
África	8,0	11,2	16,8	22,4	12,6	-10,0	-9,4
América Latina	5,1	5,5	9,0	16,0	11,9	-22,8	-20,3
Japón	2,4	-2,4	-2,4	-1,9	0,2	-22,6	-17,6
Sudeste asiático	3,1	10,7	4,1	8,0	-3,1	-18,5	
China	4,6	17,2	15,6	4,3	-0,8	-25,9	-17,0
Origen:							
Alemania	32,9	6,2	8,5	4,2	-6,1	-23,4	-23,2
Francia	13,2	6,5	5,2	4,6	-7,0	-23,7	-24,0
Italia	9,8	-0,1	4,8	3,7	-7,0	-25,8	-25,3
España	6,0	-1,8	3,5	3,8	-10,1	-25,9	-18,8
Irlanda	3,4	-4,7	-7,4	-3,9	-3,4	-2,3	-4,5
Portugal	1,2	5,2	4,6	5,4	-11,0	-28,6	-31,3
Holanda	14,0	10,3	12,3	12,3	-5,1	-21,6	-21,4

2 INDICADORES DE OPINIÓN



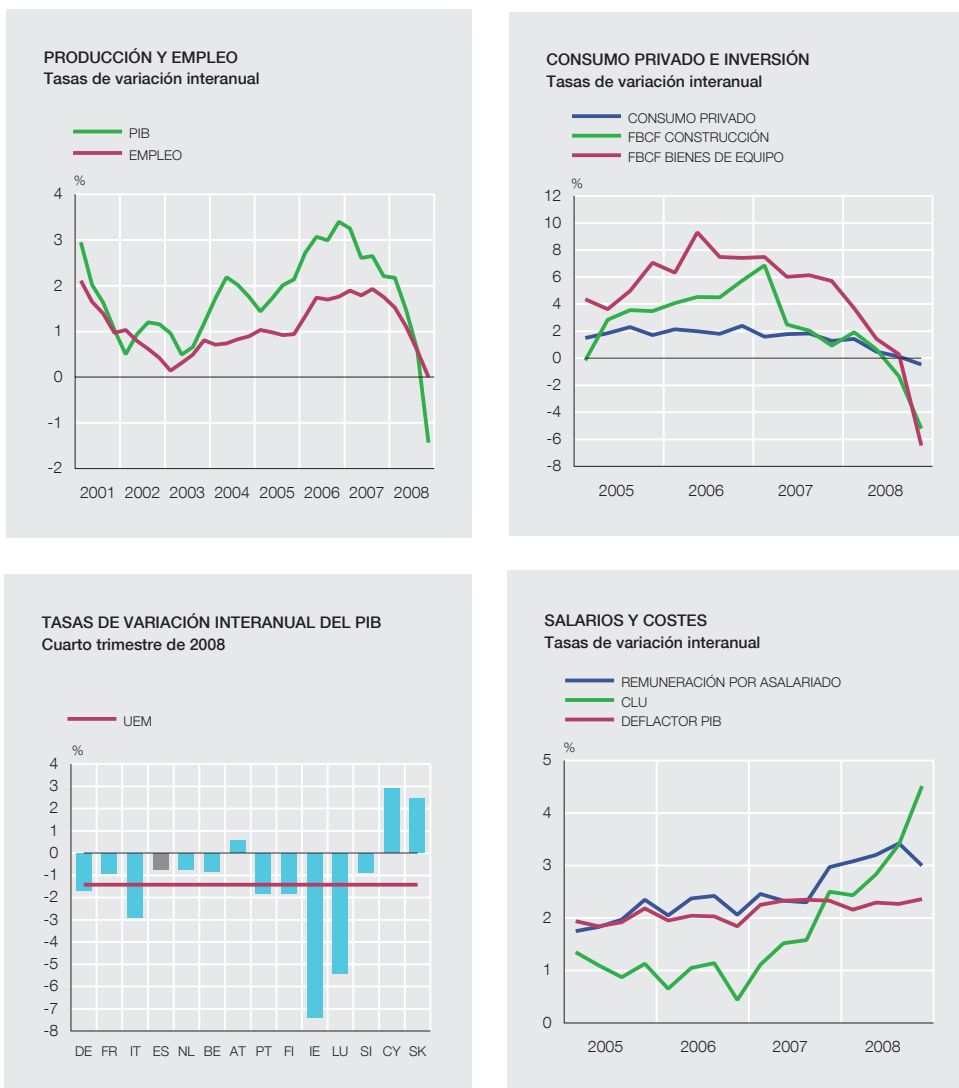
3 IMPORTACIONES NOMINALES DE BIENES Y SERVICIOS EN DÓLARES (a) (b)



FUENTES: OECD Economic Outlook, Comisión Europea y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

a. Tasas interanuales, excepto en el gráfico 2.

b. JPN: Japón; COR: República de Corea; CHN: China; AFM: África y Oriente Medio; SEA: Asia emergente; ASI: Asia, excluyendo China y Asia emergente; LAT: Latinoamérica; CEE: Europa Central y Oriental.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

del pasado año. Estas medidas, junto con la activación de los estabilizadores automáticos en un contexto de notable deterioro de la actividad, implicarán un empeoramiento significativo y generalizado de las cuentas públicas europeas en 2009.

3.1 Evolución económica

Los datos procedentes de la segunda estimación de Contabilidad Nacional confirman la fuerte contracción de la actividad en la zona del euro en la parte final de 2008, en un entorno de agravamiento de la crisis financiera y de ralentización de la economía mundial. En particular, el PIB cayó un 1,6% en el cuarto trimestre, lo que se tradujo en una contracción del 1,5% en términos interanuales —tras las tasas del -0,3% y del 0,6%, respectivamente, del período julio-septiembre— (véase gráfico 8). En el conjunto del año 2008, el PIB creció un 0,7%, casi dos puntos por debajo de la tasa del año anterior, como consecuencia, fundamentalmente, del peor comportamiento de la demanda interna.

Como se observa en el cuadro 1, el fuerte retroceso del PIB de la UEM en el cuarto trimestre obedeció en gran medida al notable descenso de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones. Todos los componentes de la inversión, aunque especialmente el de bienes de equipo, cayeron en respuesta al endurecimiento de las condiciones de financiación y a las

	2007		2008				2009	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	0,6	0,5	0,6	-0,2	-0,2	-1,6		
Consumo privado	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,3		
Consumo público	0,5	0,3	0,4	0,9	0,6	0,4		
FBCF	0,9	0,9	1,0	-1,2	-0,7	-4,0		
Importaciones	1,9	-0,1	1,2	-0,6	1,2	-4,7		
Exportaciones	1,7	0,7	1,5	-0,2	-0,3	-6,7		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna excluidas existencias</i>	<i>0,6</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,0</i>		
<i>Variación de existencias</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>		
<i>Demanda exterior neta</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,9</i>		
PIB (tasa de variación interanual)	2,6	2,2	2,2	1,5	0,6	-1,4		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,6	1,1	1,5	-2,0	-2,6	-6,2	-6,3	
Sentimiento económico	109,2	105,0	101,4	97,5	89,9	75,8	65,7	
PMI compuesto (b)	56,5	54,0	52,1	50,8	47,6	40,2	37,6	40,5
Empleo	0,4	0,3	0,4	0,1	-0,1	-0,3		
Tasa de paro	7,4	7,3	7,2	7,4	7,6	8,0	8,4	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,1	3,1	3,6	4,0	3,6	1,6	0,6	
IPRI	2,7	4,6	5,7	7,7	7,6	1,1	-1,7	
Precio del petróleo (valor en dólares)	78,2	91,5	104,3	132,0	98,1	40,5	46,8	50,4
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,4	4,4	4,2	4,9	4,5	3,8	4,1	4,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	0,15	-0,36	-0,69	-0,88	-0,88	-1,76	-1,31	2,98
Tipo de cambio dólar/euro	1,418	1,472	1,581	1,576	1,430	1,392	1,331	1,323
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (c)	3,7	6,3	3,7	3,5	-0,6	2,7	-0,7	-2,4
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (c)	6,4	6,8	-17,5	-23,8	-30,9	-44,3	-15,5	-5,4

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Información disponible hasta el día 24 de abril de 2009. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
 b. El dato de abril corresponde al avance provisional.
 c. Variación porcentual acumulada en el año.

malas expectativas económicas. Además, las condiciones financieras más restrictivas, junto con el mal comportamiento del empleo y el deterioro de la confianza, afectaron negativamente al consumo privado, mientras que el consumo público continuó expandiéndose, aunque a un ritmo inferior al del trimestre anterior. De esta forma, la demanda interna, excluidas las existencias, detrajo 1 pp a la tasa de avance del PIB. Por otra parte, el agravamiento de la situación económica mundial lastró la demanda de exportaciones de la zona del euro dirigidas tanto a los países más desarrollados como a los emergentes (véase recuadro 3). Al mismo tiempo, las importaciones, afectadas por la debilidad de la demanda interna, se redujeron, aunque en menor medida que las exportaciones, lo que dio lugar a una aportación negativa del saldo neto exterior al crecimiento del producto similar a la de la demanda interna. Finalmente, la variación de existencias mantuvo la contribución positiva al aumento de producto en los 0,3 pp. Atendiendo al desglose por ramas de actividad, tanto la industria como la construcción y el comercio experimentaron caídas del valor añadido, que fue muy notable en el caso del primero de estos sectores.

El producto se redujo significativamente en las mayores economías del área en el cuarto trimestre, aunque la contribución de los diferentes componentes de la demanda a esta evolución fue heterogénea. En particular, la caída del PIB en Alemania, que alcanzó el 2,1%, respondió al mal comportamiento de la demanda externa y, en menor medida, de la inversión,

mientras que la variación de existencias mantuvo una aportación positiva. En Italia, el descenso del producto —del 1,9%— obedeció sobre todo a la contracción de la demanda interna y, en menor medida, de las exportaciones netas, mientras que en Francia el componente que más lastró la actividad —que se redujo un 1,1%— fue la variación de existencias.

La disminución del empleo (del 0,3% en el último trimestre de 2008) se tradujo en una tasa de variación nula respecto al año anterior para el conjunto del área, si bien la evolución reciente ha diferido notablemente entre países (véanse gráfico 8 y recuadro 4). Dado que el PIB se redujo en mayor cuantía que el empleo, la productividad aparente del trabajo cayó un 1,4%. Esto, junto con el aumento del 3% de la remuneración por asalariado, provocó que los costes laborales unitarios se aceleraran hasta registrar un crecimiento interanual del 4,5%. Teniendo en cuenta que el deflactor del producto aumentó en menor medida (un 2,4%), los márgenes unitarios volvieron a contraerse en la parte final del año.

La información coyuntural más reciente apunta a que la actividad real del área volvió probablemente a deteriorarse notablemente en el primer trimestre de 2009. Así, desde el punto de vista de la oferta, la producción industrial y, en menor medida, la producción en el sector de la construcción y la cartera de pedidos industriales se redujeron sustancialmente en los dos primeros meses del año (véase gráfico 9). Por otro lado, las encuestas elaboradas por la Comisión Europea y las basadas en las respuestas de los directores de compras registraron en la media del trimestre deterioros adicionales de la confianza de forma generalizada en todos los sectores, alcanzando sus mínimos históricos en la industria y en los servicios. En el ámbito laboral, la información disponible refleja un empeoramiento de las condiciones en el mercado de trabajo. En particular, los indicadores sobre expectativas de empleo continuaron disminuyendo en todos los sectores y la tasa de paro aumentó progresivamente, hasta llegar al 8,5% en febrero.

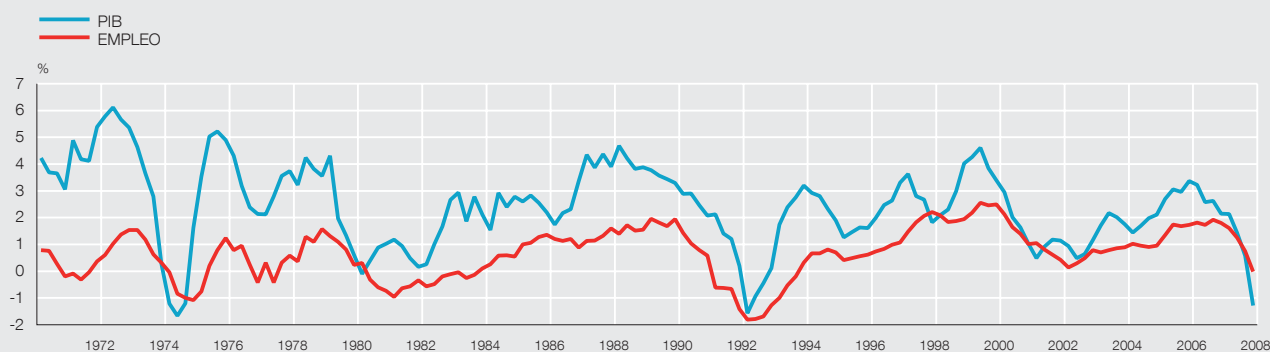
En la vertiente de la demanda, los indicadores relacionados con el gasto no anticipan ninguna mejoría del consumo privado en el primer trimestre del año. Así, las ventas minoristas y las matriculaciones de automóviles se redujeron con datos hasta febrero, a pesar del impulso que para estas últimas han implicado las medidas de apoyo promovidas, principalmente, por el gobierno alemán. Además, los indicadores de confianza del sector minorista y de los consumidores publicados por la CE continuaron retrocediendo en el conjunto del período y el segundo se encuentra en el nivel más bajo de su historia. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, el grado de utilización de capacidad productiva de la encuesta trimestral de la Comisión Europea y la valoración de la cartera de pedidos cayeron en el primer trimestre. La información relativa a la demanda exterior también ha sido negativa en los últimos meses. En particular, los datos nominales de la balanza comercial muestran una notable contracción interanual de las ventas al exterior en enero y febrero, mientras que tanto la valoración media de la cartera de pedidos de exportaciones como las expectativas de exportación apuntan a una prolongación de la situación de extrema debilidad de la demanda exterior. Finalmente, los últimos indicadores disponibles relacionados con la valoración de los inventarios de la Comisión Europea sugieren un ajuste a la baja en los tres primeros meses del año.

En definitiva, los últimos datos disponibles señalan un deterioro del producto en los primeros meses del año de una magnitud que podría llegar a ser similar a la observada en la parte final de 2008, en un contexto en el que continúa sin vislumbrarse una resolución rápida de la crisis financiera global y en el que el carácter global y sincronizado de la crisis económica está suponiendo una intensa perturbación negativa de demanda externa. Más a medio plazo, las perspectivas continúan estando rodeadas de gran incertidumbre como consecuencia de las dificultades para prever la evolución de la situación financiera y su impacto sobre la economía

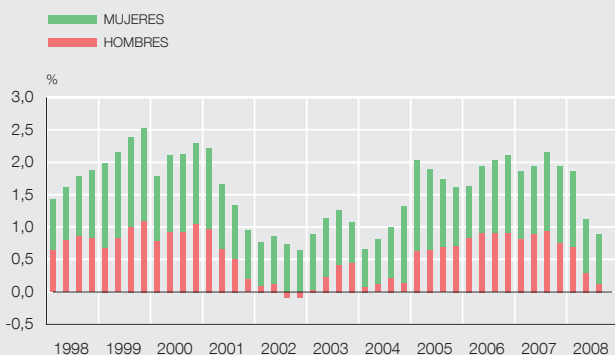
Desde mediados de 2008, el empleo en el conjunto de la UEM ha venido experimentando tasas de crecimiento intertrimestrales negativas, de tal forma que a finales de año las cifras de empleo se situaron en los niveles de 2007. Siguiendo una pauta similar a la observada en pasados episodios comparables, el ajuste del mercado laboral se ha concentrado en los hombres, las cohortes de edad más jóvenes y los trabajadores con contrato temporal, y ha tenido como contrapartida inmediata el repunte de las cifras de desempleo. En febrero de 2009 la tasa de paro se situó en el 8,5%, 1,3 pp por encima de la registrada el año anterior.

Con todo, en el conjunto de la UEM el ajuste del mercado de trabajo está siendo hasta el momento —al menos en relación con el tamaño de la contracción en la actividad— mucho más contenido que el registrado en la mayoría de anteriores episodios recesivos, y solo comparable a la crisis de principios de los setenta, tal como se ilustra en el gráfico 5. Enfrentadas a unas perspectivas inciertas sobre la duración y la intensidad de la recesión, las empresas parecen haber optado, al menos en primera instancia, por una estrategia de «acaparamiento» del factor trabajo (*labour hoarding*).

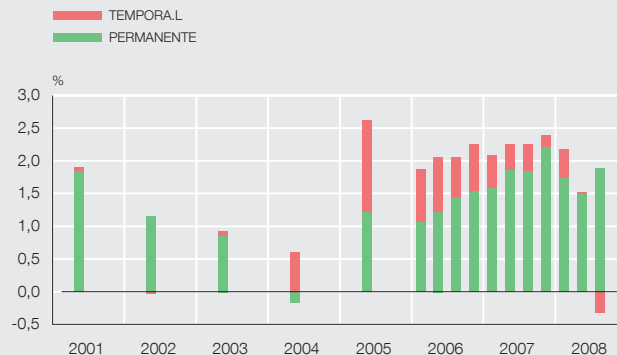
1 EMPLEO Y PIB
Crecimiento interanual



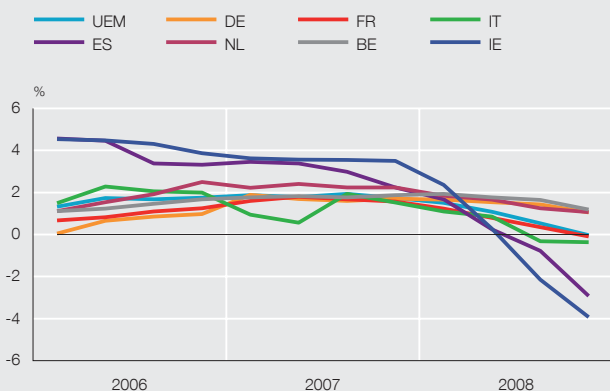
2 CREACIÓN DE EMPLEO POR GÉNERO



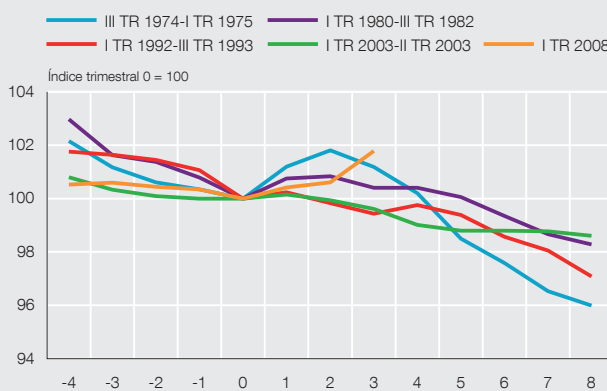
3 CREACIÓN DE EMPLEO ASALARIADO: TEMPORAL FRENTE A PERMANENTE



4 UEM Y VARIOS PAÍSES: ASINCRONÍA EN EL AJUSTE DE EMPLEO



5 EMPLEO/PIB



FUENTES: OCDE y Eurostat.

También las políticas públicas en algunos países de la UEM pueden estar contribuyendo a esta respuesta retardada del empleo. Así, por ejemplo, en el caso de Alemania se han introducido o reforzado programas que, a través de subvenciones públicas, fomentan la reducción de horas trabajadas frente al despido de trabajadores (*kurzarbeit*). El recurso de las empresas alemanas a esta forma de ajuste del trabajo se refleja en la fuerte reducción de las horas trabajadas por persona que se ha registrado en el cuarto trimestre de 2008: -1,6%, frente al -0,1% del tercer trimestre. Más recientemente, países como Bélgica, Austria, Francia y Holanda han introducido o ampliado el ámbito de aplicación de programas similares de contención de la destrucción de empleo¹.

Por otra parte, las cifras agregadas de empleo para la zona del euro esconden comportamientos muy diferenciados entre los distintos países: mientras que Bélgica, Alemania y Holanda continuaban creando empleo a ritmos superiores al 1% a finales de 2008, España, Irlanda y más tímidamente Italia comenzaron a destruir empleo ya en la segunda mitad del año, registrando en el cuarto trimestre, en los casos de España e Irlanda, una destrucción de empleo de alrededor del 3%. En buena medida, esta evolución dispar del empleo entre países, a pesar de una relativa sincronía en el ajuste de la actividad, cabe atribuirla al

1. Algunos países —Alemania y Austria— han aprobado además subvenciones complementarias a las empresas (reducción de las cuotas de la seguridad social) cuando el trabajador participe simultáneamente en programas de formación.

diferente peso que la inversión en construcción residencial tuvo en la última expansión cíclica. Este sector fue el que, en el conjunto de 2008, registró una corrección relativamente más intensa y adelantada en el tiempo, de modo que fueron precisamente en aquellos países en los que la construcción mostró un comportamiento más expansivo en el pasado —España e Irlanda— donde el ajuste en el empleo fue más brusco. Por contra, en aquellos países donde la construcción desempeñó un papel residual en el ciclo expansivo reciente, como Alemania, Bélgica u Holanda, la creación de empleo siguió mostrando un relativo vigor en el conjunto de 2008.

Más a medio plazo, las perspectivas para el empleo son menos favorables. Las últimas previsiones publicadas por la Comisión Europea en enero de 2009 ya avanzaban una corrección más profunda que la observada hasta aquel momento, situando la destrucción de empleo a finales de 2009 en un 1,6% (frente al -0,4% que se preveía en noviembre de 2008), de forma que la tasa de paro se situaría en el 8,7%. Los efectos del notable deterioro de las perspectivas económicas desde entonces, que han llevado a retrasar en el tiempo las expectativas de recuperación económica, es posible que sobrepasen los asociados a las políticas de empleo que se han puesto en marcha, con lo que tendría lugar una disminución aún más pronunciada de la población ocupada. Entre las previsiones de organismos internacionales más actualizadas, el *Interim Report* de la OCDE, publicado en marzo, considera un aumento significativo de la tasa de paro hasta alcanzar el 11,1% en 2009 y el 11,9% en 2010.

real. Los análisis más recientes de analistas privados y de diversos organismos internacionales sitúan en el entorno del 4% en media anual la contracción del PIB que el área del euro podría llegar a experimentar en 2009 y anticipan una paulatina recuperación a lo largo de 2010 (véase cuadro 2).

En el curso del primer trimestre del año, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se fue desacelerando progresivamente hasta alcanzar un crecimiento interanual del 0,6% en marzo, un punto menos que en diciembre (véase gráfico 10). Esta ralentización respondió fundamentalmente a los efectos base en los componentes de alimentos elaborados y energía derivados de los elevados precios del pasado año y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los servicios (afectados estos últimos por efectos calendario ligados a la Semana Santa). Las tasas de crecimiento del resto de subíndices —alimentos no elaborados y bienes industriales no energéticos— se mostraron más volátiles a lo largo del trimestre. La inflación subyacente, medida por el índice general que excluye alimentos no elaborados y energía, se redujo 0,6 pp entre diciembre y marzo, hasta el 1,5%. Por su parte, las tasas interanuales de los precios industriales se tornaron negativas en los dos primeros meses del año, lastradas por los notables descensos de los precios de la energía y de los bienes intermedios.

Resulta previsible que la inflación continúe disminuyendo en los próximos meses, hasta llegar a registrar transitoriamente tasas negativas en torno al verano, como resultado principalmente de los efectos base en los precios de la energía y de los alimentos. Más a medio plazo, la evolución



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

- 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.

	2009		2010	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (marzo 09)	Entre -3.2 y -2.2	Entre 0.1 y 0.7	Entre -0.7 y 0.7	Entre 0.6 y 1.4
Comisión Europea (enero 2009)	-1,9	1,0	0,4	1,8
FMI (abril 2009)	-4,2	0,4	-0,4	0,6
OCDE (marzo 2009)	-4,1	0,6	-0,3	0,7
Consensus Forecast (abril 2009)	-3,4	0,4	0,3	1,3
Euro Barómetro (abril 2009)	-3,2	0,5	0,3	1,2

FUENTES: Comisión Europea, Consensus Forecast, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

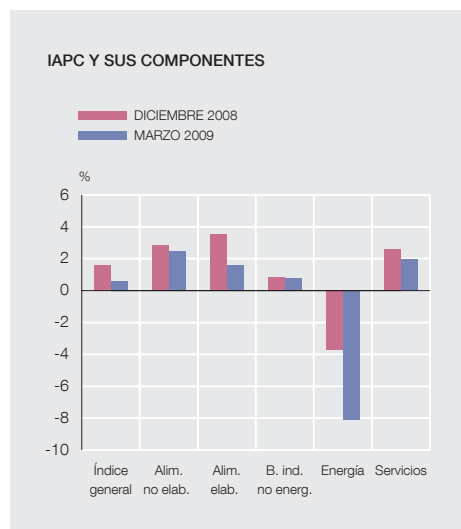
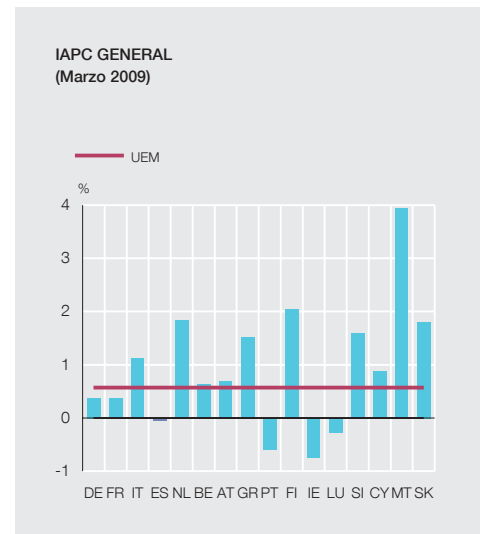
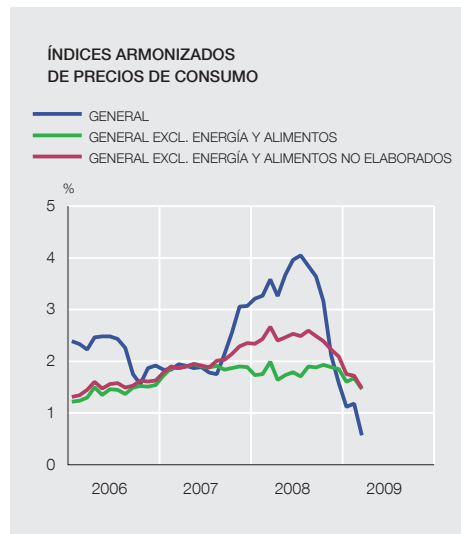
de los precios dependerá de en qué medida los componentes más sensibles a las condiciones de demanda, que por el momento no muestran una clara ralentización, respondan a la aparición de una notable brecha negativa de producción (*output gap*). Particularmente incierta es la reacción de los salarios, ya que hasta ahora su evolución ha estado muy determinada por acuerdos salariales alcanzados en meses anteriores, cuando no se adivinaban la profundidad ni la duración del deterioro económico.

De acuerdo con la información publicada por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente se situó en enero de 2009 en 18,2 mm de euros, por encima del saldo negativo de 14,7 mm de euros del mismo mes del año anterior. Este deterioro obedeció al empeoramiento de todos sus componentes, con la excepción del referido a las transferencias corrientes, cuyo déficit se redujo. Así, el mayor descenso de las exportaciones que de las importaciones derivó en una ampliación del déficit de la balanza de bienes, el superávit de la balanza de servicios se contrajo y la balanza de renta mostró un saldo negativo tras el registro positivo de un año antes. Por otro lado, en enero las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 19,5 mm de euros y las de cartera a 3,3 mm de euros, en comparación con los saldos de -64,9 mm y 58,4 mm de euros, respectivamente, de 2008. Con todo, la balanza básica, que aúna estas dos subbalanzas y la balanza por cuenta corriente, aumentó notablemente su déficit, casi 20 mm de euros, hasta los 41 mm de euros (véase gráfico 13).

Las medidas de estímulo de la demanda que ha introducido la mayoría de los países del área desde el pasado otoño en el marco del Plan de Recuperación Económica aprobado por el Consejo Europeo en diciembre de 2008 y la activación de los estabilizadores automáticos, que en Europa son relativamente potentes, están teniendo un impacto notable sobre las cuentas públicas. En este contexto, cabe esperar que en 2009 el déficit presupuestario de la UEM supere el 4% previsto por la Comisión Europea en enero de este año. De hecho las previsiones más recientes de otros organismos internacionales lo sitúan por encima del 5%, lo que supone un fuerte deterioro frente al déficit del 1,7% de 2008 (véase cuadro 3).

Durante los meses más recientes, la mayor parte de los países ha llevado a la práctica los programas de estímulo fiscal de la demanda ratificados el año anterior. Adicionalmente, Alemania aprobó en enero un tercer paquete de medidas. Con todo, la magnitud de estas medidas se aproxima al 1% del PIB para el conjunto del área.

El empeoramiento de la situación presupuestaria llevó a la Comisión Europea a iniciar en febrero de 2009 el procedimiento de déficit excesivo para aquellos países cuyo déficit superó el 3% del PIB en 2008: Francia, España, Irlanda, Grecia y Malta. En aplicación de los márgenes



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

de flexibilidad contemplados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Consejo, siguiendo las recomendaciones de la Comisión Europea, acordó que Francia y España dispondrán hasta el año 2012 para situar su déficit por debajo del 3%, plazo que se extiende hasta 2013 en el caso de Irlanda.

3.2 Evolución monetaria y financiera

A lo largo de los primeros meses del año, los mercados financieros experimentaron una cierta mejoría en relación con la situación de tensión extrema alcanzada a finales de 2008, aunque las condiciones de financiación continuaron siendo muy restrictivas en un contexto de elevadas primas de riesgo y alta volatilidad. En el mercado interbancario, los diferenciales del EURIBOR con respecto a los tipos de operaciones colateralizadas (*eurepos*) se redujeron paulatinamente hasta niveles similares a los observados antes de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del pasado año. Por su parte, aunque se mantienen en niveles elevados, los diferenciales de la deuda privada corporativa, especialmente los de peor calidad, se redujeron y las bolsas europeas revirtieron su tendencia descendente hacia mediados de marzo, impulsadas por algunas noticias positivas procedentes del exterior y, posteriormente también, por el éxito de la cumbre del G 20.

	% del PIB							
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)							
	2007	2008		2009			2010	
	PE (b)	PDE (c)	PE (b)	PDE (c)	CE. (d)	PE (b)	CE. (d)	
Bélgica	-0,3	0,0	-1,2	0,3	-3,4	-4,5	0,7	-6,1
Alemania	-0,2	0,0	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-4,0	-5,9
Grecia	-3,8	-3,7	-5,0	-3,7	-3,7	-5,1	-3,2	-5,7
España	2,2	-3,4	-3,8	-5,8	-5,8	-8,6	-4,8	-9,8
Francia	-2,7	-2,9	-3,4	-3,9	-5,6	-6,6	-2,7	-7,0
Irlanda	0,2	-6,3	-7,1	-9,5	-9,9	-12,0	-9,0	-15,6
Italia	-1,5	-2,6	-2,7	-3,7	-3,7	-4,5	-3,3	-4,8
Luxemburgo	3,2	2,0	2,6	-0,6	-1,7	-1,5	-1,5	-2,8
Holanda	0,3	1,2	1,0	-1,2	-3,3	-3,4	-2,4	-6,1
Austria	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2	ND	-4,2	0,4	-5,3
Portugal	-2,7	-2,2	-2,6	-3,9	-3,9	-6,5	-2,9	-6,7
Eslovenia	0,5	-0,9	-0,9	-0,6	-3,7	-5,5	0,0	-6,5
Finlandia	5,3	4,4	4,2	2,1	-1,9	-0,8	1,1	-2,9
Malta	-1,8	-3,3	-4,7	-1,5	-1,5	-3,6	-0,3	-3,2
Chipre	3,5	0,5	0,9	0,5	-0,8	-1,9	0,7	-2,6
Eslovaquia	-2,0	-2,3	-2,2	-1,8	-2,1	-4,7	-0,8	-5,4
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)								
Saldo primario	2,3	1,1		-2,3			-3,3	
Saldo total	-0,7	-1,9		-5,3			-6,5	
Deuda pública	66,1	69,3		77,7			83,8	

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
 b. Objetivos de los programas de estabilidad presentados en primavera de 2009.
 c. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2009.
 d. Previsiones de la Comisión Europea de abril de 2009.

Las autoridades gubernamentales continuaron instrumentando los planes de apoyo al sistema financiero que se habían aprobado en octubre en forma, principalmente, de avales a nuevas emisiones bancarias a medio plazo e inyecciones de capital público a instituciones financieras, al tiempo que el BCE prosiguió con una política de provisión de liquidez amplia. En efecto, el Banco Central Europeo siguió otorgando un elevado volumen de fondos en el primer trimestre a través de las subastas a tipo fijo con adjudicación plena, tanto en las operaciones semanales como en las operaciones a plazos más largos, y la provisión de liquidez en dólares estadounidenses. En enero, el Consejo de Gobierno del BCE decidió restablecer la amplitud de 200 pb de la banda de las facilidades permanentes, lo que ha contribuido a disminuir el abultado recurso por parte de los bancos a la facilidad de depósito que se venía observando desde octubre del año pasado. En marzo, se decidió la prolongación hasta después del cierre de 2009 de las subastas a tipo fijo y adjudicación plena y extender el acuerdo con la Reserva Federal para suministrar dólares estadounidenses hasta finales de junio. En abril, se anunció una nueva ampliación del acuerdo de divisas con otros bancos centrales nacionales, entre los que se incluía de nuevo la Reserva Federal, para ofrecer liquidez en euros a través de contratos de *swap* hasta octubre de este año.

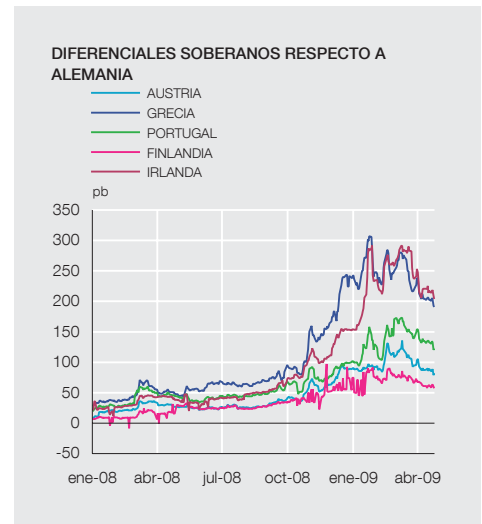
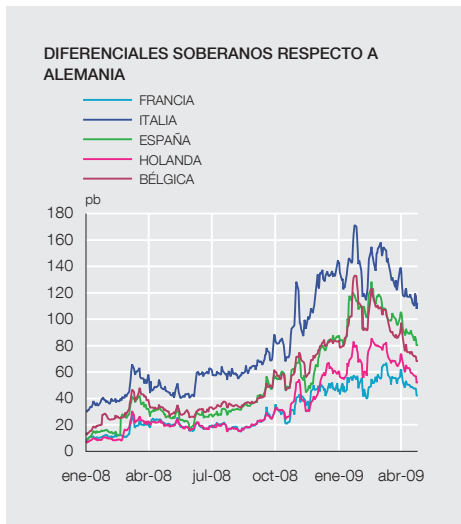
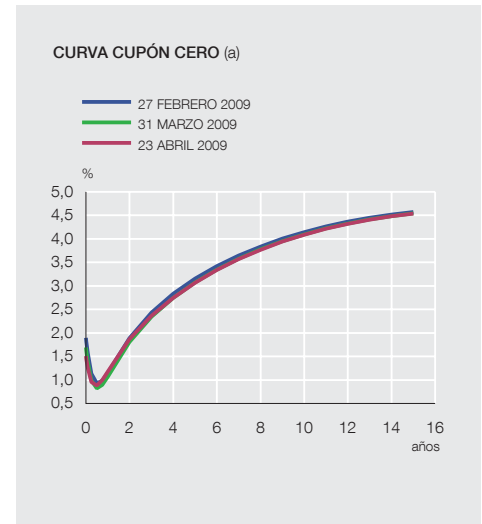
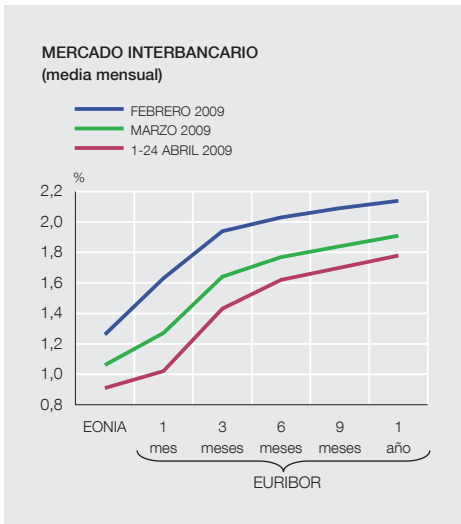
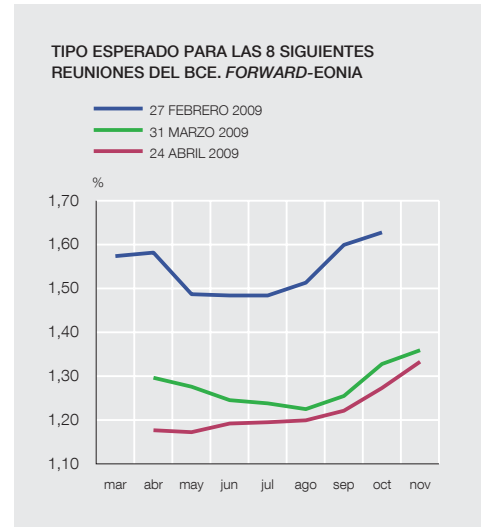
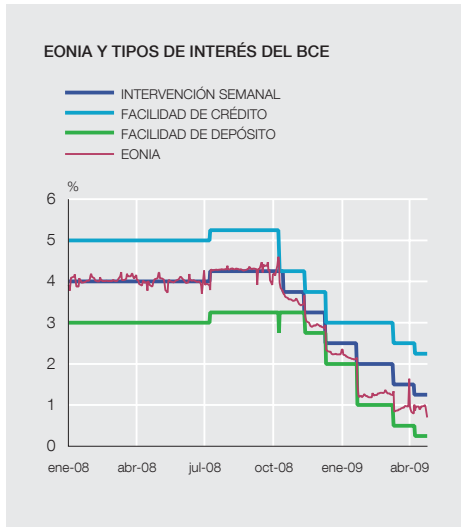
La disminución de las presiones inflacionistas en el medio plazo como consecuencia de la caída de los precios de las materias primas y del fuerte deterioro de la actividad permitió al

Consejo de Gobierno del BCE seguir relajando sustancialmente el tono de su política monetaria en los meses transcurridos de 2009. En particular, los tipos oficiales se redujeron 50 pb en enero y marzo y 25 pb en abril, con lo que el recorte acumulado desde octubre alcanzó los 300 pb. Así, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito se sitúan en el 1,25%, el 0,25% y el 2,25%, respectivamente (véase gráfico 11). Además, el Consejo de Gobierno reiteró que es esencial en las circunstancias actuales asegurar el firme anclaje de las expectativas en torno a su objetivo de medio plazo de tasas de inflación por debajo, pero próximas, al 2%, lo cual constituye la contribución más valiosa que la política monetaria puede hacer al crecimiento sostenido, al empleo y a la estabilidad financiera.

Fruto de esta relajación monetaria, y también —aunque en menor medida— de la disminución paulatina de las primas de riesgo de crédito, los tipos a todos los plazos en el mercado interbancario se redujeron progresivamente en los meses transcurridos de 2009. En particular, los EURIBOR a tres meses y a un año se sitúan actualmente más de 125 pb por debajo de los niveles de finales de diciembre, en el 1,4% y el 1,8%, respectivamente (véase gráfico 12). Esta evolución se ha trasladado, si bien parcialmente, a los tipos de interés de los préstamos bancarios, que prosiguieron ajustándose a la baja en este período. En este sentido, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios correspondiente al primer trimestre siguió mostrando un tensionamiento adicional de la oferta crediticia —principalmente, a través del aumento de los márgenes— y una contracción de la demanda de préstamos, en ambos casos de menor intensidad que en el último trimestre de 2008. Los criterios de concesión de financiación se volvieron más estrictos tanto para los hogares como para las empresas, como consecuencia del deterioro de la situación económica y del ajuste de los mercados inmobiliarios en algunos de los Estados miembros. En este contexto, el crédito bancario al sector privado, que incluye préstamos, acciones y participaciones y otros valores, continuó ralentizándose, hasta alcanzar una tasa del 5,4% interanual en febrero. Gran parte de este comportamiento obedeció a la significativa desaceleración de los préstamos, que, una vez descontadas las titulizaciones, crecieron casi 1,5 pp por debajo de la tasa de diciembre, al 5,9%. El menor ritmo de avance afectó tanto a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras como a los concedidos a los hogares, si bien los primeros continuaron creciendo a una tasa notablemente mayor que los segundos —al 7,6%, frente al 0,7% en febrero—. Atendiendo a la finalidad de los préstamos a familias, todas las partidas disminuyeron su dinamismo en los dos primeros meses del año, situándose el avance interanual de los préstamos para adquisición de vivienda en el 0,5%; para consumo, en el 1%, y para otros fines, en el 1,5%.

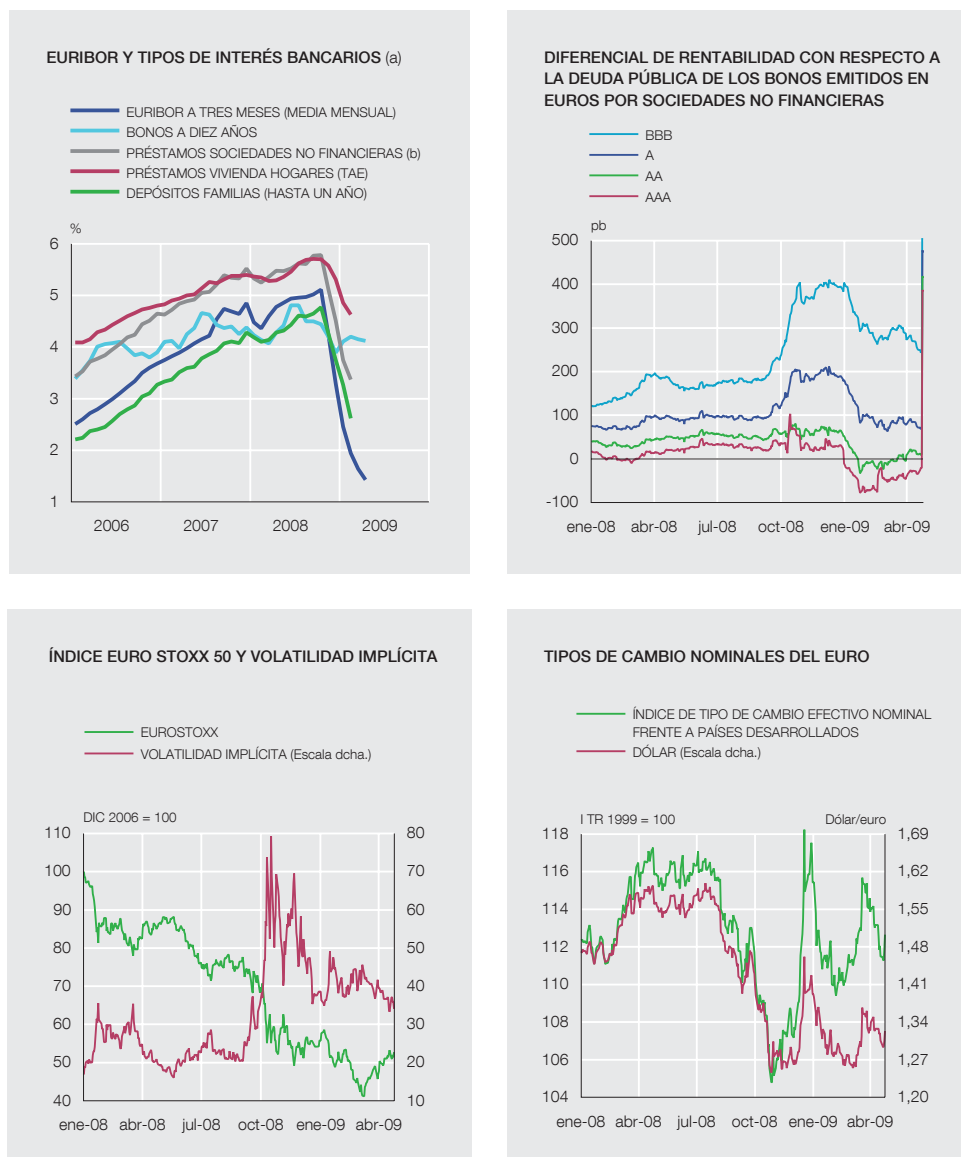
Las rentabilidades de la deuda pública a diez años, tras el repunte experimentado a comienzos de año, disminuyeron a partir de febrero en línea con el deterioro de las perspectivas económicas de la UEM y la preferencia por parte de los agentes de activos más seguros. Así, para la media del área, los tipos se situaron en marzo unos 25 pb por debajo de los niveles de finales de enero, en un contexto en el que los diferenciales respecto a Alemania se mantuvieron, en general, altos como resultado de las elevadas primas de riesgo soberano y, en alguna medida también, de la mayor preferencia por la liquidez de la deuda alemana. En este período se produjeron rebajas en la calificación de calidad crediticia de los bonos soberanos de Grecia, España y Portugal en enero, y de Irlanda en marzo. Por su parte, el diferencial con respecto a los tipos de la deuda pública americana, muy volátiles en este período, se acortó hasta alrededor de 120 pb.

La frágil situación económica global y las dificultades del sector bancario —sobre todo, en Estados Unidos y Reino Unido— arrastraron los mercados bursátiles mundiales en los primeros meses del año, en un contexto de elevada volatilidad (véase gráfico 12). Así, el índice



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

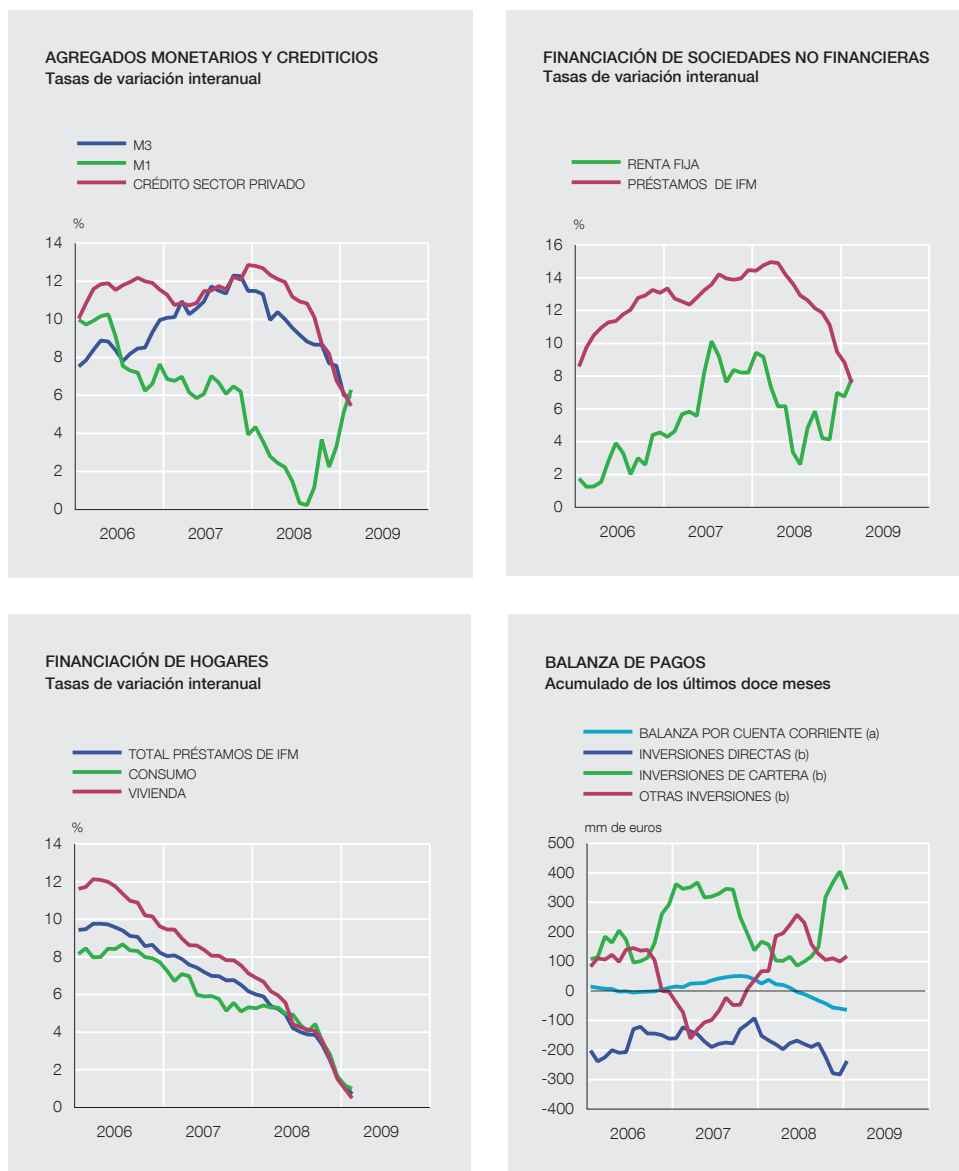


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Correspondientes a nuevas operaciones.
- b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

Eurostoxx 50 continuó su tendencia descendente hasta aproximadamente mediados de marzo, cuando la publicación de beneficios por parte de algunos bancos de Estados Unidos, el programa de apoyo de ese país al sistema financiero y los estímulos monetarios por parte de algunos bancos centrales de fuera de la UEM impulsaron los precios de las acciones. Esta mejora se vio más adelante reforzada por los acuerdos alcanzados en la cumbre del G 20 a comienzos de abril. No obstante, este repunte no pudo compensar la pérdida acumulada desde finales del pasado año hasta entonces —de cerca del 20%—, con lo que la caída del índice en el período transcurrido de 2009 supera actualmente el 5%.

En los primeros meses del año, los mercados cambiarios se caracterizaron por una gran volatilidad. A fecha de cierre de este Boletín, el euro se encuentra aproximadamente un 2,4% por debajo del nivel de finales de diciembre en términos efectivos nominales. Esta evolución fue el resultado de un comportamiento dispar de los tipos de cambio bilaterales. En particular, el



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
- b. Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

euro se ha apreciado frente al yen, mientras que se ha depreciado frente a la libra esterlina y al dólar estadounidense —un 1,7% y un 4,9%, respectivamente— (véase gráfico 12).

El agregado monetario M3 prosiguió desacelerándose en los primeros dos meses de 2009, hasta registrar una tasa del 5,9% en febrero, 1,7 pp por debajo de la de diciembre. Esta evolución respondió en gran medida a las desinversiones netas en depósitos a plazo, que se ralentizaron notablemente, mientras que su componente más líquido —M1— prosiguió acelerándose impulsado por el efectivo en circulación y, sobre todo, por los depósitos a la vista (véase gráfico 13).

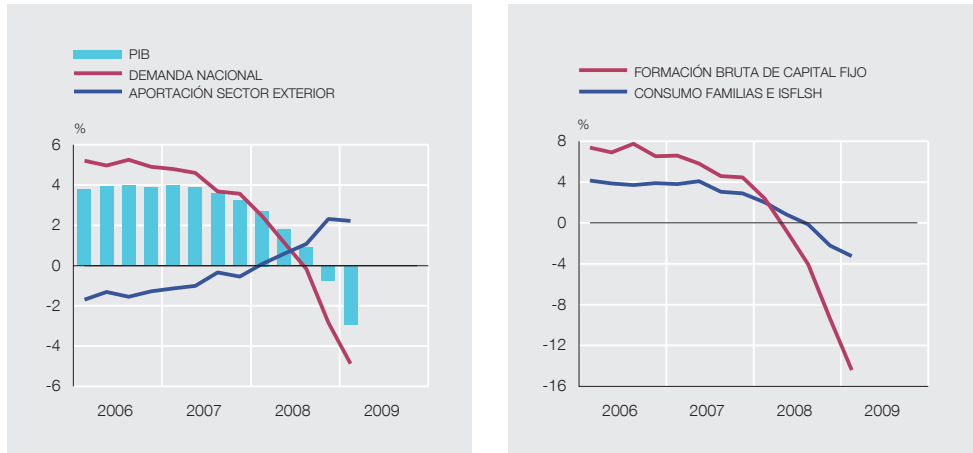
4 La economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB se contrajo con intensidad en el último trimestre de 2008, registrando un crecimiento interanual del $-0,7\%$, 1,8 pp por debajo del ritmo de avance observado en el período anterior. La tasa intertrimestral fue negativa (-1%) por segundo trimestre consecutivo. La caída de la actividad en los meses finales de 2008 fue, en cualquier caso, menos intensa que en la Unión Monetaria y en el conjunto de los países de la OCDE. El retroceso del PIB reflejó el acusado debilitamiento de la demanda nacional, en particular de la realizada por las familias. Por el contrario, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto mostró una mejora sustancial —de 1,2 pp, hasta 2,3 pp—, en un contexto de contracción más intensa de las importaciones que de las exportaciones. Por el lado de la oferta, todas las ramas de actividad experimentaron caídas en su valor añadido, con la salvedad de los servicios. Este deterioro de la actividad se reflejó en la evolución del empleo, que, de acuerdo con la CNTR, registró una variación interanual del $-3,1\%$.

De acuerdo con la información disponible, la caída del PIB se intensificó en España en los primeros meses de 2009, en un entorno recesivo mundial caracterizado por el deterioro de la confianza de los agentes, el colapso del comercio internacional y la persistencia de las tensiones en los mercados financieros, aunque algo atenuadas. En concreto, se estima que la variación interanual del PIB en el primer trimestre de 2009 fue del $-2,9\%$, 2,2 pp por debajo de la observada en los meses finales de 2008. En términos intertrimestrales, el producto habría experimentado un retroceso del $-1,8\%$, que supera en ocho décimas al del cuarto trimestre del pasado año. Esta evolución sería reflejo, sobre todo, de la pronunciada reducción de la demanda nacional, que habría caído un 4,9% respecto al mismo trimestre del año anterior. Se estima que la contribución del sector exterior al crecimiento del producto habría disminuido ligeramente, pero seguiría siendo muy positiva (2,2 pp), aunque las significativas caídas del comercio mundial, que han afectado considerablemente a los flujos de exportaciones e importaciones, dificultan enormemente esa estimación (véase gráfico 14). El valor añadido de la economía de mercado también se habría reducido más acusadamente que a finales de 2008, al igual que los indicadores disponibles del mercado laboral, que señalan una mayor intensidad del proceso de destrucción de puestos de trabajo, con una caída del empleo en torno al 6% en términos interanuales. Dado que el retroceso del producto tuvo una magnitud comparativamente más reducida, se estima que ha continuado el repunte del crecimiento de la productividad, tras varios años de registros muy bajos de esta variable. La remuneración por asalariado continuaría creciendo a un ritmo elevado, aunque inferior al observado en los últimos trimestres, lo que, unido al mayor incremento de la productividad, hizo que los costes laborales unitarios se ralentizaran. La tasa de variación interanual del IPC se redujo sustancialmente en los primeros meses de 2009, hasta alcanzar en marzo un valor negativo ($-0,1\%$), y el diferencial de inflación con la UEM volvió a disminuir, hasta $-0,7$ pp en ese mes, el mínimo desde el inicio de la Unión Monetaria.

4.1 Demanda

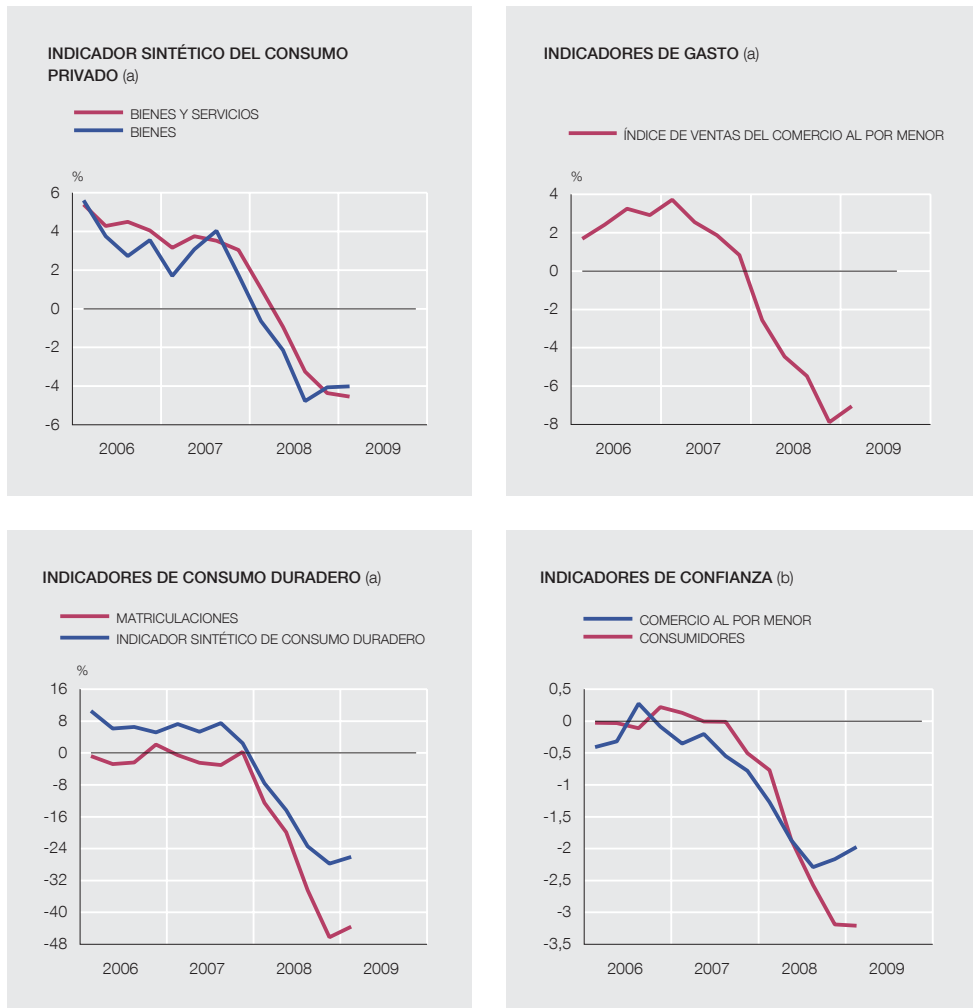
En el primer trimestre de 2009, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH prolongó el perfil de pronunciada desaceleración que había venido mostrando a lo largo de 2008 (véase gráfico 15). Los diferentes indicadores muestran ritmos de variación muy negativos, que señalan con claridad la intensidad de la contracción, aunque en algunos casos las tasas observadas no son peores que las del cuarto trimestre. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de grandes empresas de la Agencia Tributaria, referidos a enero y febrero, mostraron cierta moderación en las tasas de caída de las ventas, si bien las de servicios destinados al consumo disminuyeron con mayor intensidad que en el cierre de 2008. El índice del comercio al por



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



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).

menor en términos reales también registró una contracción algo más suave, al igual que las compras de bienes de consumo duradero. En particular, las matriculaciones de automóviles se redujeron un 38% en el promedio del primer trimestre, frente a un descenso del 45% en el período previo. Por su parte, el indicador sintético del consumo en bienes y servicios siguió cayendo a un ritmo similar al observado a finales de 2008. Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores pareció estabilizarse y las opiniones de los comerciantes minoristas dieron síntomas de una mejoría algo más clara.

La debilidad del consumo de las familias en el primer trimestre de 2009 refleja el entorno de elevada incertidumbre en el que se enmarcan las decisiones de gasto de los hogares, a pesar de los impulsos positivos asociados a los pronunciados descensos de la inflación y de los tipos de interés. La destrucción de empleo contribuyó a reducir el crecimiento de la renta real y el deterioro del mercado laboral erosionó la confianza de los hogares. Por otra parte, la acusada caída de las cotizaciones bursátiles en 2008 y el descenso del precio de la vivienda han provocado una disminución de la riqueza de las familias en términos reales, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación. Todos estos factores están conduciendo a una recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que, de acuerdo con las cuentas no financieras de los sectores institucionales, aumentó en 2008 hasta el 13% de la renta disponible, 2,8 pp más que en 2007, y es previsible que esta trayectoria se mantenga en 2009.

El consumo final de las AAPP habría continuado mostrando un avance sustancial en el primer trimestre de 2009, si bien inferior al del período precedente, según se desprende de la información disponible sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado.

En los meses iniciales de 2009, la inversión en bienes de equipo continuó retrocediendo, de acuerdo con la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). Las opiniones de los empresarios, como reflejan los indicadores de confianza de la industria y de la cartera de pedidos del sector de bienes de equipo, mostraron un deterioro adicional en el conjunto del primer trimestre. Además, los índices de disponibilidades de bienes de equipo, aunque con datos aún incompletos, señalan una intensa contracción. La caída de la demanda nacional y exterior y el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria, unidos a las mayores dificultades para captar recursos por otras vías, continúan frenando la puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras, a pesar de la reducción de los tipos de interés. Estos factores han dado lugar a un descenso de las necesidades de financiación del sector, que se situaron en el 7,5% del PIB en 2008, 3,6 pp por debajo del año anterior, de acuerdo con las cuentas no financieras de los sectores institucionales. A esta evolución habría contribuido también el mayor ahorro de las sociedades, impulsado por una aportación menos negativa de los pagos netos por intereses, así como por los menores desembolsos impositivos, aunque este último factor tiene, en parte, una naturaleza transitoria, relacionada con el cambio de calendario de las devoluciones por IVA.

Por lo que se refiere al conjunto de la inversión en construcción, los indicadores relativos a los consumos intermedios —consumo aparente de cemento y producción interior de materiales de la construcción— registraron descensos en enero y febrero superiores a los del cuarto trimestre de 2008. Los indicadores contemporáneos del mercado de trabajo también mantuvieron una tónica contractiva, con una disminución en el número medio de afiliados a la Seguridad Social próxima al 25% interanual en el primer trimestre de 2009. Finalmente, el indicador de confianza del sector de la construcción elaborado por la Comisión Europea siguió deteriorándose en los tres primeros meses de año.



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.

Se estima que el ajuste de la inversión residencial se habría agudizado durante el trimestre, como consecuencia del significativo descenso del número de viviendas iniciadas a lo largo de 2008 y los primeros meses de 2009 y de la terminación de obras de edificación residencial emprendidas con anterioridad (recuadro 5). Dentro del total de viviendas iniciadas, las viviendas protegidas continuaron aumentando, de modo que suponen en la actualidad en torno a la mitad del total de iniciaciones. En el período más reciente se aprecia una intensificación de la disminución de las compraventas, de acuerdo con las transacciones de los Colegios de Registradores y Notarios correspondientes al último trimestre de 2008, así como del número de hipotecas concedidas. La demanda de vivienda se está viendo desanimada por el endurecimiento de las condiciones financieras, las expectativas de caída de precios y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la renta de las familias, y se espera que la edificación no residencial vuelva a registrar una evolución contractiva durante el primer trimestre, en consonancia con el descenso de los visados de nuevos proyectos en el pasado reciente. Finalmente, la ejecución de obra civil siguió lastrada por el descenso de la licitación oficial, aunque cabe esperar que se reactive en el segundo trimestre con el comienzo de la ejecución de los proyectos acogidos al Fondo Estatal de Inversión Local.

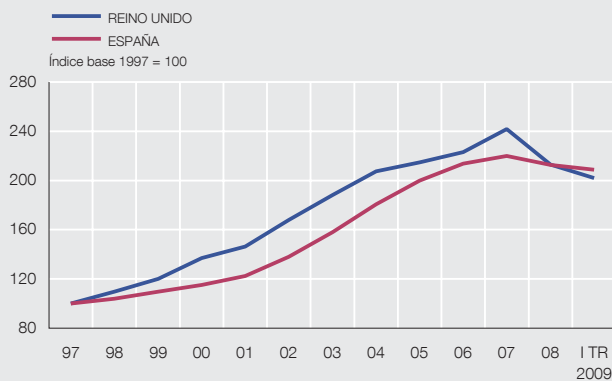
Desde finales de los años noventa, numerosas economías industrializadas experimentaron un proceso de auge inmobiliario, que condujo a un elevado crecimiento del precio de la vivienda, una expansión del sector de la construcción y un incremento del endeudamiento de las familias. En la presente coyuntura, en la que la corrección de los excesos acumulados en ese sector se ha visto agudizada por la crisis financiera internacional, resulta interesante examinar en qué medida la existencia de diferencias en el funcionamiento de los mercados inmobiliarios y algunas de las características de aquel proceso de auge pueden conducir a diferentes trayectorias de ajuste. En el ámbito europeo, España y el Reino Unido son, probablemente, las dos principales economías que se vieron afectadas por ese fenómeno y constituyen un buen ejemplo para ilustrar este desarrollo. En este recuadro se presenta un conjunto de rasgos estilizados sobre los procesos de corrección en el sector inmobiliario que afrontan ambos países.

En la fase expansiva, los precios de la vivienda en el Reino Unido y en España siguieron una trayectoria similar, situándose entre los mercados europeos que mayores crecimientos registraron en esa etapa. En términos reales, entre 1997 y 2007 los precios medios de los inmuebles aumentaron en España un 120%, frente al 140% en el Reino Unido, mientras que la media de los precios de la vivienda en los mercados de la zona del euro se incrementó solo un 40% (véase

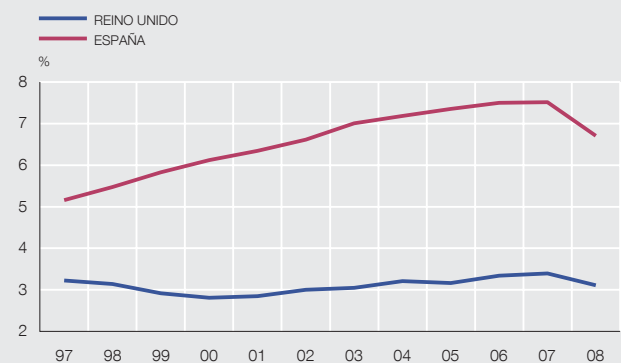
gráfico 1). Durante 2008 y principios de 2009, el ajuste del sector, junto con el desarrollo de la crisis financiera, ha impuesto una fuerte corrección en la trayectoria de los precios de los activos residenciales, que está siendo más severa en el Reino Unido que en España, aunque la comparación de precios debe tomarse siempre con cautela, dadas las diferencias metodológicas que existen en su estimación. Los precios del mercado británico de la vivienda han descendido a lo largo del pasado año, hasta alcanzar una reducción en términos reales de en torno al 20% interanual en el cuarto trimestre de 2008. En el caso español, de acuerdo con la información correspondiente a la estadística suministrada por el Ministerio de Vivienda, basada en tasaciones, los precios de la vivienda en términos reales descendieron en términos interanuales un 5,7% en el cuarto trimestre de 2007 y un 7,3% en el primer trimestre de 2009.

La evolución de los precios de la vivienda ha respondido a una combinación diferente de la oferta y de la demanda de activos residenciales en ambos países. Entre los factores de demanda, el dinamismo demográfico ha sido un rasgo sobresaliente de la economía española, mientras que el crecimiento de la población en el Reino Unido, aun habiéndose acelerado en los últimos años, ha sido bastante más modesto. Además, aunque en ambos países los tipos de interés reales a corto plazo siguieron una trayectoria descendente durante la fase ex-

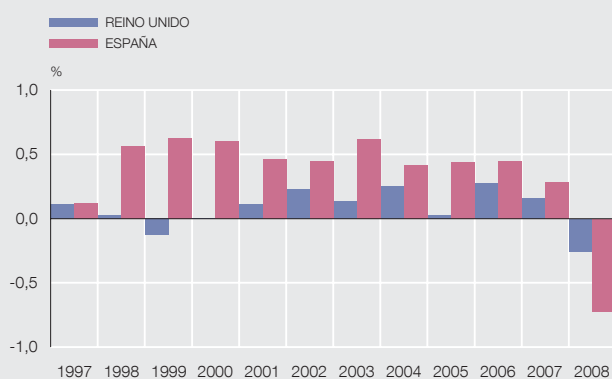
1 PRECIO REAL DE LA VIVIENDA



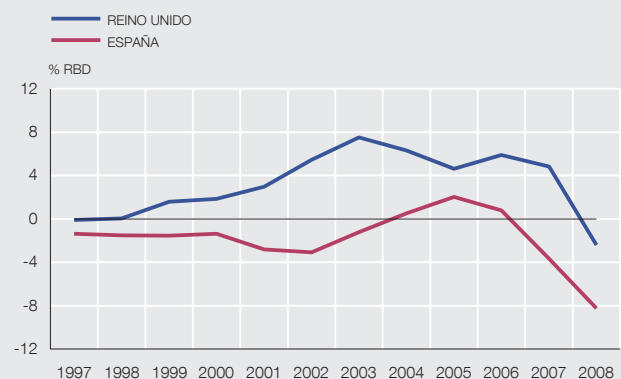
2 RATIO DE LA INVERSIÓN REAL EN VIVIENDA Y PIB



3 CONTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN RESIDENCIAL AL CRECIMIENTO DEL PIB



4 REEMBOLSO DE CAPITAL INMOBILIARIO (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Vivienda, Banco de Inglaterra, Eurostat y Banco de España.

a. Calculado como diferencia entre la variación del crédito para adquisición de vivienda y la inversión nominal en vivienda de los hogares.

pansiva y los préstamos a tipo variable son predominantes, este factor operó de manera más acusada en España, como consecuencia de su incorporación a la zona del euro. El nuevo régimen de estabilidad macroeconómica que la UEM garantizaba, alentó, además, una mejora en las expectativas de crecimiento de la renta en España, que probablemente no se produjo con la misma intensidad en el Reino Unido. Otros factores de demanda han operado de forma más parecida en los dos casos. Así, en ambas economías se han registrado cambios importantes en la estructura de la población que han conducido también a una mayor demanda de viviendas, debido fundamentalmente al aumento del número de hogares unipersonales. Adicionalmente, el auge de la demanda residencial se ha visto facilitado en los dos países por la notable facilidad en la disponibilidad de crédito, en parte ligada en el Reino Unido a la intensa liberalización de estos mercados y, en España, a la fuerte competencia y a las innovaciones en el segmento hipotecario. Estas facilidades en la concesión de crédito se tradujeron en los rápidos crecimientos de las ratios de endeudamiento de los hogares en ambas economías, aunque en el Reino Unido esa ratio alcanzó un nivel mayor (véase cuadro 1).

Cuando se producen episodios de auge inmobiliario, es habitual que, dada la rigidez inicial de la oferta, el aumento de la demanda presione sobre los precios. Sin embargo, la reacción de la oferta de nuevas viviendas está condicionada por las características de cada mercado nacional de la vivienda. Así, durante el último ciclo expansivo, el comportamiento de la inversión residencial en España y en el Reino Unido ha sido claramente diferente. En concreto, en 2007, esto es, el momento álgido del ciclo, la ratio de inversión residencial sobre el PIB en España se situó en el 7,5%, nivel muy superior al que registraba en el Reino Unido (véase gráfico 2). De hecho, la característica diferenciadora más relevante del último ciclo de la vivienda en España ha sido que la subida de los precios ha venido acompañada de un fuerte incremento de la oferta, que se ha traducido en un nivel de la actividad sin precedentes en el sector. En cambio, el impulso a la actividad inmobiliaria en el mercado británico ha sido bastante más limitado. El origen de esta menor respuesta de la oferta es atribuido, en parte, al sistema de planificación urbanística del Reino Unido y, más concretamente, a las restricciones sobre la oferta de suelo. Estas discrepancias en la reacción de la oferta han tenido su reflejo en las cifras de

Contabilidad Nacional. Así, mientras que en el caso de España, el sector de la vivienda ha aportado en torno a 0,5 pp al crecimiento del PIB en promedio del período 1998-2007, en el Reino Unido la contribución ha sido significativamente menor (0,1 pp) (véase gráfico 3).

El proceso de ajuste que están experimentando España y el Reino Unido está condicionado por estos rasgos, que han caracterizado la fase de expansión. En este sentido, la corrección del sector de la vivienda en términos de cantidades está siendo mucho más significativa en el caso español que en el británico. De acuerdo con las cifras de Contabilidad Nacional para 2008 y las proyecciones para los próximos años, el recorte previsto de la inversión residencial en España supone un descenso de la ratio de inversión en vivienda sobre el PIB hasta 2010, en términos reales, de más de 3 pp por debajo del máximo alcanzado en 2006-2007. Dado que la ratio de inversión en vivienda sobre el PIB solo alcanzó el 3,4% en 2007 en el Reino Unido, la menor actividad del sector incidirá de una forma menos acusada en el crecimiento del producto y del empleo en este país.

Con todo, las consecuencias del ajuste inmobiliario de la vivienda no se reducen a los efectos directos del redimensionamiento del propio sector, sino que discurren a través de otros canales. Entre los efectos indirectos, son especialmente relevantes los relacionados con la evolución de la riqueza inmobiliaria, pues este es un factor que afecta a las decisiones de gasto y ahorro de las familias de forma sustancial. Ambas economías comparten un elevado porcentaje de las viviendas en propiedad en el total, que supondría que esos efectos riqueza podrían ser más significativos que en otros países donde el mercado de alquiler está más desarrollado. La primera evidencia es que el ajuste de los precios está siendo más intenso en el Reino Unido que en España, por lo que esa pérdida de riqueza podría haber afectado más al gasto de las familias en aquel país. Pero, además, en el Reino Unido se ha utilizado de forma generalizada la posibilidad de movilizar las ganancias de capital no realizadas asociadas a las subidas de precios de la vivienda mediante préstamos para consumo con garantía hipotecaria (véase gráfico 4). El consumo privado ha descansado en este factor —también conocido como *reembolso del capital inmobiliario*— en la fase de auge, y en la coyuntura actual se está viendo afectado más negativamente como consecuencia de ello. El recurso a esos instrumentos ha conducido a que algunas familias se en-

1 RASGOS ESTILIZADOS

	Reino Unido	España
Peso de inversión en vivienda sobre el PIB (%)	3,4	7,5
Variación acumulada desde 1998 (puntos porcentuales)	0,3	2,0
Número de viviendas iniciadas (medias 2005-2007) (miles)	225	697
Incremento de la población (medias 2005-2007) (miles)	316	727
Porcentaje de viviendas en propiedad (2000) (%)	71,0	85,0
Contribución de la inversión residencial al PIB (media 1998-2007) (puntos porcentuales)	0,1	0,5
Contribución de la construcción al empleo (media 1998-2007) (puntos porcentuales)	0,2	0,8
Ratio de endeudamiento de los hogares (2007) (% RBD)	160,2	130,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Vivienda, Banco de Inglaterra, Eurostat y Banco de España.

cuentren en una situación comparativamente más vulnerable desde el punto de vista financiero, que puede restringir sus decisiones de gasto. Este recurso al endeudamiento apenas se ha utilizado en el caso español, por lo que este canal no está suponiendo una contracción adicional del gasto de las familias en nuestra economía.

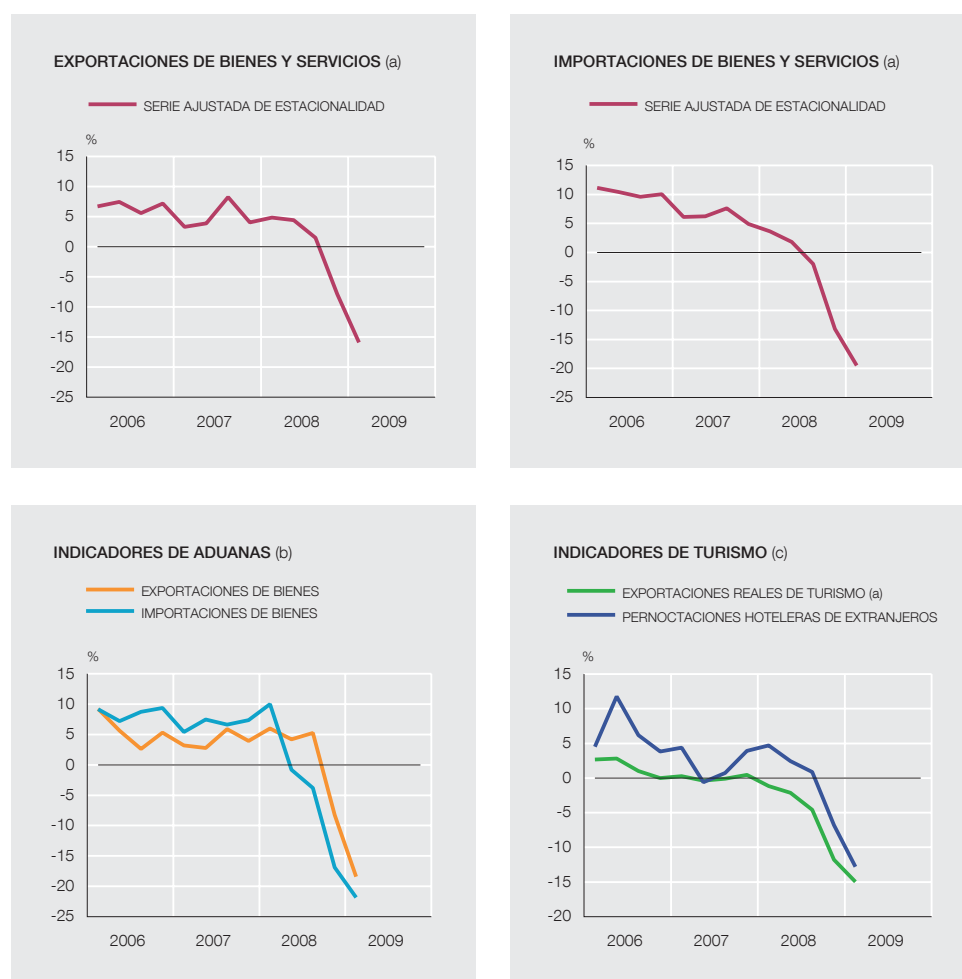
En cuanto al ajuste de la actividad inmobiliaria, en el caso español el fuerte incremento de la oferta en los últimos años de auge y la brusca contracción de la demanda están conduciendo a la aparición de un saldo sustancial de viviendas sin vender que debería absorberse antes de que pueda recuperarse la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión inmobiliaria. No obstante, la disminución de los

precios y de los tipos de interés hipotecarios irán mejorando la accesibilidad a la vivienda en los próximos años, facilitando esa absorción. Asimismo, aunque la población no muestre el dinamismo de la última década, siguen estando presentes algunos factores de demanda (tanto demográficos como relacionados con la consideración de España como destino turístico) que ofrecen un cierto soporte a la inversión en vivienda. En el Reino Unido, el exceso de oferta seguramente ha alcanzado una magnitud más reducida, por lo que las necesidades de absorción son menores. En cambio, el ajuste descansa en mayor medida en los precios, lo que puede dar lugar a un incremento más brusco de la tasa de ahorro de las familias y a un menor dinamismo de su inversión, dificultando la recuperación de la actividad.

La información disponible para el primer trimestre —todavía incompleta— apunta a una ligera disminución de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB (de una décima, hasta 2,2 pp). Esta evolución refleja los pronunciados retrocesos tanto de las importaciones como de las exportaciones, que, en comparación con el cuarto trimestre, son algo más intensos en el caso de las ventas al exterior (véase gráfico 17). El descenso de las compras al resto del mundo está en consonancia con la evolución negativa que muestran la inversión en equipo y las exportaciones, que son los componentes de la demanda final con un mayor contenido importador, así como con la reducción de la producción industrial. Por su parte, las ventas al exterior se encuentran determinadas por la acusada contracción del comercio mundial, que ha afectado tanto a los mercados de las economías avanzadas —nuestros principales clientes— como a los países emergentes.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes experimentaron un pronunciado retroceso en los dos primeros meses del año (del 22,1%). Por grupos de bienes, la elevada intensidad del descenso de las ventas exteriores fue generalizada, salvo en el caso de los alimentos, donde la reducción fue más moderada. Los ajustes tuvieron una magnitud algo más acusada en los mercados de la Unión Europea que en los del resto del mundo. La Balanza de Pagos, con cifras hasta enero, muestra descensos de dos dígitos de las exportaciones reales de servicios turísticos y no turísticos. Respecto a los primeros, las entradas de turistas en España y el número de sus pernoctaciones hoteleras se redujeron apreciablemente en el bimestre enero-febrero, al igual que el gasto de los visitantes extranjeros en términos nominales.

También se agudizó el retroceso de las importaciones reales de bienes en el primer trimestre de 2009. En este sentido, los datos de Aduanas muestran que las compras de bienes al exterior en términos reales disminuyeron en los dos primeros meses del año un 25,1%. Por grupos de productos, la contracción fue mucho más intensa en los casos de los bienes de equipo e intermedios que por lo que se refiere a los bienes de consumo. Entre estos últimos, cabe destacar que, en términos comparativos, fue más reducida la caída del componente alimenticio —que es el menos sensible al ciclo—, pero también la del resto de bienes. Las importaciones de servicios en términos reales habrían acentuado también notablemente su descenso en el primer trimestre, a tenor de las trayectorias de los pagos por servicios no turísticos y de las importaciones turísticas en la Balanza de Pagos.



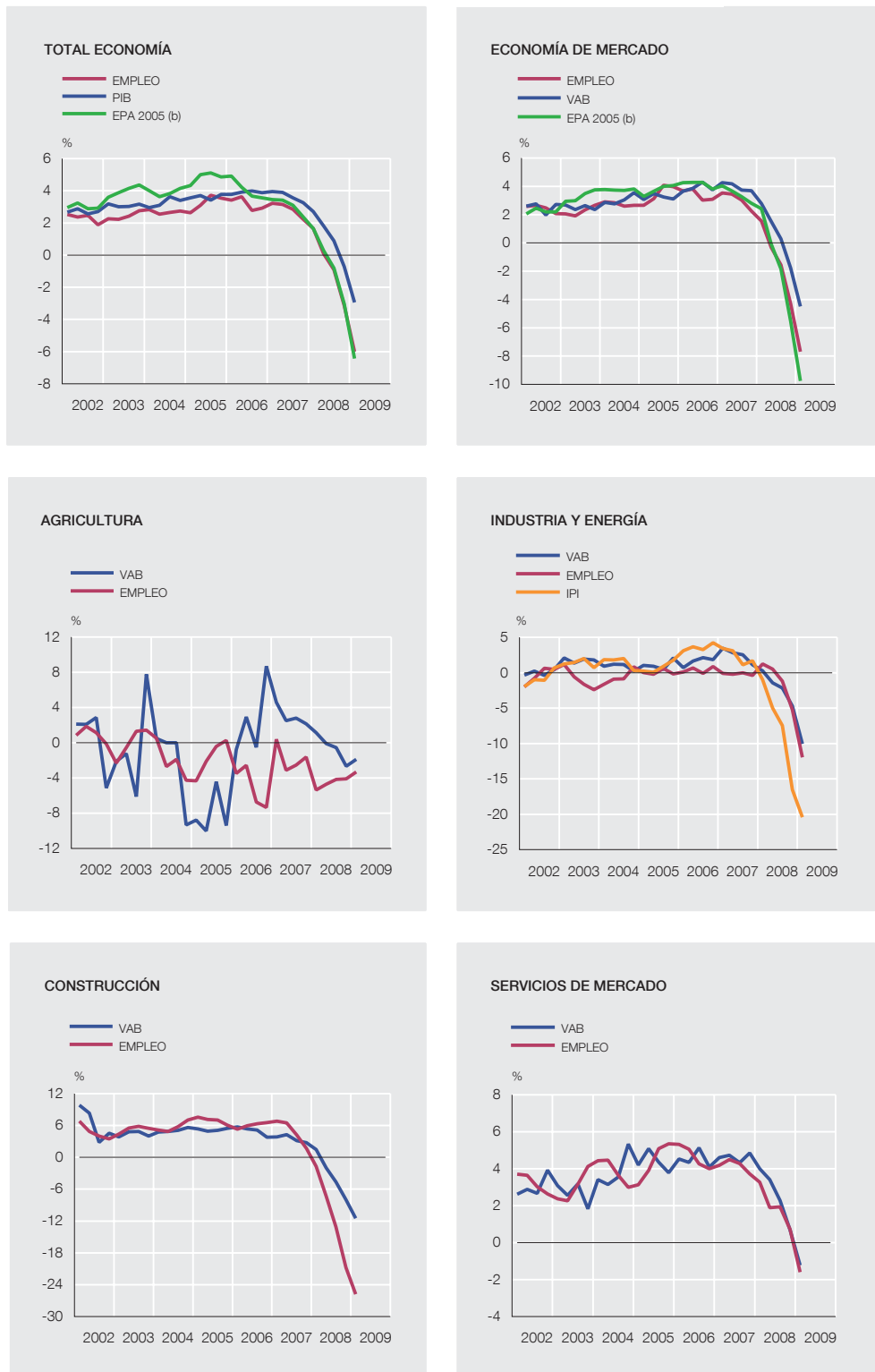
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

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

4.2 Producción y empleo

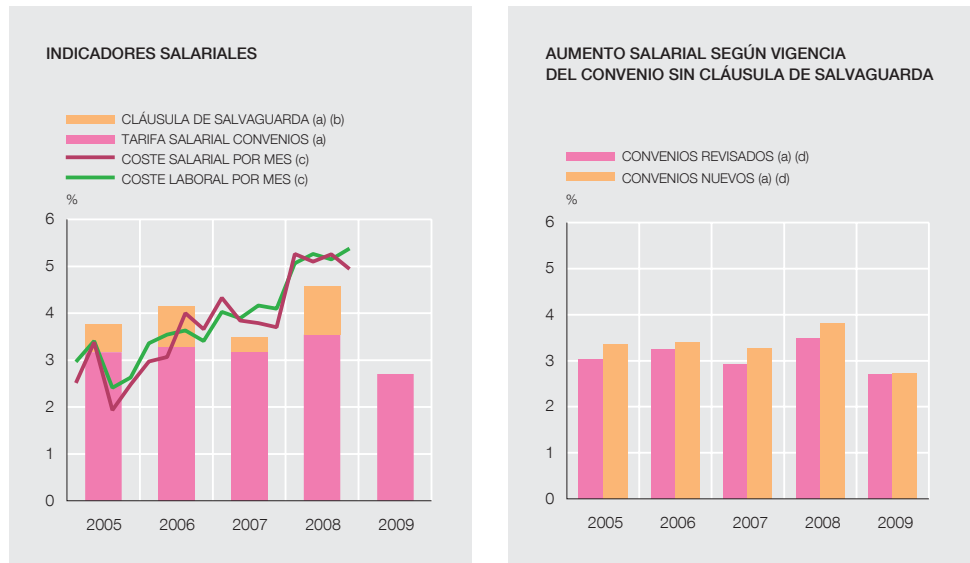
Durante el primer trimestre, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado registró una notable reducción de su ritmo de variación interanual, con una tasa de contracción intertrimestral del 2,3%, más pronunciada que la observada en los meses finales de 2008. Esta pérdida de vigor afectó, en mayor o menor grado, a todas las ramas productivas de la economía de mercado (véase gráfico 18).

Para el conjunto del primer trimestre se espera una acusada caída del ritmo de variación interanual del valor añadido de las ramas industriales, que sería coherente con un retroceso intertrimestral similar al de los tres meses finales de 2008. La tasa de crecimiento interanual del índice de producción industrial (IPI) volvió a reducirse en el conjunto de los meses de enero y febrero, en línea con el comportamiento de las ventas de bienes de las grandes empresas. Por tipos de productos, los retrocesos fueron generalizados, con especial intensidad en las industrias productoras de bienes de equipo e intermedios no energéticos. Los indicadores basados en el mercado de trabajo, como el número de afiliados a la Seguridad Social, también siguieron evolucionando de manera adversa. Por el contrario, algunos indicadores de opinión, como



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 de acuerdo con la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.



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

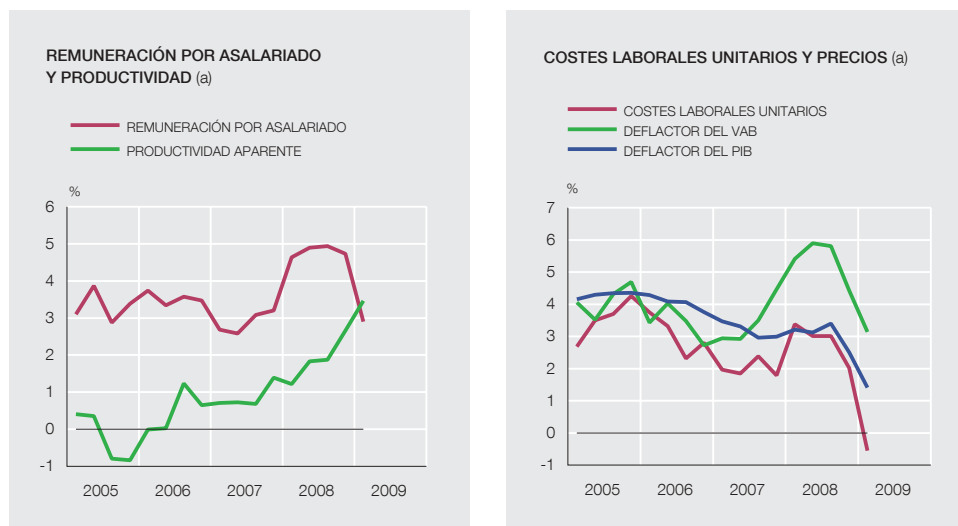
- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2009.
 b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
 c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
 d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer o único año de vigencia.

el de los directores de compras del sector manufacturero, mostraron ciertos signos de moderación, aunque dentro de la tónica pesimista que vienen manteniendo.

La actividad constructora continuó deteriorándose durante el primer trimestre de año, como refleja la información disponible de sus principales indicadores contemporáneos (afiliados, parados, consumo de cemento y datos de la Agencia Tributaria), así como sus indicadores adelantados (número de visados). Por su parte, la actividad de las ramas agraria y pesquera mantuvo un tono contractivo, como reflejan las estimaciones, de carácter preliminar, de superficies y producciones agrícolas que realiza el Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

La información coyuntural referida a los primeros meses de 2009 señala un deterioro adicional del valor añadido bruto de los servicios de mercado. Así, las caídas de las ventas de grandes empresas, en términos reales y corregidos de calendario, y de las cifras de negocios se agudizaron en el primer trimestre. Los indicadores de empleo en el sector también han mostrado una evolución adversa, que se habría acentuado respecto al trimestre pasado. Así, en los tres primeros meses del año los trabajadores afiliados a la Seguridad Social se redujeron con mayor intensidad y el número de parados se incrementó apreciablemente. En cambio, los indicadores de confianza del comercio al por menor elaborados por la Comisión Europea y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) repuntaron ligeramente en el primer trimestre de 2009. La confianza del sector servicios, tras alcanzar su mínimo histórico en enero, se recuperó lentamente en los dos meses siguientes.

Los indicadores disponibles sobre la evolución del mercado de trabajo para los primeros meses de 2009 coinciden en señalar una agudización del proceso de destrucción de empleo. En concreto, la caída interanual de la afiliación en el promedio del primer trimestre se situó en el



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

5,9%, 2,5 pp menos que en el trimestre precedente. Finalmente, la EPA del primer trimestre indica una caída interanual del empleo del -6,4%, 3,4 pp por debajo del período anterior. La reducción del empleo habría afectado a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a la construcción (-25,9%) y a la industria (-12,5%).

De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 5,8%, como al de no asalariados (-9,4%). La destrucción de empleo fue, por primera vez, más acusada entre los trabajadores de nacionalidad extranjera (-9,3%), aunque el empleo entre el colectivo de nacionalidad española también se redujo con intensidad (-5,9%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual (-20,6%) y continuaron protagonizando el ajuste del mercado laboral, mientras que el empleo indefinido mantuvo un crecimiento prácticamente nulo (0,6%). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 25,4%, casi 5 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial se redujo un 1,1%, aunque con menor intensidad que la correspondiente de tiempo completo (-7,2%), volviendo a elevar, como en los últimos trimestres, la ratio de parcialidad hasta el 12,7%, frente al 12% de un año antes.

La población activa ralentizó su ritmo de avance hasta el 2,3% en el primer trimestre del año, como consecuencia de la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un 1% (0,2 pp menos que en el trimestre anterior) y de un crecimiento interanual de la tasa de actividad (0,8 pp) algo inferior al de los últimos trimestres. Atendiendo a la desagregación por sexos, el avance de la población activa se debió principalmente al colectivo femenino (4,6%), ya que el de los hombres aumentó de forma muy moderada (0,7%). En concreto, la tasa de participación de las mujeres ascendió 1,8 pp en términos interanuales, hasta el 51,5%, y la de los hombres disminuyó levemente (-0,1 pp). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera ralentizaron su ritmo de avance hasta el 8,1%, como consecuencia, principalmente, de las menores entradas de inmigrantes (6,2%, frente al 8,4% del trimestre pasado). Los activos de nacionalidad española crecieron un 1,3% (1,5% en el primer trimestre).

Finalmente, la elevada intensidad del ajuste del empleo, unida al dinamismo que aún mantiene la población activa, tuvo como resultado un crecimiento muy acusado del desempleo en el primer trimestre del año, que se cifra en unas 800.000 personas respecto al trimestre pasado, hasta superar los 4 millones de desempleados. Ello se tradujo en una elevación de la tasa de paro hasta el 17,4%, tres puntos y medio superior a la del trimestre anterior y casi ocho puntos por encima de la observada a principios de 2008.

4.3 Costes y precios

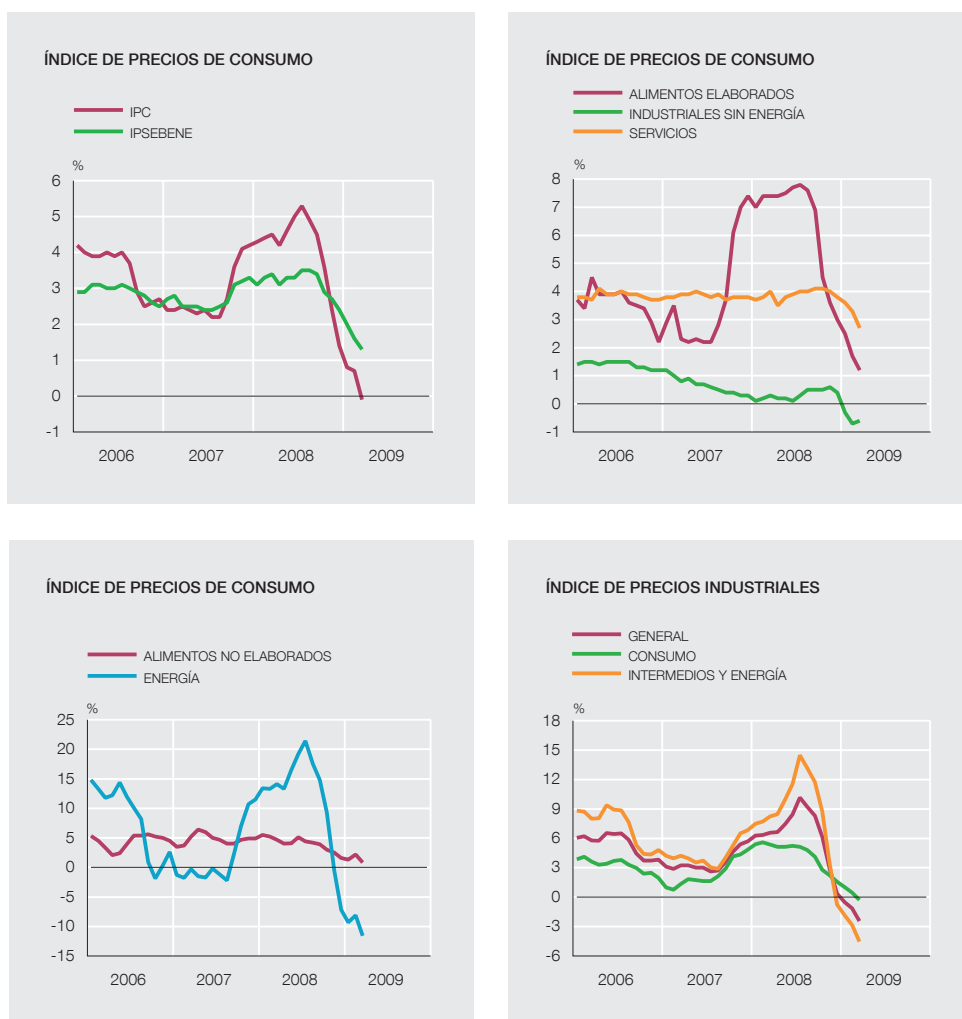
La información disponible sobre los convenios colectivos registrados hasta marzo de 2009 apunta a un menor crecimiento de los salarios negociados en este ejercicio respecto a 2008, con un incremento salarial del 2,7% para los 6,2 millones de trabajadores afectados por convenios plurianuales firmados en años anteriores. Esa cifra es inferior en casi 1 pp a la acordada en el pasado ejercicio. Aunque el número de convenios de nueva firma es todavía muy reducido, hasta la fecha no muestran signos de suficiente adecuación a la situación cíclica. Por otro lado, se estima que las cláusulas de salvaguarda no tendrán efectos sobre los costes salariales en 2009, dado que la inflación se redujo, al final de 2008, hasta el 1,4%, nivel inferior a la cota del 2%, a partir de la cual tienden a activarse esas cláusulas.

En consecuencia, como reflejo de los menores salarios negociados y de la ausencia de pagos por desviaciones de la inflación, se espera que en el primer trimestre de 2009 disminuya el ritmo de avance de la remuneración por asalariado. Con todo, el incremento salarial sería muy superior a la tasa de aumento de los precios de consumo, lo que conduciría a que los salarios reales crecieran con intensidad, a pesar del contexto recesivo. No obstante, la evolución de los salarios nominales, unida al repunte estimado de la productividad, conduciría a una desaceleración de los costes laborales unitarios.

Se estima que la tasa de variación del deflactor del PIB se redujo igualmente en el primer trimestre de 2009, a pesar de la desaceleración de los precios de las importaciones —muy afectados por la evolución del precio del petróleo—. Los diferentes componentes de la demanda nacional mostraron menores ritmos de avance de su deflactor que en el trimestre anterior, especialmente la inversión residencial —cuyo deflactor, en un contexto de caída del precio de la vivienda, pasó a tener un crecimiento negativo— y el consumo privado.

Los principales indicadores de los precios de consumo continuaron recortando su ritmo de crecimiento en los primeros meses de 2009. Así, la tasa de variación interanual del IPC fue negativa (-0,1%) en marzo, por primera vez desde 1952, situándose 1,5 pp por debajo de la cifra de diciembre de 2008 (véase gráfico 21). El IPSEBENE, que históricamente se había mostrado poco sensible a la situación cíclica, especialmente por lo que se refiere a los servicios, aumentó en marzo un 1,3%, tasa inferior en 1,1 pp a la observada al final de 2008. La desaceleración fue común a todos sus componentes, y los bienes industriales no energéticos incluso registraron tasas de variación negativas, a pesar de los aumentos de los precios de producción interior y de importación de este tipo de bienes. Los precios de la energía registraron una tasa de variación del -11,6% en marzo —lo que supone una contribución negativa de 1,3 pp en el índice general—. Esta caída se explica por un efecto de comparación respecto de los elevados aumentos de hace un año, factor que prevaleció sobre el hecho de que el petróleo se haya encarecido algo más de 6 dólares desde diciembre de 2008, hasta los 46,8 dólares por barril en el promedio de marzo, lo que ha incidido al alza sobre el precio de sus derivados. Los precios de los alimentos no elaborados también se moderaron.

Los ajustes de precios en España están siendo mucho más intensos que en zona del euro, de modo que el diferencial de inflación —medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— ha sido favorable a España por cuarto mes consecutivo, situándose en siete décimas



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

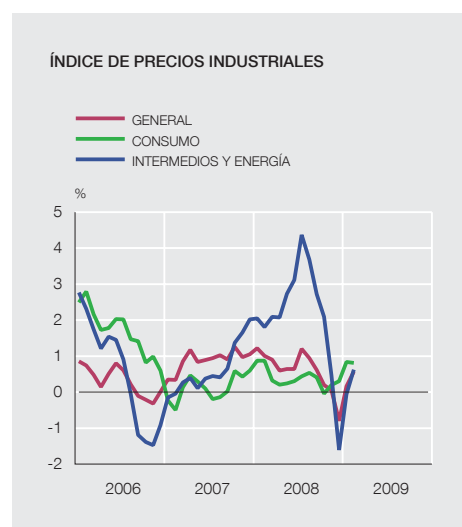
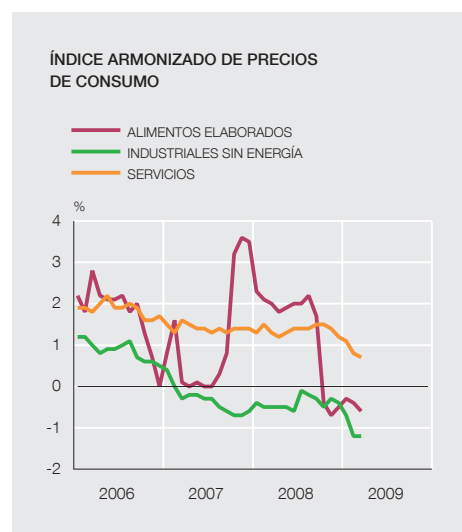
a. Tasas interanuales sobre las series originales.

en marzo, un hecho inédito desde el inicio de la Unión Monetaria. Todos los componentes registran ritmos de variación inferiores a los de la zona del euro, salvo el de servicios, si bien este se ha reducido sustancialmente desde diciembre, con lo que el diferencial de la inflación subyacente ha sido negativo en los dos últimos meses.

El índice de precios industriales redujo su ritmo de avance hasta el -2,4% en el mes de marzo. La moderación afectó a sus diferentes componentes, aunque recayó con especial intensidad sobre los precios de los bienes intermedios y los productos energéticos. En el conjunto de la UEM, los precios industriales ralentizaron su ritmo de avance en los dos primeros meses del año hasta una tasa del -1,8%, una desaceleración algo más intensa que en España.

4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran un deterioro sustancial del saldo, que pasó de registrar un superávit de 9.466 millones de euros (0,9% del PIB) en febrero de 2008 a registrar un superávit de 5.325 millones (0,5% del PIB) en el mismo período del año 2009. Este resultado se debió, fundamentalmente, a una caída de los recursos en un 9,5% frente al incremento del 5,3% en los empleos.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

Los resultados de caja disponibles hasta marzo muestran un déficit de 11.345 millones de euros en la ejecución presupuestaria del Estado, frente al superávit de 1.272 millones de euros registrado en el mismo período del año 2008 (véase cuadro 3). En estos primeros meses, los ingresos se redujeron un 18,1%, frente al aumento del 15,5% en los pagos del Estado. Debe recordarse, no obstante, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas de la evolución del saldo en próximos meses. A pesar de ello, los datos apuntan a un deterioro adicional de la situación presupuestaria en relación con el año precedente, a lo que contribuirán, además, algunas medidas con efectos presupuestarios. Entre ellas, cabe mencionar los impactos de la incorporación de la deducción por vivienda para ciertos declarantes en las retenciones del IRPF y de las devoluciones mensuales en el IVA, que reducirán los ingresos netos, mientras que las transferencias debidas al Fondo Estatal de Inversión Local aumentarán los pagos.

Para la descripción de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que

m€ y %

	Liquidación 2008	Variación porcentual 2008/2007	Presupuesto inicial 2009	Variación porcentual 2009/2008	Liquidación		
					2008 ENE-MAR	2009 ENE-MAR	Variación porcentual
					1	2	3
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	129.335	-19,1	141.110	9,1	38.181	31.269	-18,1
Impuestos directos	74.096	-23,6	77.041	4,0	17.516	13.594	-22,4
<i>IRPF</i>	43.413	-10,7	43.167	-0,6	15.112	11.678	-22,7
<i>Sociedades</i>	27.301	-39,1	30.085	10,2	1.511	1.023	-32,3
<i>Otros (a)</i>	3.382	-4,2	3.789	12,1	893	894	0,1
Impuestos indirectos	39.229	-19,0	50.202	28,0	17.371	12.567	-27,7
<i>IVA</i>	24.923	-26,2	35.531	42,6	13.926	9.559	-31,4
<i>Especiales</i>	11.220	-2,2	11.253	0,3	2.623	2.304	-12,2
<i>Otros (b)</i>	3.086	-4,3	3.418	10,8	822	703	-14,4
Otros ingresos (c)	16.011	11,1	13.867	-13,4	3.294	5.108	55,1
2 PAGOS NO FINANCIEROS	148.082	6,0	157.904	6,6	36.909	42.614	15,5
Personal	25.257	6,7	26.848	6,3	5.354	5.635	5,2
Compras	4.551	2,2	3.502	-23,1	953	905	-5,1
Intereses	15.929	9,6	17.424	9,4	6.532	6.151	-5,8
Transferencias corrientes	82.765	6,5	85.754	3,6	19.558	22.143	13,2
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	3.251	—	—	—	—
Inversiones reales	10.654	5,4	10.408	-2,3	2.578	2.787	8,1
Transferencias de capital	8.927	-3,5	10.717	20,1	1.933	4.994	158,3
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-18.747	—	-16.794	—	1.272	-11.345	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
IRPF	71.341	-1,8	77.444	8,6	21.033	19.002	-9,7
IVA	48.015	-14,0	53.323	11,1	19.335	14.274	-26,2
Impuestos especiales	19.570	-1,1	20.461	4,6	4.805	4.546	-5,4

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.
 c. Incluye tasas y otros ingresos, transferencias corrientes, ingresos patrimoniales, transferencias de capital y otras operaciones sin clasificar.

corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con esa información, los ingresos se redujeron en el primer trimestre un 11,9% en comparación con el mismo período del año anterior, por la debilidad de los ingresos tributarios. En los impuestos directos, sin embargo, esta debilidad está influida por el impacto diferencial que en el IRPF ha tenido la deducción de hasta 400 euros en estos primeros meses del año 2009 (sin correspondencia en los mismos meses del año anterior) y que solo se compensará, en parte, durante la segunda mitad del año. No obstante, el impacto de la crisis económica se reflejó en las retenciones sobre el trabajo y, sobre todo, en las retenciones provenientes de las ganancias en fondos de inversión, que se redujeron un 45,6%. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la caída del IVA, con una tasa del -26,2% con respecto al primer trimestre del año anterior. En este caso, la evolución está afectada, además de por la caída del consumo y de las transacciones inmobiliarias, por el fuerte aumento de las devoluciones y por la caída de las importaciones de países ajenos a la Unión Europea, que ha provocado una reducción del IVA ligado a estas últimas de un 31,4% en tasa interanual. Los impuestos especiales, por su parte, mostraron una reducción del 5,4%. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos del

Millones de euros

		ENERO		TASA DE VARIACIÓN
		2008	2009	09/08 (b)
INGRESOS	Cuenta corriente	29.258	23.527	-19,6
	<i>Mercancías</i>	15.374	11.444	-25,6
	<i>Servicios</i>	7.309	6.241	-14,6
	— Turismo	2.756	2.389	-13,3
	— Otros servicios	4.553	3.852	-15,4
	<i>Rentas</i>	4.964	4.249	-14,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	1.611	1.593	-1,1
	Cuenta de capital	1.372	451	-67,1
	Cuentas corriente + capital	30.630	23.978	-21,7
PAGOS	Cuenta corriente	41.289	30.112	-27,1
	<i>Mercancías</i>	23.991	15.560	-35,1
	<i>Servicios</i>	5.914	4.942	-16,4
	— Turismo	1.112	939	-15,6
	— Otros servicios	4.801	4.003	-16,6
	<i>Rentas</i>	8.487	7.508	-11,5
	<i>Transferencias corrientes</i>	2.897	2.102	-27,5
	Cuenta de capital	134	398	197,5
	Cuentas corriente + capital	41.423	30.510	-26,3
SALDOS	Cuenta corriente	-12.031	-6.584	5.447
	<i>Mercancías</i>	-8.616	-4.116	4.500
	<i>Servicios</i>	1.395	1.299	-96
	— Turismo	1.644	1.451	-193
	— Otros servicios	-248	-152	97
	<i>Rentas</i>	-3.524	-3.259	265
	<i>Transferencias corrientes</i>	-1.286	-508	778
	Cuenta de capital	1.238	53	-1.186
	Cuentas corriente + capital	-10.793	-6.532	4.261

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

Estado, registraron un crecimiento relativamente elevado por las primas de emisión de deuda pública y por el cobro de comisiones por avales por el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (Real Decreto Ley 7/2008), que compensaron las caídas en los fondos recibidos de la Unión Europea, especialmente del FEDER.

Los pagos de caja del Estado, por su parte, registraron un aumento del 15,5%, notablemente por encima de la previsión presupuestaria para el conjunto del año (6,6%). En concreto, con las excepciones de los gastos de personal y de intereses, los demás capítulos registraron tasas de variación mayores que las presupuestadas. Cabe destacar, en especial, el fuerte crecimiento de las transferencias corrientes, que en su mayor parte se dirigen a otras Administraciones Públicas, y que deberían desacelerarse en los próximos meses hacia tasas en línea con las presupuestadas. Asimismo, destaca el elevado aumento de las transferencias de capital, debido a las dirigidas a las Corporaciones Locales en el marco del Fondo Estatal para la Inversión Local.

En cuanto a la Seguridad Social, se dispone de información para los primeros meses del año del número de afiliados a la Seguridad Social, que continuó disminuyendo durante el

primer trimestre, con un descenso del 6,5% a finales de marzo, y del número de pensiones contributivas, que aumentó un 1,6% en ese mismo período, en línea con los incrementos registrados en los últimos meses del año anterior, aunque algo por encima del crecimiento que experimentaron para el promedio de 2008. Según los datos del Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el gasto destinado a prestaciones por desempleo continuó acelerándose a lo largo del primer trimestre, hasta registrar un aumento del 65,4%. Esta aceleración refleja el creciente ritmo de incremento del número de beneficiarios de estas prestaciones con avances del 66,9% hasta febrero.

4.5 La balanza de pagos

En enero de 2009, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 6.532 millones de euros, un 39% inferior al del mismo mes del año anterior. El saldo negativo por cuenta corriente se redujo un 45%, hasta 6.584 millones de euros. Los principales saldos deficitarios de la cuenta corriente se corrigieron parcialmente en enero, destacando la acusada disminución del correspondiente a la balanza comercial y, en menor medida, el descenso de los de transferencias corrientes y rentas. Por el contrario, el superávit de la balanza de servicios retrocedió moderadamente.

En enero, el déficit de la balanza comercial se redujo en 4.500 millones de euros respecto al mismo mes del año anterior, hasta 4.116 millones de euros, lo que supone una disminución del 52%, ritmo de descenso significativamente superior al observado en el último trimestre del pasado año. Las exportaciones y, en mayor medida, las importaciones intensificaron su tasa de caída, en un contexto de mejora de la relación real de intercambio. La mejora del déficit comercial reflejó tanto la menor factura energética como la disminución del saldo negativo del resto de bienes.

La balanza de servicios arrojó un superávit de 1.299 millones de euros, un 6,9% menos que en enero de 2008. Esta evolución se explica por la disminución del saldo positivo de la balanza de turismo y viajes (del 12%), hasta 1.451 millones de euros, que compensó la mejora del déficit de los otros servicios. Los ingresos turísticos nominales se redujeron un 13,3% en enero de 2009, acentuando la caída de los meses finales del pasado ejercicio, mientras que los pagos turísticos descendieron un 15,6%. La disminución de los pagos por el resto de servicios fue mayor que la de los ingresos (-17% y -15%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas mejoró hasta 3.259 millones de euros, mientras que la balanza de transferencias corrientes arrojó un déficit de 508 millones de euros, inferior al registrado en el mismo mes del año anterior, con una caída de los pagos por remesas de emigrantes. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital disminuyó en enero de 2009 hasta 53 millones de euros, debido a la reducción de los ingresos percibidos por las AAPP, fundamentalmente en concepto de los fondos estructurales FEDER.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

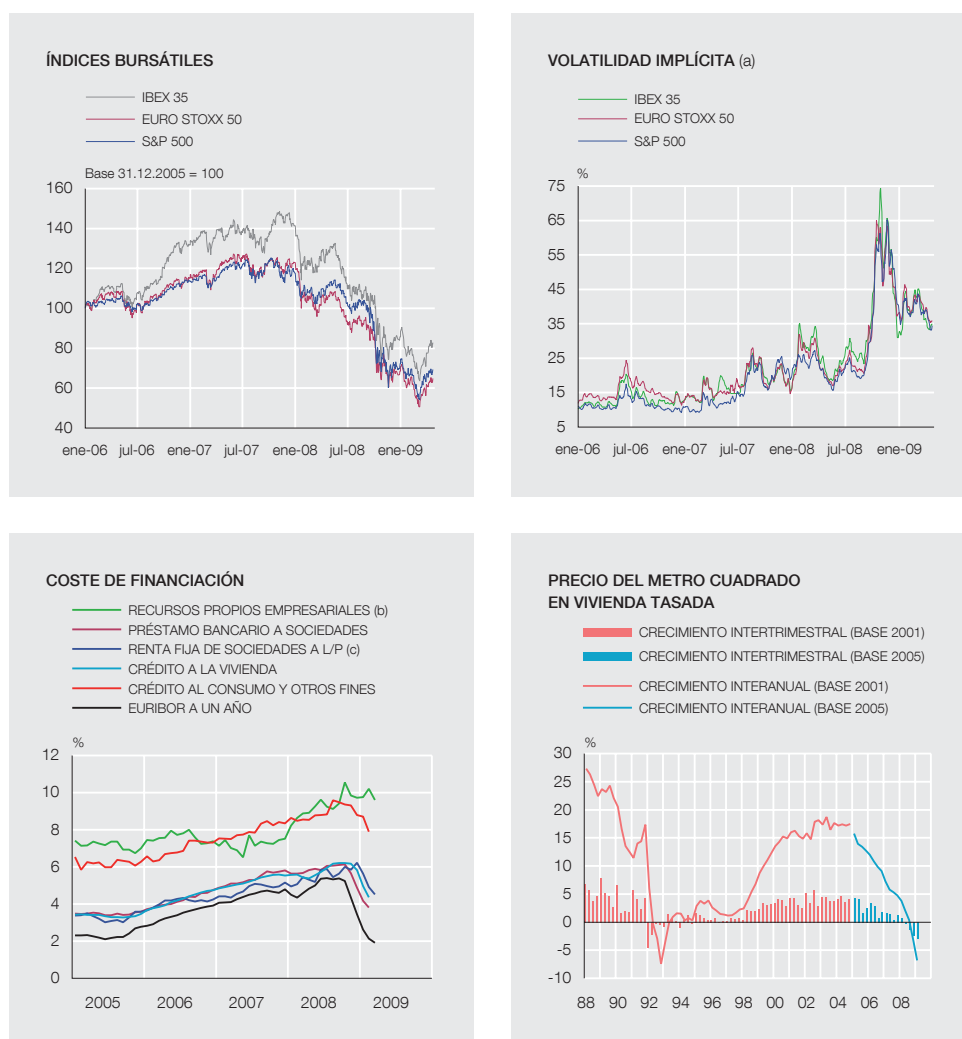
Durante el primer trimestre de 2009, la evolución en los mercados financieros nacionales e internacionales siguió estando condicionada por el desarrollo de la crisis financiera y por el progresivo debilitamiento económico y el deterioro de las perspectivas de crecimiento. Así, durante los meses de enero y febrero, se prolongaron las caídas de las cotizaciones en las bolsas, especialmente de las correspondientes a instituciones financieras, que registraron una reducción de algo más del 20% de su valor, al tiempo que aumentó la volatilidad (véase gráfico 23). En marzo y la parte transcurrida de abril se observó una mejoría, de modo que el 24 de abril el IBEX 35 se situaba un 3,3% por debajo del nivel de finales de 2008, descenso algo inferior al experimentado por el EURO STOXX 50 de las empresas europeas (5,4%) y al del S&P 500 de las compañías estadounidenses (4,1%).

Por otra parte, la revisión a la baja de las expectativas sobre los tipos de intervención del BCE, junto con el recorte de las primas de riesgo interbancarias, resultó en un nuevo descenso del EURIBOR a un año, que ha mantenido, de esta forma, la tendencia descendente iniciada a mediados de octubre, situándose el 24 de abril en el 1,76%. A pesar de esta reducción, el diferencial con respecto al coste de las operaciones de financiación al mismo plazo que cuentan con garantías (*repo*) se ha mantenido en niveles elevados (86 pb).

La disminución observada y prevista en los tipos de interés oficiales favoreció la reducción de la rentabilidad de la deuda pública en los plazos más cortos. Así, la de las letras del Tesoro era a 24 de abril 78 pb inferior a la de finales de 2008. En cambio, la de las obligaciones a diez años aumentó casi 20 pb, hasta situarse en torno al 4%. El ascenso fue algo inferior al de la referencia alemana al mismo plazo, de forma que el diferencial entre ambas se redujo ligeramente (11 pb) en el conjunto de este período, hasta los 80 pb, si bien llegó a superar los 120 pb en febrero. Por su parte, el promedio de las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados se redujo sustancialmente (cerca de 150 pb), tras los máximos alcanzados a finales del pasado ejercicio.

En el mercado inmobiliario, los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda, que corresponden al primer trimestre de 2009, muestran que, durante este período, el precio de la vivienda libre disminuyó un 3%, lo que llevó a una reducción de la tasa de crecimiento interanual desde un -3,2% en 2008 a un -6,8% en marzo de este año.

La información más reciente sobre el coste de financiación bancaria a hogares y sociedades, correspondiente al mes de febrero, muestra importantes reducciones en comparación con los niveles de finales de 2008, en línea con los significativos descensos que se han registrado desde noviembre en las rentabilidades negociadas en los mercados. La traslación de la disminución observada en los tipos interbancarios en los últimos meses a los aplicados por las entidades de crédito ha sido, no obstante, incompleta, de modo que se elevaron los diferenciales entre ambos tipos de interés, especialmente en los segmentos de mayor riesgo. Aunque, tradicionalmente, los movimientos en las rentabilidades de mercado se transmiten con un cierto retraso, es posible que al menos una parte del aumento reciente de los márgenes no sea transitorio, dado el mayor riesgo percibido por las instituciones financieras en las operaciones crediticias y el ascenso de las primas que deben pagar estas para financiarse. Durante el primer trimestre, también disminuyó el coste de la emisión de valores de renta fija por parte de las empresas tanto a corto como a largo plazo y el de los recursos propios. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de abril revela que las entidades han endurecido



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

a. Medias móviles de cinco días.

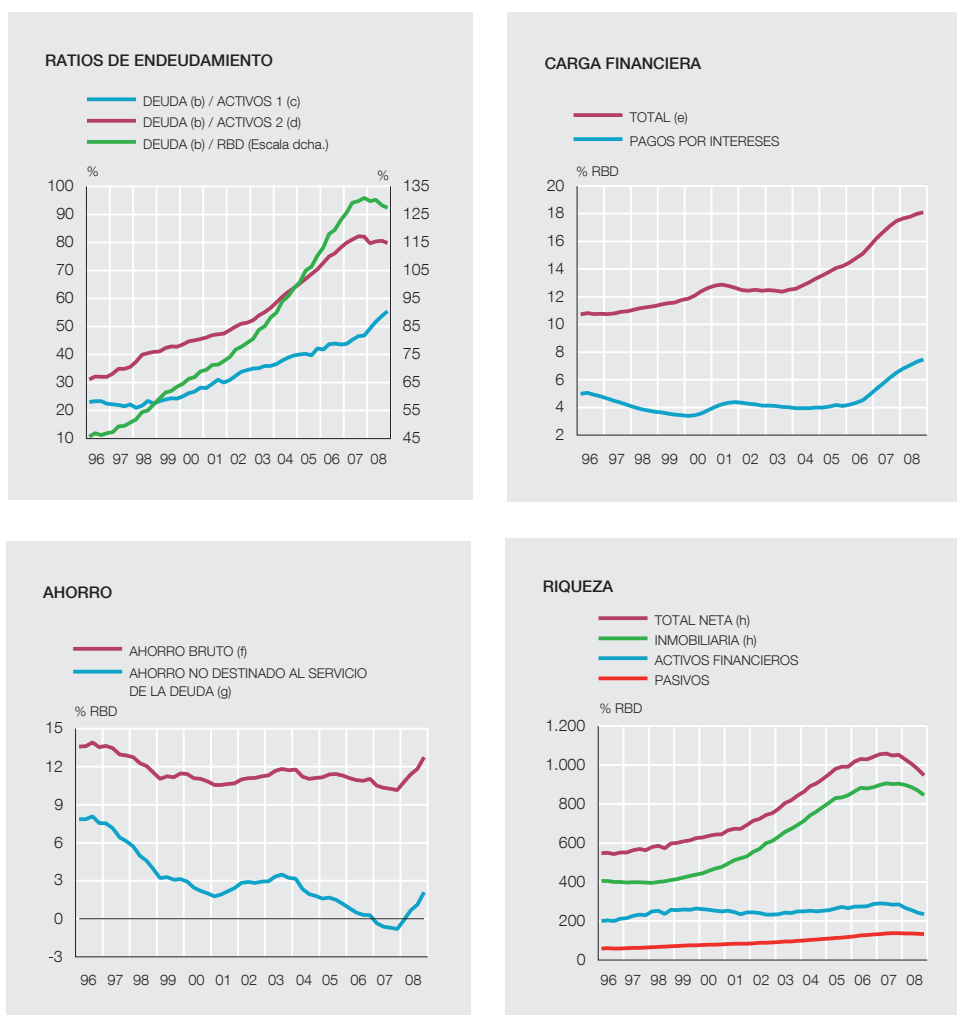
b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.

nuevamente los criterios de concesión de préstamos durante los primeros meses de 2009, aunque notablemente menos que en los trimestres anteriores¹. Asimismo, los últimos datos disponibles, correspondientes a enero, sobre otras condiciones crediticias (plazo y garantías exigidas) apuntan también a unas condiciones menos favorables para los prestatarios. Por tanto, esta evidencia indicaría que la dificultad de empresas y familias para captar fondos habría seguido aumentando, si bien la financiación concedida se habría obtenido a un tipo de interés menor.

En este contexto, durante el primer trimestre de 2009 se ha prolongado la senda de desaceleración de la deuda del sector privado. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de la financiación se situó en febrero en el 3%, algo más de 1 pp por debajo del dato de diciembre,

1. Para más detalles, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2009», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo Boletín Económico.



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la Contabilidad Nacional sectorial corresponden, a partir de 2000, 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.

como resultado del menor dinamismo tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como de los destinados a consumo y otros fines. La reducción observada en el ritmo de expansión de los fondos concedidos a las sociedades fue algo menor (0,6 pp), situándose algo por debajo del 7%. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a diciembre de 2008, muestra que la ralentización fue generalizada en las distintas ramas productivas, aunque más intensa en la de construcción y servicios inmobiliarios. De hecho, en el primero de estos sectores, la tasa de avance pasó a situarse en registros negativos (-1%). En la industria y servicios no inmobiliarios, el dinamismo de esta variable, aunque algo menor, sigue siendo elevado.

La desaceleración de la deuda de las familias contribuyó a que la ratio de endeudamiento en relación con la RBD del sector volviera a reducirse en el último trimestre de 2008 (véase gráfico 24). A pesar de esta disminución, los pagos por intereses aumentaron ligeramente en

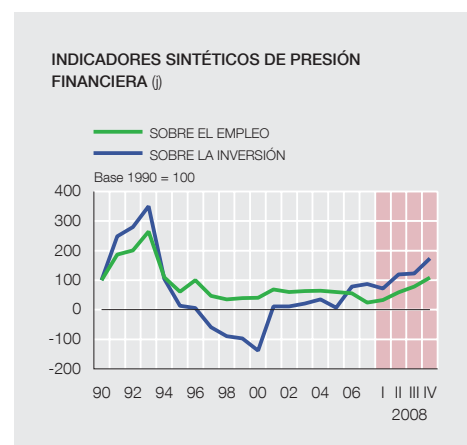
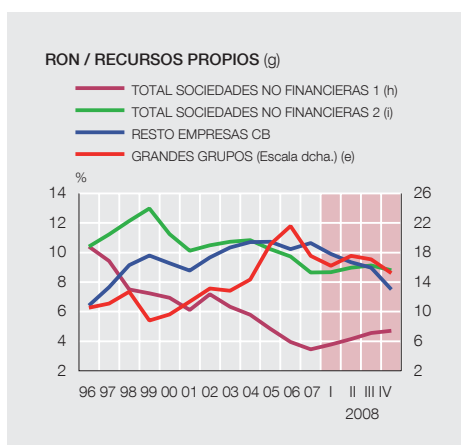
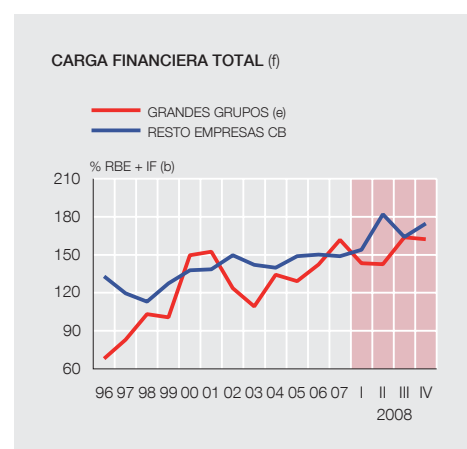
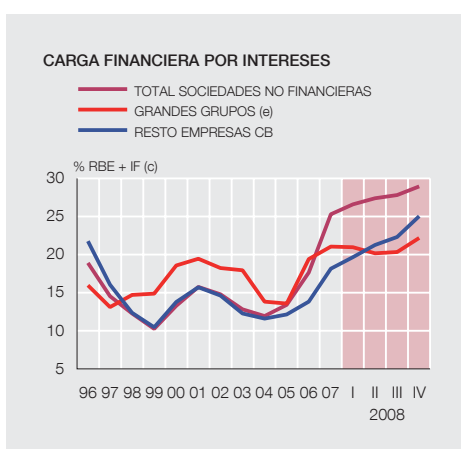
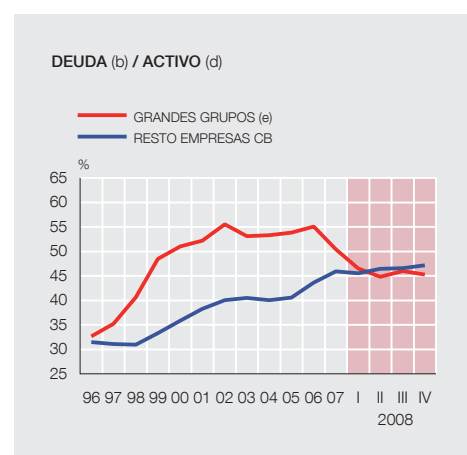
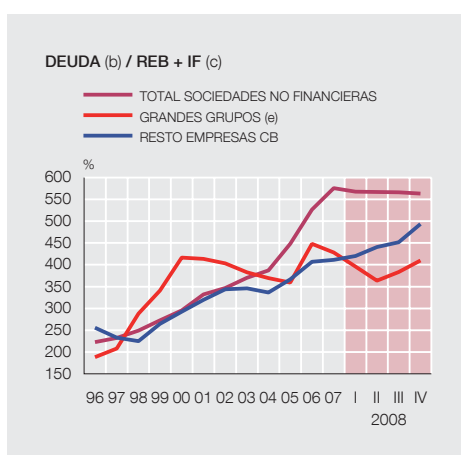
términos anuales, ya que el coste medio de los pasivos del balance se situó todavía por encima del correspondiente nivel observado en el mismo período del pasado ejercicio. Por su parte, la riqueza neta del sector en relación con sus rentas disminuyó, debido al retroceso en el valor de sus dos componentes, inmobiliario y financiero. Asimismo, se prolongó la senda de recuperación del ahorro de los hogares tras atender al pago de la deuda. En línea con estos desarrollos, el saldo de las operaciones financieras netas pasó a ser acreedor (aunque próximo a cero) a finales de 2008, por primera vez en los últimos años. Los datos de avance más recientes apuntan a una continuidad de todas estas tendencias en los primeros meses de 2009.

En el caso de las sociedades, la ratio de endeudamiento se redujo ligeramente en el último trimestre del año, mientras que la de carga financiera volvió a incrementarse (véase gráfico 25). Los datos más recientes apuntan a un descenso en ambas ratios en los primeros meses de 2009. Por su parte, las Cuentas Financieras evidencian una reducción de las necesidades de financiación de las empresas durante el último tramo de 2008, situándose en diciembre próximas al 7% del PIB en términos acumulados anuales, 2,5 pp por debajo del registro de septiembre. Asimismo, a pesar del contexto recesivo, durante el pasado año el excedente bruto de explotación (EBE) del sector estimado por la Contabilidad Nacional aumentó casi un 10%, de forma que la rentabilidad de los recursos propios no habría retrocedido. No obstante, otras fuentes de información basadas en las cuentas de resultados de las empresas reflejan un comportamiento menos dinámico de los beneficios. Así, para las compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, el resultado económico bruto disminuyó casi un 6% en 2008 en relación con el nivel observado un año antes, lo que se tradujo en una disminución de la rentabilidad de estas sociedades. Esta evolución desfavorable de sus rentas se reflejó también en un aumento de las ratios de endeudamiento y carga financiera. Todo ello llevó a una elevación de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo.

El creciente grado de presión financiera experimentado por algunos segmentos del sector privado continuó viéndose reflejado en el aumento de las ratios de morosidad, tanto para hogares como para las sociedades no financieras. Así, para estas últimas, esta variable se situó a finales de 2008 en el 3,7%, 0,9 pp por encima del registro del trimestre previo, siendo el ascenso especialmente notable en el caso de los sectores vinculados a la vivienda. Para las familias, este indicador se incrementó 0,6 pp, alcanzando el 3%.

La información más reciente de las Cuentas Financieras muestra una ligera reducción, durante el último trimestre de 2008, de las necesidades de financiación de la nación (9,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 9,6% de septiembre). Esta evolución resultó del descenso del déficit de los hogares y las sociedades no financieras, que compensaron el menor superávit de las instituciones financieras y el aumento de las necesidades de recursos de las AAPP (véase cuadro 6). Los fondos captados del exterior por los sectores distintos del Banco de España no fueron suficientes para cubrir el exceso de gasto en relación con las rentas de la nación, de modo que, una vez más, el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo, en términos acumulados anuales, aunque inferior al del trimestre precedente.

En resumen, la información más reciente sigue apuntando a un descenso de la demanda y la oferta crediticias, si bien el ritmo de endurecimiento habría empezado a frenarse. En paralelo, ha continuado deteriorándose la posición patrimonial de algunos segmentos del sector privado. Aunque las reducciones registradas en los últimos meses en el coste de financiación tenderán a reflejarse en descensos de los pagos por intereses, contribuyendo así a aliviar la



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 2000, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza 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		
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
					Economía nacional	-2,9	-4,8	-6,5	-8,4
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,8	-5,1	-8,4	-11,0	-13,8	-13,7	-12,3	-9,9	-6,9
<i>Sociedades no financieras</i>	-3,9	-4,5	-7,1	-9,4	-12,2	-12,6	-11,4	-9,4	-6,9
<i>Hogares e ISFLSH</i>	0,1	-0,6	-1,3	-1,7	-1,6	-1,1	-0,9	-0,5	0,0
Instituciones financieras	1,0	0,6	0,9	0,6	1,9	2,0	1,7	1,9	1,7
Administraciones Públicas	-0,2	-0,4	1,0	2,0	2,2	1,7	0,5	-1,6	-3,8
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,2	-8,7	-11,4	-17,1	-18,2	-18,9	-16,3	-14,4	-10,3

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.

presión financiera soportada por las empresas y hogares endeudados, el débil crecimiento económico que se anticipa ejercerá una influencia en la dirección contraria.

5.2 El sector hogares

La información disponible para el primer trimestre de 2009, que cubre hasta febrero, muestra una importante reducción del coste de la financiación a los hogares. Así, el tipo de interés aplicado por las entidades en préstamos para consumo y otros fines cayó casi 90 pb, hasta situarse en el 7,9%, mientras que el de los destinados a la adquisición de vivienda disminuyó cerca de 150 pb, hasta el 4,4%. La continuación de la senda descendente en el EURIBOR a un año en marzo y la parte transcurrida de abril, junto con el retraso habitual en la transmisión de estos movimientos, apuntaría a nuevas reducciones en el coste del crédito a las familias durante el período más reciente.

La traslación del descenso registrado en los tipos interbancarios al coste de la nueva financiación concedida a los hogares ha sido, no obstante, incompleta, de modo que han aumentado los márgenes entre ambas rentabilidades. De acuerdo con las últimas EPB, este incremento habría afectado en mayor medida a las operaciones de más riesgo. En esta línea, la información más reciente muestra que, en los últimos meses, los diferenciales entre los tipos bancarios y el interbancario de referencia han aumentado más en los préstamos al consumo, que son los que presentan unas tasas de impago más elevadas, que en los destinados a adquisición de vivienda. Así, desde finales de 2008, el margen en estos últimos, que se había mantenido estable en los trimestres previos, se ha elevado 0,7 pp, mientras que, en los primeros, cuyo margen ya había registrado un ascenso en la segunda mitad del pasado ejercicio (1,7 pp), este fue de 0,4 pp. Del mismo modo, de acuerdo con la EPB de abril, las condiciones de concesión de préstamos se hicieron más exigentes entre enero y marzo, aunque de forma mucho menos acusada que en el segundo semestre de 2008. Las entidades encuestadas detectaron, asimismo, un nuevo descenso de la demanda de peticiones, si bien este fue también más moderado que en el período previo, al tiempo que preveían volver a endurecer algo la oferta de financiación en el segundo trimestre de 2009.

El endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito, junto con la menor demanda de fondos, se ha traducido en una prolongación de la senda de desaceleración de la deuda del sector. Así, la tasa de expansión interanual disminuyó nuevamente hasta situarse en febrero

en el 3%, casi 1,5 pp menos que al cierre de 2008. Este descenso refleja los menores crecimientos observados tanto en la financiación para la adquisición de la vivienda, que se incrementó en términos interanuales en torno a un 3%, como en la destinada a consumo y otros fines, que aumentó un 2% durante los últimos 12 meses. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas muestran un dinamismo menor en términos anualizados, y, en el caso de los préstamos para consumo, apuntan a un crecimiento negativo desde finales del pasado ejercicio, que en febrero se encontraría por debajo del -2%.

Por otra parte, según la información más reciente de Cuentas Financieras, correspondiente al cuarto trimestre de 2008, la inversión en activos financieros de las familias se redujo nuevamente durante este período. En términos acumulados de doce meses, se situó en el 2,7% del PIB, 1 pp por debajo del registro de septiembre (véase cuadro 7). Este descenso fue el resultado de las menores aportaciones a depósitos a plazo —que se mantuvieron, sin embargo, en niveles elevados (6% del PIB)—, a acciones y participaciones, y a fondos de inversión, para los que se observaron de nuevo reembolsos en términos netos. Asimismo, aumentaron las tenencias de medios de pago, si bien el flujo acumulado anual continuó siendo negativo (-0,5% del PIB, frente al -1,5% en septiembre).

Como resultado del moderado avance de la deuda de los hogares en los últimos meses, la ratio de endeudamiento del sector disminuyó ligeramente en el último trimestre de 2008, situándose cerca del 125% de la RBD. Sin embargo, los pagos por intereses se incrementaron ligeramente, en términos acumulados anuales, ya que el coste medio de los pasivos en balance siguió siendo más elevado que el de un año antes, de forma que la carga financiera se mantuvo en torno al 18% de la RBD del sector. A pesar de este ascenso, el ahorro bruto aumentó notablemente, y también el no destinado al servicio de la deuda, alcanzando en torno al 2% de la RBD. Por último, la riqueza neta de los hogares en relación con sus rentas siguió reduciéndose, debido a la contracción observada en el valor de sus dos componentes, inmobiliario y financiero. Los datos de avance más recientes apuntan a una continuidad de las mismas pautas anteriores a principios de 2009.

Los aumentos en la carga financiera de las familias y de la tasa de paro han contribuido a que se elevara la proporción de hogares con dificultades para hacer frente a los pagos de sus deudas. El ascenso fue especialmente significativo en el caso de los préstamos para consumo y otros fines, para los que la ratio de morosidad alcanzó el 5,2% en diciembre, 0,9 pp por encima del valor de septiembre. En los destinados a vivienda, el incremento fue de 0,5 pp, y se situó en el 2,4%.

5.3 El sector de sociedades no financieras

La información más reciente sobre los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito, correspondiente al mes de febrero, muestra una caída, en relación con los datos de diciembre, más acusada en los préstamos de importe superior a 1 millón de euros (152 pb) que en aquellos de cuantía por debajo de esta cifra (116 pb). Asimismo, durante el primer trimestre, también disminuyó el coste de la emisión de valores tanto a corto como a largo plazo (183 pb y 172 pb, respectivamente), y el de la emisión de acciones (13 pb).

Como en el caso de los hogares, las reducciones observadas en los últimos meses en los tipos bancarios de las nuevas operaciones de financiación a sociedades son inferiores a las que ha registrado el interbancario de referencia, de modo que ha aumentado el margen aplicado por las entidades de crédito. Así, desde septiembre de 2008, el ascenso de este diferencial en los préstamos de menor importe es de 1,4 pp, muy superior al de los créditos de cuantía más elevada (0,5 pp), algo que podría apuntar a un comportamiento más contractivo de la oferta crediticia a las PYME que de aquella hecha a las grandes

% del PIB	2005	2006	2007	2008		
				II TR	III TR	IV TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	10,4	10,9	7,5	5,4	3,8	2,7
Medios de pago	4,0	3,1	-1,0	-1,6	-1,5	-0,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,6	5,8	7,8	8,3	7,9	7,0
Acciones y otras participaciones (b)	0,2	-1,0	0,7	0,9	0,4	0,0
Fondos de inversión	1,9	0,2	-1,2	-2,8	-3,5	-3,7
Reservas técnicas de seguros	2,0	1,8	0,9	0,7	0,7	0,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,6	0,2	0,1	0,1	-0,1
<i>De jubilación</i>	1,0	0,9	0,6	0,4	0,4	0,5
Resto	0,6	1,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,5
Operaciones financieras (pasivos)	11,7	12,6	9,2	6,2	4,3	2,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,3	13,0	9,4	6,6	5,1	3,4
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,2	9,9	7,0	4,6	3,7	2,7
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,2	3,1	2,2	1,8	1,4	0,8
Resto	-0,6	-0,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,6
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	18,1	22,6	12,8	6,6	5,4	3,6
Medios de pago	2,0	2,3	-0,4	-1,1	-0,6	-1,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	2,4	2,7	2,1	2,2
Acciones y otras participaciones	7,3	10,9	6,7	2,3	2,1	2,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,9	7,7	5,5	3,5	4,0	2,9
Resto	7,6	7,8	4,1	2,8	1,8	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	25,2	32,0	25,0	18,1	14,8	10,5
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,9	17,6	13,9	9,3	7,1	5,5
Préstamos exteriores	2,1	3,3	2,8	2,4	2,9	2,2
Valores de renta fija (d)	0,3	1,8	0,5	0,5	0,1	0,3
Acciones y otras participaciones	3,7	2,5	5,0	4,4	3,6	2,3
Resto	6,2	6,7	2,8	1,5	1,1	0,2
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	21,2	24,2	15,5	10,3	8,3	6,1
Hogares e ISFLSH	20,9	19,6	12,5	8,4	6,5	4,4
Sociedades no financieras	21,4	27,9	17,7	11,7	9,6	7,3

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.

empresas, en línea con el mayor riesgo de dichas operaciones. Estos incrementos son consistentes con la información de la EPB, de acuerdo con la cual las entidades han endurecido recientemente las condiciones de oferta a través de elevaciones en los márgenes que aplican.

Por otra parte, de acuerdo con la EPB de abril, entre enero y marzo de 2009 aumentó nuevamente el grado de exigencia de los criterios de concesión de fondos al sector, aunque de forma mucho menos acusada que en los trimestres anteriores. El endurecimiento, que las entidades prevén prolongar durante los tres meses siguientes, habría sido similar para empre-

sas de distinto tamaño, y habría afectado en mayor medida a los préstamos a largo plazo. Según los intermediarios encuestados, durante este período también se redujo la demanda de fondos por parte de las sociedades, debido, fundamentalmente, a la menor inversión en capital fijo.

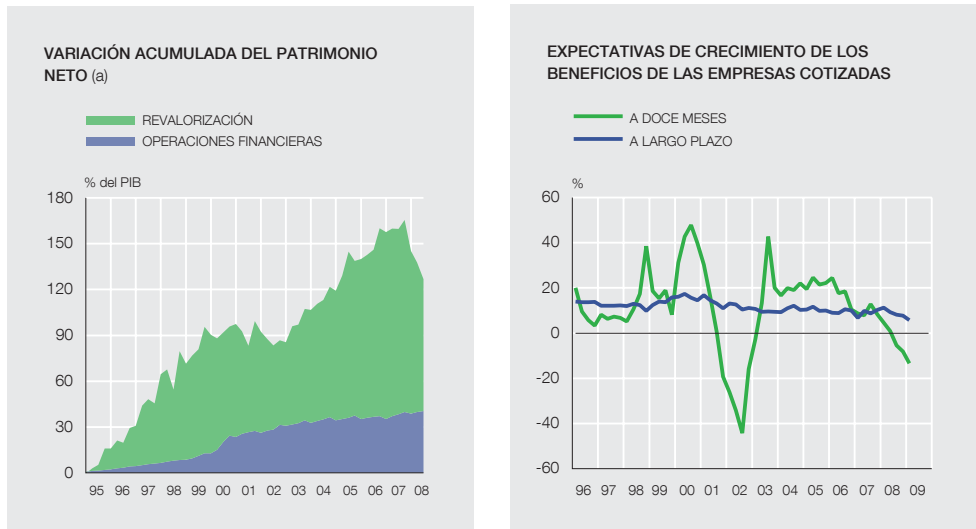
Asimismo, de acuerdo con el Índice de Confianza Empresarial elaborado por las Cámaras de Comercio, el porcentaje de empresas que señala dificultades de acceso a la financiación externa como factor limitador de su actividad se incrementó en el segundo semestre de 2008 y supera el 20%, siendo las sociedades de entre 10 y 250 empleados y las que operan en el sector de la construcción las que indican sufrir mayores dificultades en este sentido.

En este contexto de endurecimiento de la oferta de fondos y de menor demanda, el dinamismo de los fondos ajenos de las sociedades ha seguido reduciéndose, de modo que, en febrero, estos crecían por debajo del 7% en términos interanuales, algo más de medio punto porcentual menos que la cifra de diciembre. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas y anualizadas se situaron en niveles más reducidos, y se han mantenido estables en los últimos meses. Por instrumentos, esta evolución resultó fundamentalmente de la moderación del crédito de las entidades residentes, que es la partida con mayor peso. En cambio, para los valores de renta fija se observó una aceleración, si bien esta rúbrica tiene una importancia relativa reducida en el total de la financiación.

La información más reciente sobre el desglose del crédito por actividad productiva, correspondiente a finales de 2008, muestra una ralentización de esta variable que fue generalizada en las distintas ramas, aunque fue más intensa en la construcción y los servicios inmobiliarios. De hecho, en el primero de estos sectores, la tasa de avance, que se redujo en 5 pp con respecto al trimestre previo, pasó a situarse en registros negativos (-1%). Para las empresas de servicios inmobiliarios, el ritmo de crecimiento se situó cercano al 5%, mientras que para la industria y el resto de servicios, aunque fue algo menor que en septiembre, se mantuvo en niveles elevados (10% y 14%, respectivamente).

En línea con la desaceleración de los pasivos empresariales, las necesidades de financiación del sector se redujeron en el último trimestre de 2008, de acuerdo con la información más reciente de las Cuentas Financieras, y se situaron próximas al 7% del PIB, 2,5 pp por debajo del registro de septiembre. Por su parte, la brecha de financiación —indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las sociedades y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente— disminuyó de forma más acusada (4,1 pp), en consonancia con el menor dinamismo de la inversión directa de España en el resto del mundo, situándose algo por encima del 10% del PIB.

La evolución de los pasivos y de las rentas llevó a que en el último trimestre de 2008 la ratio de la deuda de las sociedades en relación con los resultados se redujese ligeramente con respecto a septiembre. Este desarrollo, junto con el incremento del coste medio de los fondos en el balance, se tradujo en un nuevo ascenso de los pagos por intereses, hasta situarse en el entorno del 28% del excedente bruto de explotación más los ingresos financieros. Por su parte, la rentabilidad del sector se habría mantenido en niveles similares a los de septiembre, evolución a la que contribuyó la buena trayectoria que tuvieron las rentas empresariales que estima la Contabilidad Nacional. No obstante, otras fuentes de información reflejan un comportamiento menos dinámico de los beneficios de las sociedades. Así, para las empresas colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, el resultado económico bruto disminuyó casi un 6% en 2008 en relación



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.

con el nivel observado un año antes. El análisis de las actividades mejor representadas en la CBT, que no incluye los sectores de construcción y promoción inmobiliaria, pone de manifiesto que el descenso fue especialmente acusado en la rama industrial (-24%). Como resultado de estos desarrollos, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios disminuyó. Asimismo, aumentó 5 pp con respecto al año precedente el porcentaje de sociedades para las que esta ratio se situó en valores negativos. En este contexto, los analistas revisaron de nuevo a la baja las expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas para los próximos 12 meses, que se mantienen en valores negativos, al tiempo que las perspectivas a un plazo superior también empeoraron, pero de forma menos acusada (véase gráfico 26).

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de la muestra de empresas colaboradoras con la CBT aumentaron, influidas en parte por la evolución desfavorable de las rentas. En línea con estos desarrollos, se elevó el porcentaje de empresas con niveles de carga financiera por encima del umbral en el que, de acuerdo con las estimaciones disponibles, esta ratio empieza a tener una influencia contractiva sobre la inversión (véase recuadro 6). Asimismo, como resultado conjunto de la evolución del endeudamiento, carga financiera y rentabilidad del sector, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo construidos en función de los datos de la CBT aumentaron, de forma especialmente acusada, en la industria.

En línea con el deterioro de la posición financiera de las empresas en situación más vulnerable que refleja la CBT y que se ilustra con mayor detalle en el recuadro 6, la ratio de morosidad del sector siguió aumentando en los últimos meses de 2008, siendo especialmente acusados los ascensos registrados en los sectores de servicios inmobiliarios y construcción, para los que esta variable se situó en el 4,6% y 3,5%, respectivamente. Para el resto de actividades, en cambio, este indicador alcanzó un nivel más reducido (1,9%).

5.4 Las Administraciones Públicas

Durante los últimos tres meses de 2008, se incrementaron sustancialmente las necesidades de financiación de las AAPP, que alcanzaron, en términos acumulados de cuatro trimestres, el 3,8% del PIB, 2,2 pp por encima del registro de septiembre (véanse cuadro 6 y gráfico 27). El

La situación financiera de las sociedades condiciona sus decisiones de contratación y de gasto. Además, existe evidencia de que la relación entre ambas variables puede revestir un carácter no lineal.¹ Es decir, es posible que la posición financiera ejerza una influencia más acentuada sobre la realización de proyectos de inversión o sobre la contratación de empleados una vez que se haya superado un cierto umbral crítico. Por este motivo, los indicadores agregados ofrecen una visión parcial del grado de solidez financiera del sistema, ya que este puede depender en mayor medida de la situación de las empre-

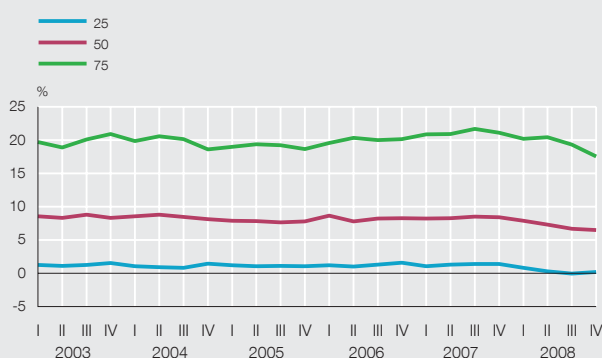
sas más vulnerables que de la experimentada por el promedio del sector empresarial. Por tanto, la adopción de un enfoque desagregado en el análisis de la posición financiera del sector empresarial constituye un elemento relevante para la correcta valoración tanto de las perspectivas macroeconómicas como de los riesgos existentes para la estabilidad financiera.

Con el objetivo de valorar la evolución reciente de la situación financiera de las empresas españolas, este recuadro analiza la distribución de distintos indicadores financieros utilizando la información individual de las sociedades contenidas en la Base de Datos Trimestral de la Central de Balances del Banco de España para el período 2003-2008.

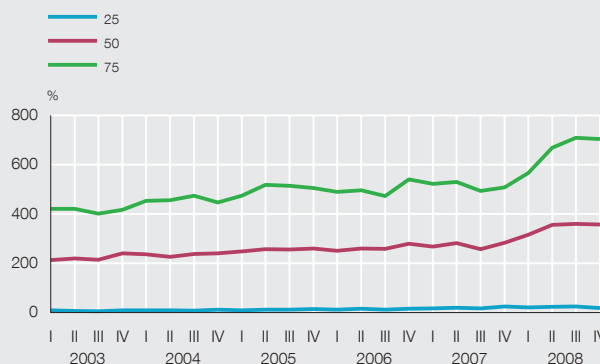
1. Véase I. Hernando y C. Martínez-Carrascal (2008), «The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data», *Journal of Macroeconomics*, 30 (1), pp. 543-561.

DISTRIBUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COLABORADORAS CON LA CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL

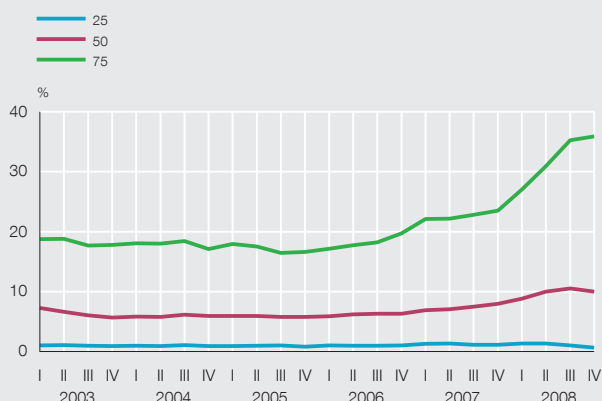
1 DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (a)



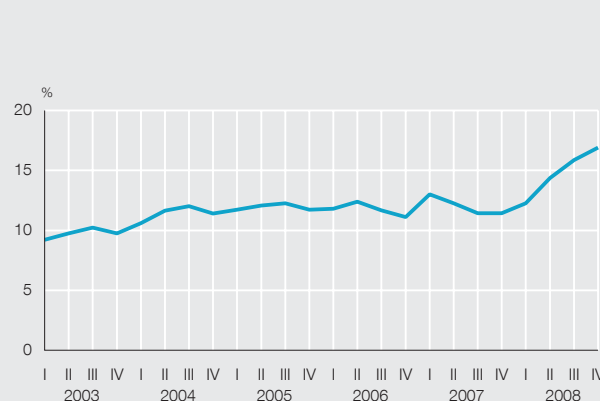
2 DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO (a) (b)



3 DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE CARGA FINANCIERA (a) (c)



4 PORCENTAJE DE EMPRESAS CON CARGA FINANCIERA ELEVADA (d)



FUENTE: Banco de España.

- Los gráficos muestran la evolución de distintos percentiles de la distribución de las ratios de rentabilidad, endeudamiento y carga financiera para la muestra de empresas que colaboran con la Central de Balances Trimestral.
- Definida como el cociente entre la deuda y la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros.
- Definida como el cociente entre el pago de intereses y la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros.
- Se incluyen en esta categoría aquellas empresas cuya ratio de intereses más deuda a corto plazo sobre resultado económico bruto más ingresos financieros supera el percentil 90 de la distribución de esta variable para las empresas de la Central de Balances Anual (CBA) en el período 1985-2001.

El gráfico 1 recoge la evolución de la distribución de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios de las sociedades, que, como se puede apreciar, ha mostrado una notable estabilidad en el período analizado. Además, se observa cómo el debilitamiento de la coyuntura macroeconómica ha propiciado una caída de los resultados empresariales a lo largo del último año, que ha sido generalizada en todos los estratos de la muestra analizada. Si acaso, se advierte que el descenso ha sido algo más acusado en los percentiles altos, esto es, entre las compañías más rentables.

La ratio de endeudamiento, definida como el cociente entre la deuda con coste y la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros, muestra una tendencia al alza en todos los percentiles de la distribución, más acentuada en el final de 2007 y en la primera mitad de 2008. Este aumento ha sido notablemente más acusado en los tramos superiores de la distribución (véase gráfico 2). Esta evolución es el resultado de un ascenso algo mayor de la deuda de las empresas más endeudadas, pero, sobre todo, de la caída generalizada de los resultados, que, a igualdad de otros factores, tiende a influir en mayor medida sobre la ratio de endeudamiento de las compañías con un mayor volumen relativo de recursos ajenos.

El aumento del coste medio de los pasivos empresariales contribuyó a incrementar la ratio de carga financiera, medida como el cociente entre los pagos por intereses y la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros, en la última parte del período muestral analizado. Como muestra el gráfico 3, esta elevación fue más marcada en los tramos altos de la distribución, debido al mayor impacto del ascenso de los tipos de interés y de la caída de los resultados sobre dicha ratio en el caso de las sociedades con mayor apelación a la financiación ajena. Así, por ejemplo, mientras que la carga financiera de la empresa mediana aumentó en 2 pp en 2008, para la situada en el percentil 75 el incremento fue muy superior (por encima de 12 pp).

Estos desarrollos se han reflejado en un notable aumento del porcentaje de empresas con carga financiera más elevada², que ha aumentado desde el 11% observado al cierre de 2007 hasta el 17% registrado en el cuarto trimestre de 2008, aunque sin llegar a los niveles superiores al 20% que se alcanzaron en la anterior recesión (véase gráfico 4). Este incremento de la fracción de compañías que, a priori, se enfrentan a mayores dificultades para obtener nueva financiación, y, cuyas decisiones de gasto, por tanto, pueden verse limitadas en mayor medida, puede incidir sobre la recuperación de

la inversión. De hecho, en Sánchez et ál. (2008)³ se presentan los resultados de la reestimación de la ecuación de la inversión productiva privada del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) y se encuentra evidencia de que esta variable, que aproxima al grado de presión financiera soportado por el sector empresarial, ejerce una influencia negativa en la evolución de la formación bruta de capital.

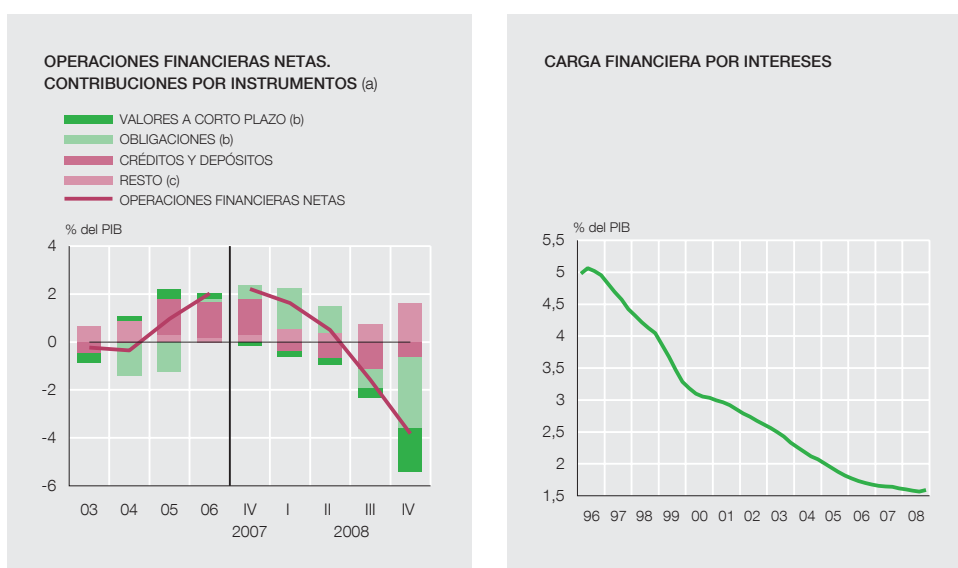
Este aumento de la proporción de empresas con carga financiera elevada ha sido consistente con la elevación reciente de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y sobre la inversión, que resumen el impacto que sobre estos agregados macroeconómicos tienen los cambios en diversas variables financieras —endeudamiento, rentabilidad y carga financiera— y que se construyen teniendo en cuenta que los incrementos en la carga financiera limitan el gasto solo cuando aquella excede un cierto umbral, en línea con la evidencia disponible (véase gráfico 25 del texto principal).

En resumen, el análisis de la información desagregada contenida en la CBT sugiere que el deterioro de la situación económica, que se ha empezado a manifestar en una contracción del resultado ordinario de las sociedades, y el incremento en los costes de financiación se han traducido a lo largo de 2008 en una elevación de la presión financiera más acusada para las empresas que partían de una situación menos favorable que la experimentada por la empresa mediana o la que se refleja en los indicadores agregados. De este modo, ha aumentado la proporción de compañías que presentan una presión financiera más elevada y que, por tanto, pueden estar restringidas en su capacidad de abordar nuevos proyectos de inversión.

De cara a los próximos meses, la evolución de la situación financiera empresarial va a estar condicionada por dos factores que operan en sentido contrario. Por un lado, las expectativas de los analistas apuntan a una notable reducción de la tasa de crecimiento de los beneficios en el corto plazo, en consonancia con el entorno recesivo, lo que tendería a incrementar la proporción de empresas que deben hacer frente a una presión financiera elevada y que, por tanto, pueden posponer sus decisiones de gasto. Por otro lado, en sentido contrario, es previsible que el descenso reciente de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios siga trasladándose al coste medio de la financiación de las sociedades, dado el predominio de los préstamos a corto plazo o a tipo variable⁴, contribuyendo de este modo a aliviar su carga financiera.

3. C. Sánchez, P. Sánchez y A. Urtasun (2008), «La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España. 4. Así, por ejemplo, en diciembre de 2008 el 93% del saldo de los préstamos a sociedades no financieras correspondía a operaciones en las que el período inicial de fijación del tipo de interés era inferior a un año.

2. Se considera que una empresa presenta un nivel más elevado de carga financiera cuando esta supera el valor observado para el percentil 90 en la distribución de esta variable para las empresas de la Central de Balances Anual (CBA) en el período 1985-2001.



FUENTE: Banco de España.

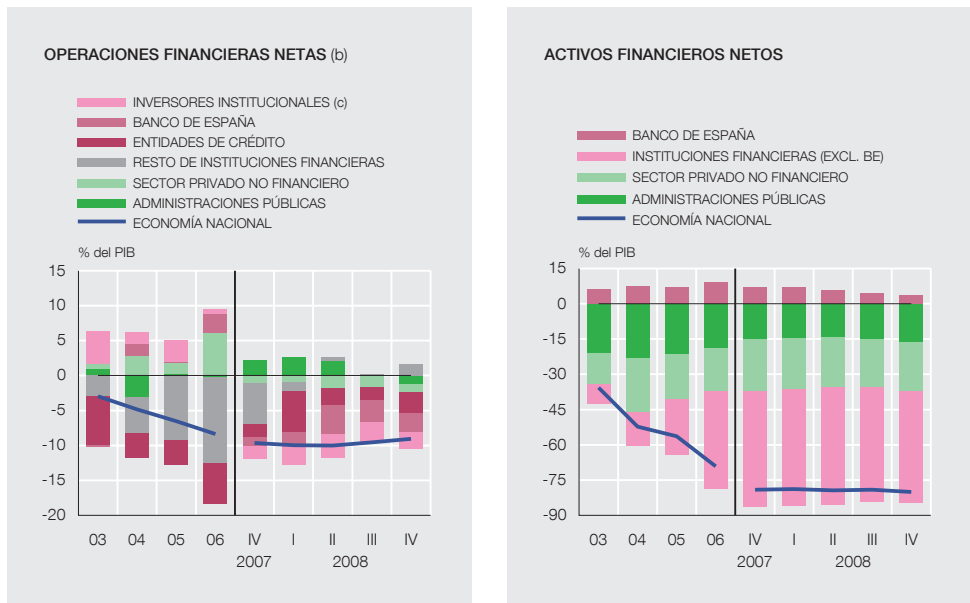
- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b. Solo recoge operaciones de pasivo.
- c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos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

detalle por instrumentos muestra que el déficit se ha cubierto mediante emisiones de valores, tanto a corto como, en especial, a medio y largo plazo, y mediante descensos del saldo de depósitos netos de crédito. A pesar del aumento reciente del endeudamiento, la disminución del coste medio de los fondos permitió que los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran en el 1,6%.

5.5 La posición financiera frente al exterior

Durante el último trimestre de 2008, el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación se redujo, y se situó en el 9,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 9,6% de septiembre. Por sectores, esta evolución resultó de las menores necesidades de financiación de hogares y sociedades no financieras, que compensaron el menor superávit de las instituciones financieras y el mayor déficit de las Administraciones Públicas (véase cuadro 6).

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al resto del mundo muestra que, 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 en los últimos meses de 2008, y estuvieron materializadas en una proporción importante en forma de depósitos interbancarios. En contraposición, aumentó el volumen de fondos captados por las AAPP, en un contexto de mayores emisiones de valores de renta fija pública. También fueron positivos los flujos netos de los inversores institucionales, que siguieron deshaciendo posiciones en el resto del mundo, y del sector privado no financiero, aunque algo inferiores a las del tercer trimestre en ambos casos. Estos fondos fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos, por lo que volvieron a reducirse los activos netos del Banco de España frente al exterior (en términos acumulados de doce meses, los flujos netos se situaron en el 2,7% del PIB, frente al 3% de septiembre; véase gráfico 28).



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 contrapartida.
c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

El volumen de entradas de capital disminuyó en los últimos meses de 2008, hasta situarse algo por encima del 12% del PIB en diciembre, casi 5 pp menos que en septiembre en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 8). Esta reducción fue bastante generalizada por instrumentos, observándose las mayores contracciones en la inversión en acciones y otras participaciones y en los depósitos —y, en particular, en los del mercado interbancario—, aunque, en términos netos, los recursos captados a través de esta vía aumentaron en comparación con el trimestre anterior. Por su parte, la financiación neta obtenida mediante valores distintos de acciones continuó siendo negativa, y de magnitud superior a la observada tres meses antes (2,4% del PIB, frente al 1,6%), a pesar de la mayor captación de fondos canalizada a través de los títulos emitidos por las Administraciones Públicas. Por su parte, la inversión directa del exterior en España en relación con el PIB disminuyó casi 3 pp, y se situó en el 4,1%.

Por el lado de las salidas de capital, durante el último trimestre de 2008 el volumen de los flujos también se redujo, situándose, en términos acumulados anuales, algo por encima del 3% del PIB, más de 4 pp por debajo del dato de septiembre (véase cuadro 8). Por instrumentos, se observó una caída de la adquisición de acciones y participaciones por parte de los agentes residentes, y, en línea con esta disminución y la registrada en la financiación de empresas relacionadas, una menor inversión directa de España en el exterior, que se redujo en casi 3 pp en relación con el PIB, hasta suponer algo menos del 5%. Por el contrario, aumentó ligeramente la inversión en el resto del mundo en valores de renta fija.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de la deuda neta acumulada por la economía española frente al resto del mundo se situó algo por encima del 80% del PIB, 1 pp por encima del valor de septiembre (véase gráfico 28). Por sectores, este desarrollo fue conse-

% del PIB	2005	2006	2007	2008		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,7	-10,0	-9,6	-9,1
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,5	17,7	13,5	7,1	7,5	3,1
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	1,6	1,3	-0,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	3,4	4,2	4,6	2,1	-0,5
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	0,9	0,9	1,1
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	6,6	-2,1	1,8	1,7	1,6	1,4
<i>Inversores institucionales (b)</i>	2,3	0,6	-0,1	-0,5	-0,6	-0,4
Acciones y otras participaciones	5,1	10,2	7,8	3,2	3,6	1,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,9	7,7	5,5	3,5	4,0	2,9
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,9	1,2	-1,0	-2,6	-2,1	-1,5
Préstamos	1,1	2,1	1,2	1,8	1,7	0,8
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,0	26,1	23,1	17,1	17,0	12,2
Depósitos	5,6	0,3	7,3	13,0	11,3	8,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	7,2	0,6	6,7	10,7	8,6	6,2
Valores distintos de acciones	15,8	21,7	7,9	-3,4	-1,6	-2,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	1,3	-1,6	-1,9	0,1	1,4
<i>Entidades de crédito</i>	6,3	8,0	3,5	-1,1	-1,6	-2,2
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	9,3	12,4	5,9	-0,4	-0,2	-1,6
Acciones y otras participaciones	0,9	-0,1	4,3	4,8	4,5	3,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,0	-0,5	4,5	4,4	4,0	2,7
Préstamos	2,3	3,5	3,1	2,4	2,8	2,1
Otros neto (c)	-0,9	-0,8	-0,2	0,6	0,2	0,1
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,5	9,6	8,1	7,7	4,8
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,5	4,8	6,7	7,0	4,1

FUENTE: Banco de España.

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

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

cuencia, fundamentalmente, del mayor endeudamiento de las AAPP y del sector privado no financiero frente a los no residentes y la reducción del saldo acreedor del Banco de España, que fue superior al descenso del saldo deudor del resto de instituciones financieras.

24.4.2009.