

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

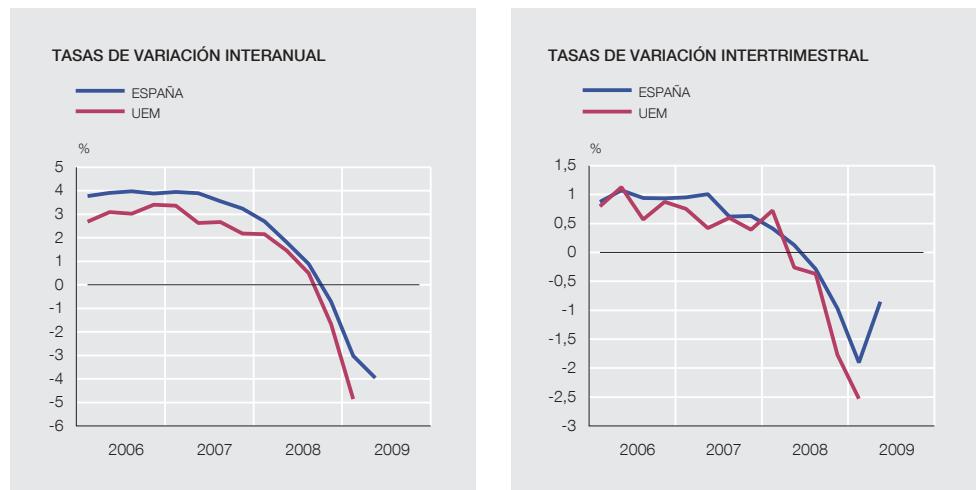
## 1 Rasgos básicos

Durante el primer trimestre de 2009, la economía española intensificó su ritmo de contracción, en un entorno internacional muy desfavorable y un contexto financiero de elevada tensión. El PIB disminuyó un 3% en términos interanuales y su tasa intertrimestral se situó en el -1,9%. El retroceso de la actividad se debió al desplome de la demanda nacional (del 5%, en tasa interanual), ya que la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva de 2,3 puntos porcentuales (pp) del PIB, como consecuencia de una fuerte caída de las importaciones, que superó al también acusado debilitamiento de las exportaciones.

Los indicadores disponibles referidos al período de abril-junio apuntan a una prolongación de las tendencias contractivas, aunque a un ritmo más contenido, en un entorno caracterizado por una cierta normalización de los mercados financieros y unas condiciones externas menos severas. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible, todavía incompleta, apuntan a un descenso intertrimestral del PIB del 0,9% —menos pronunciado que en los dos trimestres precedentes—, si bien la tasa interanual, sujeta por definición a mayor inercia, habría continuado ampliando su recorrido bajista, hasta retroceder un 4%. Por el lado del gasto, la demanda nacional acusó un nuevo recorte, con una tasa de variación interanual del -6%, mientras que la demanda exterior neta mostró un leve aumento, hasta contribuir en 2,4 pp al PIB. Desde el punto de vista de la oferta, el grueso del ajuste recayó nuevamente en las ramas de la industria y de la construcción, si bien, en este último caso, el ritmo de descenso de la actividad se moderó por los efectos de la puesta en marcha de los proyectos de obra civil incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local. Por su parte, en el mercado de trabajo se produjo una cierta ralentización en el ritmo de caída del empleo, en línea con la información que proporciona la EPA para el segundo trimestre, que muestra un descenso interanual del 7,2% y un nuevo aumento, aunque a menor ritmo que en trimestres pasados, de la tasa de paro, hasta el 17,9%, y la remuneración por asalariado volvió a crecer a un ritmo superior al de la inflación. Finalmente, la tasa de variación del IPC se redujo sustancialmente en el período comprendido entre abril y junio, hasta alcanzar en este último mes un valor del -1%, con lo que el diferencial con la UEM volvió a ser negativo (-0,9 pp), por séptimo mes consecutivo.

En el panorama económico internacional, la tensión en los mercados financieros prolongó la pauta de corrección iniciada en marzo, si bien las condiciones globales de financiación mantuvieron un tono restrictivo, y los flujos de comercio atenuaron las bruscas caídas que se habían observado en los meses previos. En estas circunstancias, el PIB en las economías desarrolladas habría experimentado un nuevo descenso en el segundo trimestre, pero de magnitud algo inferior al del período precedente, y la desaceleración de las economías emergentes se habría moderado ante la recuperación de la economía china, en respuesta a los voluminosos planes de estímulo fiscal y de expansión de la liquidez instrumentados. Por su parte, la inflación mundial continuó reduciéndose, alcanzándose registros negativos en Estados Unidos, Japón, la zona del euro y algunas economías emergentes. Los precios del petróleo y, en menor medida, los de otras materias primas, acusaron incrementos notables, que, no obstante, se han moderado en las últimas semanas.

La menor contracción de la actividad y las señales de estabilización de los mercados financieros internacionales han detenido la trayectoria de continuas revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento de la economía mundial, si bien el diagnóstico sobre la duración de la recesión —que se vislumbra prolongada— y la pauta de salida —que se prevé muy gradual— no se han visto modificados sustancialmente.



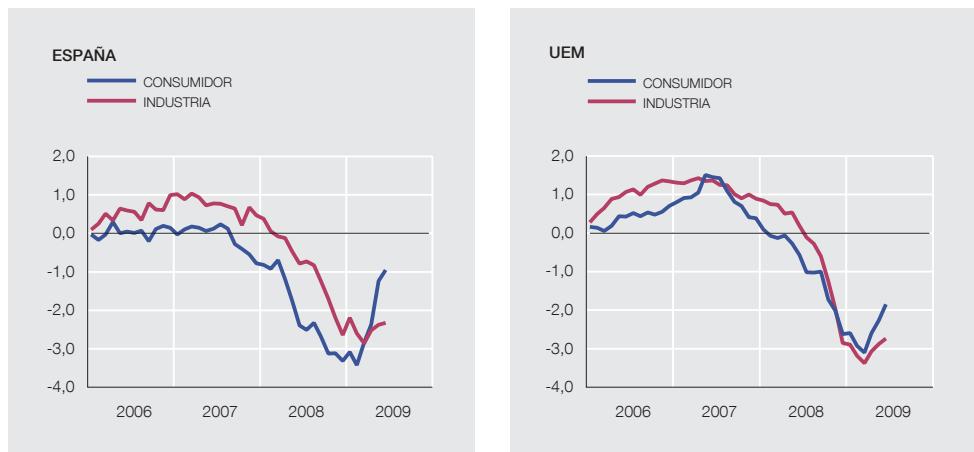
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

En el período analizado, los gobiernos y los bancos centrales ampliaron las medidas de estímulo macroeconómico y de apoyo y reestructuración financiera, puestas en marcha en los meses precedentes. En Estados Unidos, el Gobierno presentó un plan de reforma regulatoria del sistema financiero que, entre otros aspectos, aumentará la capacidad de supervisión de la Reserva Federal y permitirá establecer un control más estricto del riesgo de activos financieros complejos. En Europa, continuó el desarrollo de los esquemas de avales bancarios y de recapitalización, y se comenzaron a concretar algunas propuestas para el saneamiento del activo de los bancos. Por su parte, el Gobierno español aprobó el 27 de junio la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB, según su acrónimo) con el fin de ampliar y reforzar los instrumentos con los que poder desarrollar una estrategia en materia de reestructuración bancaria que permita incrementar la fortaleza y la solvencia del sistema financiero español frente a los posibles efectos de la recesión.

Por otra parte, a lo largo del trimestre se ha producido un deterioro considerable de las finanzas públicas a nivel mundial, como consecuencia de la acción de los estabilizadores automáticos, las medidas discrecionales de estímulo de la demanda agregada y las actuaciones de apoyo al sistema financiero. La magnitud del cambio experimentado ha desplazado el debate de política económica hacia la necesidad de asegurar la compatibilidad de las medidas de impulso con estrategias creíbles de consolidación fiscal que permitan asegurar la sostenibilidad a medio plazo de las cuentas públicas.

Los bancos centrales, por su parte, prosiguieron suministrando una oferta ilimitada de liquidez y, en algunos casos, instrumentaron recortes adicionales en los tipos de intervención, desde niveles de partida ya muy reducidos, tras los contundentes descensos acometidos en los meses precedentes. En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial en el rango de 0% a 0,25% y continuó realizando operaciones extraordinarias de política monetaria (básicamente mediante la adquisición de activos), si bien empezó a reducir la cuantía y frecuencia de algunas de ellas. El Banco de Inglaterra, por su parte, no modificó el nivel de los tipos oficiales, que permanecen en el 0,5% desde enero, y siguió ejecutando el programa de compra de bonos públicos. Por último, el Consejo del BCE procedió en mayo a recortar los tipos de intervención, en 25 puntos básicos (pb), que quedaron situados en el 1%, para las operaciones principales de financiación, mientras que los aplicados a las facilidades de depósito



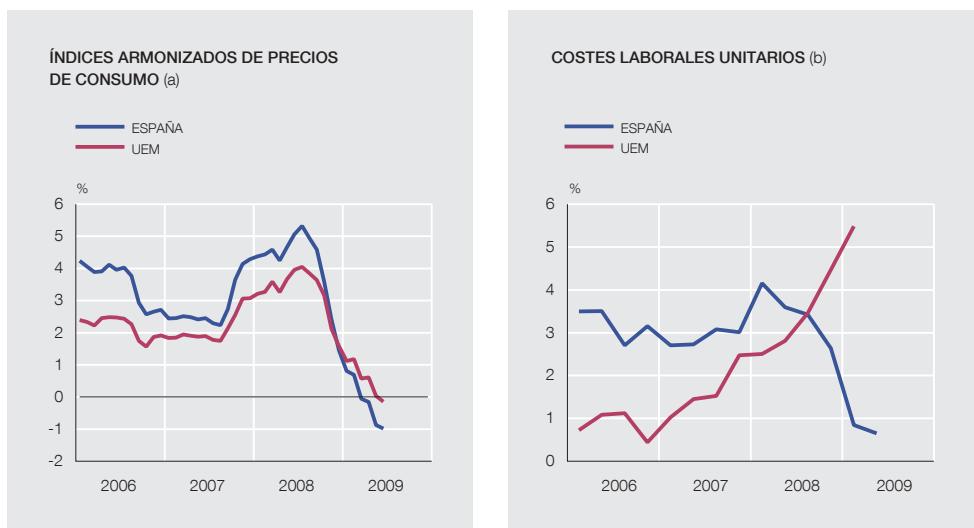
FUENTE: Comisión Europea.

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

y de crédito se fijaron en el 0,25% y el 1,75%, respectivamente. De este modo, en la actualidad el tipo de las subastas semanales se sitúa 325 pb por debajo del nivel de octubre de 2008. Paralelamente, reforzó su política de abundante provisión de liquidez, con el establecimiento de una operación de financiación a más largo plazo con vencimiento a un año (la primera de ellas se realizó el 24 de junio, adjudicándose algo más de 440 mm de euros). Adicionalmente, en julio empezó a aplicar medidas extraordinarias de política monetaria, anunciatadas ya en mayo, que consisten en un programa de adquisición de bonos garantizados y cédulas hipotecarias (*covered bonds*) emitidos en la zona del euro.

Este conjunto de medidas ha permitido que en el segundo trimestre prosiguiera la trayectoria de mejoría de los indicadores de tensión financiera iniciada en marzo, en un clima de disminución de la incertidumbre que en meses previos había empezado a estimular la demanda de activos de mayor riesgo. Los tipos de interés de los mercados interbancarios continuaron disminuyendo, reduciéndose de forma sustancial el diferencial entre los tipos negociados y los correspondientes a las operaciones bancarias con garantías. Por su parte, las primas de riesgo en los mercados de derivados crediticios también acusaron un notable retroceso y, en los mercados de renta variable, las cotizaciones bursátiles prolongaron la trayectoria alcista iniciada en marzo, al tiempo que se observó un pronunciado descenso de su volatilidad. Finalmente, en los mercados de deuda pública se observó un repunte generalizado de las rentabilidades de los bonos soberanos, como consecuencia, principalmente, del retorno de los flujos financieros hacia activos de mayor riesgo y de las mayores cautelas suscitadas por el aumento del endeudamiento público.

En la zona del euro, los indicadores coyunturales disponibles también apuntan a una cierta moderación en el ritmo de descenso de la actividad como consecuencia de un menor descenso del consumo privado, una contribución de la demanda exterior algo menos negativa y una menor desacumulación de existencias. La tasa de inflación continuó disminuyendo en el período de abril-junio, alcanzando un registro negativo en este último mes (-0,1%), por primera vez en la historia de la UEM. La reducción de la tasa de inflación respondió fundamentalmente a los efectos base en los precios de la energía y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los servicios, ligada, en parte, a la atonía de la demanda; el descenso de la inflación subyacente fue mucho más moderado, situándose en el 1,3% en junio.



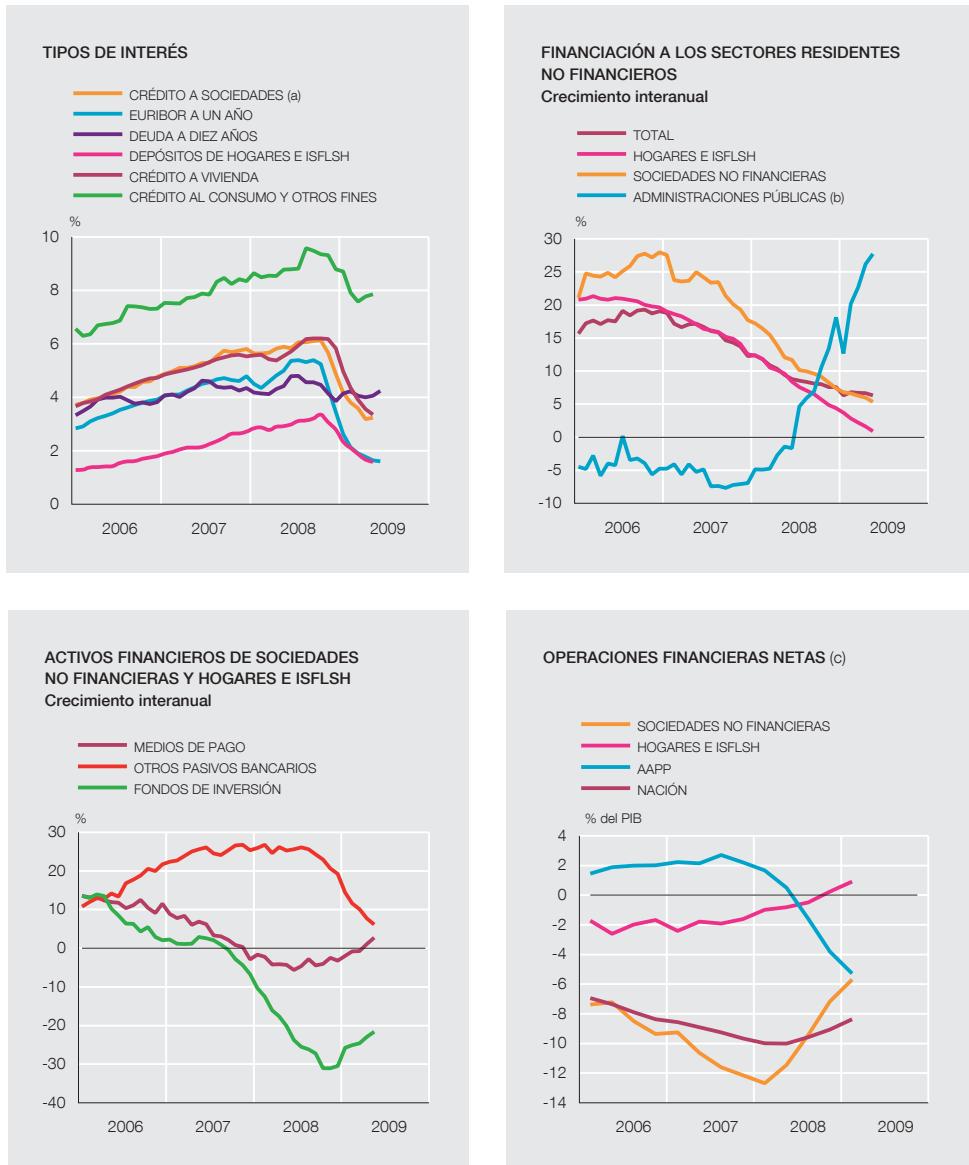
FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación interanual.

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

En conjunto, por tanto, el entorno exterior de la economía española se ha hecho menos contractivo y las condiciones de financiación, si bien siguen siendo restrictivas, dan señales de cierta mejoría. Por una parte, el descenso de las rentabilidades interbancarias siguió trasladándose a los costes de financiación bancaria al sector privado, con desigual intensidad entre los distintos segmentos; por otra, las entidades financieras endurecieron adicionalmente, aunque en menor cuantía que en trimestres precedentes, los criterios de concesión de créditos. En cuanto a los mercados bursátiles, la positiva trayectoria de las cotizaciones bursátiles permitió compensar los descensos de los primeros meses del año (el IBEX acumuló ganancias cercanas al 13% en este período) y recuperar en alguna medida este componente de la riqueza financiera. Por el contrario, el descenso de los precios de los inmuebles, del 1,9% en el segundo trimestre (-8,3%, en términos de la tasa interanual), determinó nuevos retrocesos en el valor de la riqueza del sector privado.

En este contexto, el gasto de los hogares retrocedió de nuevo entre abril y junio, si bien se estima una ralentización en el ritmo de descenso del consumo final, de modo que la tasa interanual podría situarse en el 4,6% (4% en los tres meses previos). Las decisiones de consumo siguieron muy condicionadas por el debilitamiento generalizado de sus determinantes principales (renta disponible y riqueza), si bien a lo largo del trimestre mejoró sustancialmente la confianza de los agentes, variable que había permanecido en niveles muy deprimidos desde el inicio de la crisis financiera. La evolución de la renta disponible estuvo determinada por el deterioro de las rentas laborales, como consecuencia de la desfavorable situación del mercado de trabajo. La magnitud de este efecto no pudo ser contrarrestada por el impacto de la actuación de las AAPP (a través de las mayores prestaciones sociales y los menores impuestos), el descenso en los intereses pagados —que, según las cuentas no financieras trimestrales, se empezó a observar ya en los tres meses previos— y el sustancial recorte de la inflación. También continuó la reducción de la riqueza, sobre todo como resultado de la evolución de su componente inmobiliario, como ya se ha señalado. Como resultado de todo ello, se estima un nuevo aumento de la tasa de ahorro de los hogares, tras haberse incrementado en el primer trimestre hasta el 14,1% de la renta disponible en datos acumulados de cuatro trimestres, valor superior en 4 pp al de igual período del año anterior.



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.

La inversión residencial, por el contrario, intensificó su debilidad, influida por las expectativas de caídas de precios, la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de la renta y el mantenimiento de unas condiciones de financiación globalmente restrictivas, si bien se vislumbran ciertos signos de mejora en las condiciones de accesibilidad. En conjunto, se estima un descenso interanual de la inversión residencial en el entorno del 25% en el período de abril-junio. La revisión a la baja de los planes de gasto de los hogares, junto con el mantenimiento de unas condiciones de financiación restrictivas, impulsó la desaceleración de la deuda, cuyo crecimiento en tasa interanual se situó por debajo del 1%, incidiendo tanto sobre los préstamos para adquisición de vivienda como en los destinados a consumo y otros fines. Ello, a su vez, permitió una ligera reducción de la ratio de endeudamiento en relación con la Renta Bruta Disponible (RBD).

En cuanto a la inversión empresarial, el gasto en bienes de equipo se volvió a contraer, lo que resulta coherente con la tónica de debilidad de la demanda, tanto en su componente nacional como en su componente exterior, con el mantenimiento de unas condiciones de financiación restrictivas —a pesar de la reducción de los tipos de interés—, y con unas perspectivas inciertas sobre la recuperación económica y expectativas de beneficios muy negativas. Se estima, no obstante, que el resto de la inversión productiva privada experimentó un recorte algo menos marcado como consecuencia del impulso que están recibiendo los planes de desarrollo en infraestructuras, tal y como reflejaron las cifras de la Contabilidad Nacional del primer trimestre. La caída de la inversión empresarial y el carácter restrictivo de la oferta de fondos bancarios determinaron que la financiación ajena de las sociedades no financieras continuara desacelerándose, hasta alcanzar una tasa de expansión del 5%, en relación con el mismo período de 2008. Por su parte, las necesidades de financiación del sector volvieron a disminuir en el primer trimestre del año, hasta situarse en el 6,4% del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres, 4,6 pp inferior al valor alcanzado un año antes.

Frente al retroceso de los distintos componentes de la demanda interna privada, las AAPP contribuyeron a sostener el gasto, mediante cuantiosas transferencias netas a las familias y a través de la inversión pública, con la puesta en marcha de los proyectos incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local. Por otra parte, el Gobierno anunció nuevas medidas de apoyo a la actividad, que entrarán en vigor en 2009 y 2010, entre las que cabe destacar las ayudas directas a la adquisición de automóviles (Plan 2000E), por su mayor impacto potencial sobre el sector a corto plazo. En este contexto, y a pesar de que también se aprobó un nuevo recorte de gasto para el Estado, el gasto de las AAPP se incrementó de forma notable en la parte transcurrida del ejercicio, al tiempo que la recaudación tributaria acentuó su trayectoria descendente, con tasas de variación muy negativas. La concatenación de todos estos factores condujo a un nuevo deterioro de la situación de las finanzas públicas, lo que llevó al Gobierno a elevar el déficit previsto en 2009 y a anunciar una senda de ajuste que supondría alcanzar un déficit público del 3% en 2012, en línea con las directrices establecidas para España por el Consejo Europeo en relación con el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (véase recuadro 1).

En cuanto al sector exterior, la demanda exterior neta volvió a mitigar el efecto del retroceso del gasto interno sobre la actividad, con una aportación positiva al crecimiento del producto de 2,4 pp, ligeramente superior a la del primer trimestre. Superada la etapa de máxima contracción de los flujos de comercio internacional, la contribución positiva de las exportaciones netas se debió principalmente al recorte de las importaciones, que experimentaron retrocesos superiores al 20%, inducidos por el desplome de la demanda final y por la producción industrial. En cualquier caso, las ventas al exterior volvieron a disminuir, aunque menos que en el último trimestre, a pesar de un comportamiento más favorable de los índices de competitividad-precio frente a los países desarrollados. Esta situación se extendió en cierta medida al comercio de servicios, observándose una moderación en la caída de los ingresos por este concepto, en particular de los servicios turísticos, si bien los pagos prolongaron la trayectoria descendente.

En consonancia con esta evolución, las necesidades de financiación de la nación volvieron a descender significativamente en el primer trimestre del año, situándose en el 8,4% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, 1,6 pp por debajo del nivel observado un año antes, según la información de las Cuentas no financieras de los sectores institucionales. Los datos de Balanza de Pagos hasta abril confirman esta tendencia, pues suponen un descenso del déficit de casi el 40% en tasa interanual, como resultado de la intensificación del ajuste del déficit comercial, que se redujo en este período un 51%, y, en menor medida, de los saldos de transferencias corrientes y de servicios, mientras que aumentó el déficit de rentas.

El mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas es una condición necesaria para un crecimiento económico sostenible y para un adecuado funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Con estas premisas, el Tratado de Maastricht estableció distintas disposiciones con el objetivo de garantizar un comportamiento fiscal disciplinado de los países miembros. En particular, los Estados deben evitar «déficits públicos excesivos», que se evalúan en relación con los valores de referencia del 3% y el 60% del PIB para el déficit y la deuda públicos, respectivamente. Además, el Tratado prevé un «procedimiento» destinado a garantizar la pronta corrección de los déficits excesivos, en caso de que se produzcan. Por su parte, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), aprobado por los Estados miembros de la UE en 1997 y reformado en 2005, establece un conjunto de «medidas preventivas» para evitar que se produzcan déficits excesivos, así como un conjunto de «medidas correctivas» con el objeto de garantizar la aplicación rápida y rigurosa del procedimiento de déficit excesivo, incluida la eventual imposición de sanciones.

Durante el año 2008, la política fiscal del área del euro estuvo condicionada por la crisis económica, que tuvo un fuerte impacto sobre las fi-

nanzas públicas de los países miembros y llevó a la adopción de medidas de estímulo fiscal por parte de las autoridades económicas. En febrero de 2009, la Comisión Europea decidió iniciar el procedimiento de déficit excesivo para aquellos países cuyo déficit superó en 2008 el 3% del PIB de referencia del Tratado: Francia, España, Irlanda, Grecia y Malta. En el caso español, la apertura de este procedimiento se produce por primera vez desde la entrada en la UEM. Este recuadro resume el desarrollo de este procedimiento hasta el momento, así como sus implicaciones para la política fiscal española en los próximos años.

En enero de 2009, el Gobierno español presentó una nueva actualización del Programa de Estabilidad (PE). Según la estimación contenida en esa actualización, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) había superado el 3% del PIB en 2008<sup>1</sup> (véase cuadro anexo), por lo que la Comisión Europea (CE) decidió iniciar el proce-

**1.** En ese momento, la estimación del déficit público para 2008 era del 3,4% del PIB. Con posterioridad, esta estimación se vio superada en cuatro décimas, hasta el 3,8% del PIB.

Porcentajes	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>PIB REAL (% de variación)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	3,7	1,2	-1,6	1,2	2,6	...
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	3,7	1,2	-2,0	-0,2	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	3,7	1,2	-3,2	-1,0	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	3,7	1,2	-3,6	-0,3	1,8	2,7
<b>BRECHA DE PRODUCCIÓN (% del PIB potencial)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	1,4	0,3	-2,7	-3,7	-3,6	
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	1,5	0,8	-2,3	-3,4	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	1,4	0,9	-2,6	-3,7	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	...	...	...	...	...	...
<b>SALDO AAPP (% del PIB)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	2,2	-3,4	-5,8	-4,8	-3,9	
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	2,2	-3,4	-6,2	-5,7	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	2,2	-3,8	-8,6	-9,8	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	2,2	-3,8	...	-7,9	-5,2	-3,0
<b>SALDO ESTRUCTURAL AAPP (% del PIB)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	1,6	-3,5	-4,6	-3,2	-2,3	
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	1,6	-3,3	-4,6	-4,2	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	1,6	-3,9	-6,8	-8,2	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	...	...	...	...	...	...
<b>DEUDA AAPP (% del PIB)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	36,2	39,5	47,3	51,6	53,7	
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	36,2	39,8	46,9	53,0	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	36,2	39,5	50,8	62,3	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	...	...	...	...	...	...

FUENTES: Programa de Estabilidad 2008-2011, Objetivos de Estabilidad Presupuestaria 2010-2012 y Comisión Europea.

dimiento de déficit excesivo con la redacción del informe preceptivo en febrero de 2009. En este informe se analizaban las razones que se encontraban detrás del incumplimiento del límite del 3% y, en particular, se valoraba si este incumplimiento podía ser considerado de escasa importancia, temporal y debido a circunstancias excepcionales, elementos que, de producirse conjuntamente, evitan que los déficit por encima del 3% sean considerados «excesivos». La CE argumentó que el exceso sobre el 3% de referencia en el caso español no podría ser considerado excepcional, dado que no se había producido en un contexto de desaceleración económica severa en ese año. En efecto, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión disponibles en el momento de elaboración del informe, el PIB había registrado un crecimiento del 1,2% en el año 2008, frente al 3,7% del año anterior, de forma que la brecha de producción estimada todavía se mantenía en valores positivos y cercanos al 1% del PIB. Por otra parte, tampoco se estimaba que podía ser considerado transitorio, dado que el déficit seguiría ampliándose en 2009. Sobre la base de este informe y la posterior opinión del Comité Económico y Financiero (CEF) y la propia CE, el 27 de abril de 2009 el Consejo Europeo decidió declarar la existencia de un déficit excesivo en España.

En paralelo, el Consejo adoptó una recomendación<sup>2</sup> con vistas a poner fin a la situación de déficit público excesivo en España, incluida la fijación de un plazo para su corrección. Como regla general, el PEC establece que los déficits excesivos deben corregirse en el año siguiente al de la decisión del Consejo sobre su existencia, salvo que concurren circunstancias excepcionales. En este caso, el Consejo consideró que en España se daban las circunstancias excepcionales y extendió la fecha límite para la corrección hasta el año 2012<sup>3</sup>. Además, el Consejo señaló que España deberá aplicar de forma rigurosa los objetivos presupuestarios hasta 2011 especificados en el PE y realizar un esfuerzo presupuestario adicional en 2012 para reducir el déficit por debajo del 3% en ese año<sup>4</sup>. En concreto, España deberá realizar un esfuerzo fiscal anual medio de al menos el 1,25% del PIB, tal y como se presentó en el Programa de Estabilidad<sup>5</sup>, que deberá iniciarse en 2010. Además, el Consejo estableció un plazo de 6 meses, hasta el 27 de octubre de 2009, para que las autoridades españolas apliquen medidas

2. Sobre la base de una recomendación previa de la CE. 3. Estas circunstancias son, por un lado, el considerable deterioro de la economía previsto para los años 2009 y 2010, que, según estimaciones de la Comisión, irá acompañado de una disminución del crecimiento potencial y una caída significativa de la brecha de producción, y, por otro lado, el tamaño del ajuste fiscal, superior al 3% del PIB, que requeriría reducir el déficit por debajo del valor de referencia en 2010. 4. Además, dado que en su valoración del Programa de Estabilidad había identificado riesgos de cumplimiento de los objetivos presupuestarios, en particular asociados a las hipótesis de crecimiento contenidas en el escenario macroeconómico de ese programa y a la ausencia de una descripción de las medidas de corrección del déficit concretas, el Consejo señaló que podrían ser necesarios esfuerzos fiscales adicionales a los descritos en el Programa de Estabilidad si se llegaran a materializar esos riesgos. 5. El esfuerzo fiscal se mide a partir de la variación del saldo público estructural.

de ajuste presupuestario efectivas<sup>6</sup>. Finalmente, subrayó la importancia de alcanzar los objetivos de medio plazo (equilibrio presupuestario en términos estructurales) una vez se haya corregido el déficit excesivo. Al mismo tiempo, pidió que el proceso de consolidación sea compatible con una mejora de la calidad de las finanzas públicas y que se refuerce la sostenibilidad de las finanzas públicas con la aplicación de reformas adicionales en el sistema de pensiones.

El cumplimiento de las recomendaciones del Consejo Europeo requerirá un esfuerzo de consolidación muy elevado, sobre todo si se tiene en cuenta que se prevé un deterioro de la situación presupuestaria en 2009 superior al previsto en el PE, así como una evolución del PIB real de la economía española tanto en 2009 como en 2010 más negativa. En este sentido, el Congreso español aprobó el pasado 8 de julio los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria para el trienio 2010-2012 y el techo de gasto no financiero del Estado para 2010. Los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria prevén que el déficit público alcance el 7,9% del PIB en 2010 y una reducción progresiva posterior, hasta alcanzar el 3,0% del PIB en el año 2012, en línea con las directrices establecidas por el Consejo Europeo. En cuanto al límite de gasto no financiero del Estado para 2010, año en el que, de acuerdo con las recomendaciones del Consejo Europeo, se debe iniciar el proceso de consolidación fiscal, este se ha fijado en términos de caja en 182.439 millones de euros, lo que supone un incremento del 13,9%, en comparación con el límite aprobado para el año 2009. No obstante, el Gobierno considera implícitamente que en 2009 habrá una desviación al alza de los gastos presupuestarios<sup>7</sup>, de forma que el límite aprobado para 2010 supondría una reducción del 4,5% con respecto al presupuesto final estimado para 2009.

El cumplimiento de la senda de ajuste descrita resulta muy importante para preservar la confianza de los agentes en el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio plazo. En este sentido, la magnitud de la corrección prevista en tan corto espacio de tiempo exige una ejecución presupuestaria muy estricta y la adopción de medidas ambiciosas. Asimismo, debe prestarse atención no solo a la magnitud del ajuste, sino también a su composición. La experiencia del pasado muestra que, para que los procesos de consolidación fiscal sean exitosos, deben incluir recortes del gasto público y, en particular, del gasto improductivo. Finalmente, es importante que todas las Administraciones Públicas, y, dada su participación en el gasto público, en particular las comunidades autónomas, contribuyan activamente a la recuperación de la senda de consolidación fiscal y de estabilidad presupuestaria.

6. La valoración de la eficacia de las medidas tendrá en cuenta los desarrollos económicos en comparación con los previstos por la Comisión en su ejercicio de previsión intermedio de enero de 2009. 7. La desviación al alza del gasto en 2009 en relación con la previsión inicial, de acuerdo con estas estimaciones, rondaría los 32.000 millones de euros (3% del PIB), y se explicaría por la aprobación de distintas medidas a lo largo del ejercicio 2009 para combatir la crisis económica.

Por el lado de la oferta, tras el sustancial empeoramiento observado en el primer trimestre, el valor añadido de la economía de mercado se contrajo en el período de abril-junio, pero, como en el caso del PIB, a un ritmo algo menos pronunciado. El retroceso de la actividad se extendió a todas las ramas productivas, excepto a las ramas agrícola y pesquera, que mostraron una recuperación. En el sector de la construcción, la ralentización en el ritmo de deterioro del valor añadido se debió a los efectos de la puesta en marcha de los proyectos incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local, que están impulsando el componente de la obra civil; no existe, por el contrario, evidencia de suavización de las tendencias contractivas en el sector residencial. Por su parte, la actividad industrial continuó cayendo, y las ramas de servicios, que por lo general registran descensos más contenidos, no dieron señales de estabilización, más allá de las que cabría relacionar con las actividades de naturaleza puramente estacional. En este contexto, entre abril y junio continuó el proceso de ajuste del empleo, si bien con una intensidad algo más atenuada que en los dos trimestres previos, en particular en el sector de la construcción, por las razones ya apuntadas. En conjunto, se estima que los incrementos en la productividad aparente del trabajo se habrían mantenido en niveles relativamente elevados (3,2%), similares a los de los primeros meses del ejercicio (3%), reflejando principalmente el descenso de la ocupación.

Los costes laborales mostraron una moderada reducción en su tasa de avance, aunque inferior a la que cabría esperar ante el severo debilitamiento del mercado laboral. Además, existen ciertos indicios de que la moderación salarial se podría estar frenando. Por una parte, las tarifas salariales resultantes de la negociación colectiva muestran incrementos prácticamente sin cambios desde principios de año (con tarifas del 2,7% hasta junio), como resultado de que los convenios de nueva firma que se han ido incorporando a la negociación registran incrementos superiores a los de los convenios revisados (del 2,9% y 2,7%, respectivamente). Por otra, no se puede descartar la existencia de una deriva salarial positiva este año, vinculada a los efectos inducidos por la destrucción de empleo en las actividades con salarios más bajos. Teniendo en cuenta todos estos factores, se estima un aumento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado del 3,3% en el segundo trimestre, que, si bien podría registrar una pequeña ralentización adicional en la segunda parte del ejercicio, supondrá un repunte significativo de los costes laborales en términos reales. Para el total de la economía, el incremento estimado es algo superior, debido al efecto alcista que ejercen los salarios públicos en la actual coyuntura.

La inflación, por su parte, intensificó el proceso de corrección que había iniciado en los meses finales de 2008, con registros crecientemente negativos en el período de enero-junio, hasta alcanzar este último mes una tasa de variación interanual del IPC del –1%. Como era previsible, una parte muy significativa de este ajuste se debió a la acusada caída de los precios de la energía con respecto a los niveles del año pasado, pero, más allá de este efecto base, el debilitamiento de las presiones inflacionistas se generalizó al resto de los componentes, incluidos los servicios, con lo que el IPSEBENE se desaceleró hasta el 1% en media del trimestre, 2 pp menos que en igual período del año anterior. Los ajustes de precios en España están siendo más intensos que en la zona del euro, lo que configura un panorama de ausencia de presiones inflacionistas y de diferenciales de precios negativos con la UEM que es necesario preservar para consolidar una cierta ventaja competitiva en la que se pueda asentar la recuperación.

En el segundo trimestre del año, los mercados financieros internacionales continuaron la tendencia a la recuperación que se inició en marzo, alejándose de la situación extrema que les había caracterizado previamente. La mejora generalizada de la confianza se tradujo en un cierto incremento del apetito por el riesgo, unas condiciones financieras menos restrictivas y cierta reactivación de los flujos financieros internacionales, de lo que también se beneficiaron los países emergentes (especialmente los de mayor calificación crediticia). Los indicadores macroeconómicos moderaron la aguda caída de los dos trimestres anteriores, y tendieron a estabilizarse, aunque la mejoría fue más evidente en los indicadores de expectativas que en los que recogen las condiciones contemporáneas. Destacó, en cualquier caso, la rápida reactivación de la economía china (véase el recuadro 2). No obstante, en términos generales, se ha seguido produciendo una transferencia de riesgos de las entidades financieras al sector público y se ha profundizado el deterioro de la situación fiscal, como resultado de la implementación de los planes de estímulo y la caída de la actividad económica.

Los indicios de estabilización de la actividad fueron interpretados de forma positiva por los mercados financieros y se apreció una mejoría en la situación de las entidades financieras estadounidenses. Respecto a este último punto, cabe destacar el efecto que tuvo la publicación de las conclusiones de las pruebas de resistencia realizadas por los supervisores a las principales instituciones a principios de mayo, y los buenos resultados obtenidos por algunas de las principales entidades bancarias. De hecho, varias entidades bancarias de ese país lograron obtener recursos propios del sector privado e, incluso, pudieron devolver parte de las ayudas recibidas del sector público. En este contexto, la Reserva Federal inició un incipiente repliegue de algunos de los instrumentos de provisión de liquidez y financiación —aunque estos podrían reactivarse de manera inmediata—. También cabe destacar el anuncio de importantes reformas regulatorias en Estados Unidos y en el Reino Unido.

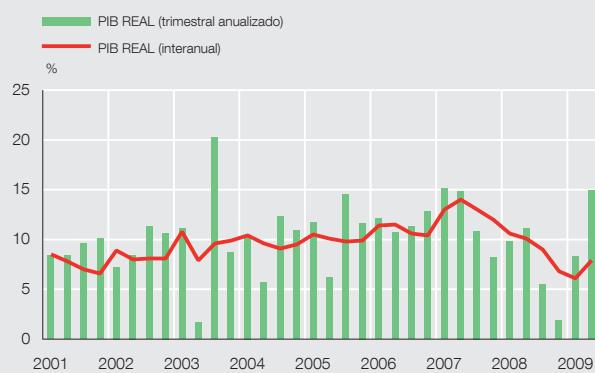
A lo largo del segundo trimestre, los diferenciales en los mercados interbancarios y de crédito experimentaron importantes recortes, al tiempo que se incrementaron las emisiones de deuda por parte del sector privado. Los mercados bursátiles registraron un comportamiento menos volátil y un incremento generalizado de las cotizaciones, que se frenó a lo largo del mes de junio, al moderarse, en parte, el optimismo sobre el inicio y el vigor de la recuperación económica. Los títulos de deuda pública registraron en general aumentos de sus rentabilidades a largo plazo, en el contexto de cierta recuperación de la demanda de activos con mayor nivel de riesgo, la preocupación por la estabilidad de las finanzas públicas y, en menor medida, un cierto repunte de las expectativas de inflación a largo plazo. En los mercados cambiarios se produjo una depreciación del dólar frente a las principales monedas, tanto desarrolladas como emergentes. La evolución de los mercados emergentes a lo largo del trimestre fue incluso más positiva que la de los desarrollados en algunos segmentos, como ilustran las importantes ganancias bursátiles y el recorte de los diferenciales soberanos. En los mercados de materias primas, el petróleo, que cotizaba en marzo alrededor de 50 dólares por barril de tipo Brent, llegó a superar en junio los 70 dólares, aunque posteriormente ha returnedo a niveles en torno a los 60 dólares. Esta evolución ha sido compartida por los precios de los principales metales industriales, en el contexto de mejora de las expectativas sobre la recuperación económica. Los precios de los alimentos se mantuvieron en niveles semejantes a los de finales del trimestre anterior.

La economía china se ha configurado como la más resistente ante el adverso entorno económico y financiero internacional, y también ha sido una de las primeras que ha mostrado signos de recuperación generalizados. Este comportamiento relativamente favorable —a pesar de su estrecha vinculación comercial a la economía global— se explicaría, en un primer momento, por el reducido grado de desarrollo financiero y su relativo aislamiento del sistema financiero internacional, y, tras la intensificación de la crisis internacional, por la rapidez y contundencia de la respuesta de las autoridades, favorecida por la buena situación cíclica de sus finanzas públicas —pese a sus pasivos contingentes— y el margen de maniobra de su política monetaria. Aun así, el crecimiento del PIB real se moderó hasta el 9% en 2008, frente al 13% en 2007. La actividad se desaceleró súbitamente, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2008, y con más intensidad en el primero de 2009 —hasta el 6,1%, lo que supuso el crecimiento interanual más débil en una década—. No obstante, se recuperó marcadamente en el segundo trimestre (véase panel superior izquierdo del gráfico adjunto y texto principal), hasta alcanzar el

7,9% interanual, sobre todo por el efecto inducido de las políticas económicas aplicadas.

La desaceleración de la actividad no solo fue el reflejo del colapso del comercio internacional, sino también del notable ajuste del sector inmobiliario doméstico —que representa en torno al 10% del PIB y que había experimentado una acusada expansión hasta el inicio de 2008— y de los efectos inducidos sobre la confianza de los agentes. De hecho, la incidencia del canal comercial sobre el crecimiento de China es menor de lo que habitualmente se considera: pese a que las exportaciones representan alrededor de un tercio del PIB, casi la mitad se producen con bienes importados. En consecuencia, la contribución de la demanda externa neta se situó, en promedio anual, en 1,4 pp entre 2002 y 2008, es decir, solo un 12% del crecimiento del PIB en ese período, que fue del 10,5% anual. No obstante, las cifras de la Contabilidad Nacional infraestiman la importancia efectiva del comercio exterior en la economía, al no considerar su efecto indirecto sobre la inversión, el empleo y el gasto de los consumidores, ni tampoco su papel en la transformación productiva de la economía china.

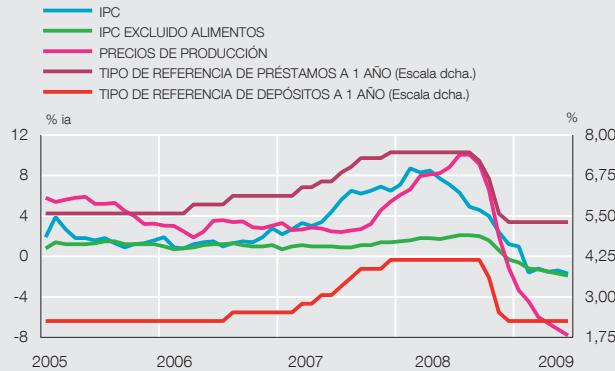
#### 1 CRECIMIENTO DEL PIB REAL



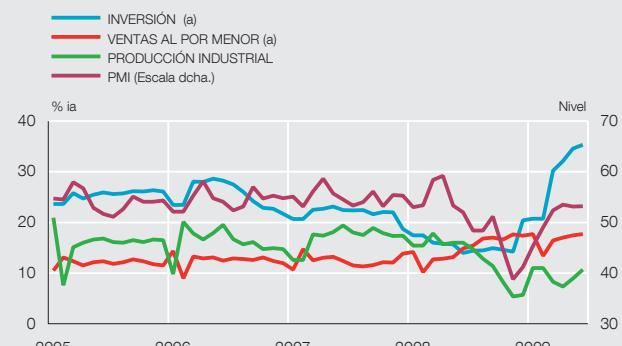
#### 2 COMERCIO INTERNACIONAL



#### 3 INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS



#### 4 INDICADORES DE ACTIVIDAD Y CONFIANZA EMPRESARIAL



FUENTES: CEIC, JP Morgan y Datastream.

a. En términos reales.

En cualquier caso, el superávit comercial se ha ido reduciendo considerablemente por la fuerte contracción de las exportaciones, pese a la caída muy significativa de los precios y volúmenes de las importaciones (véase panel superior derecho del gráfico adjunto). Por otra parte, el canal de transmisión financiero de la crisis ha sido, por el momento, el menos relevante; no obstante, China no ha sido ajena a la turbulencia externa, que se ha traducido en una elevada volatilidad de los flujos de capital de corto plazo y en una reducción de las entradas de inversión directa, lo que supuso una ralentización transitoria en la acumulación de reservas internacionales.

El tono de las políticas económicas se tornó expansivo ya desde el verano de 2008. El primer conjunto de medidas aplicadas se orientó al sector exportador para mitigar el efecto de la recesión que ya afectaba a muchas economías desarrolladas. Así, desde julio de 2008, se detuvo la apreciación del renminbi respecto al dólar, coincidiendo con la apreciación de esta última divisa. También aumentaron las deducciones del IVA de las exportaciones en productos de bajo valor añadido e intensivos en mano de obra (lo que supone una mejora implícita de su competitividad). Estas deducciones se ampliaron después de septiembre, cuando la contracción del comercio se extendió de modo agudo a los bienes de consumo duradero. El segundo pilar fue el impulso monetario, que se activó el mismo día de la quiebra de Lehman Brothers a mitad de septiembre, adoptando un tono moderadamente laxo para promover el crecimiento económico en un entorno de reducción paulatina de la inflación (véase panel inferior izquierdo del gráfico adjunto) —que se ha situado en un terreno claramente negativo desde principios de 2009—. Esta política fue instrumentada a través de un acelerado ciclo de recortes de los tipos de referencia de préstamos y depósitos y de la reducción del coeficiente de reservas bancarias. Aunque los tipos reales no han disminuido —debido a la rápida corrección de la inflación—, la eliminación de los controles crediticios para facilitar el acceso a la financiación —especialmente de hogares, sector rural y PYME— se ha traducido en un crecimiento del préstamo muy acusado. Este repunte preocupa a las autoridades por su excesiva concentración en los proyectos públicos y por el previsible aumento de la morosidad. El tercer pilar lo constituye la política fiscal, la última en aplicarse pero la más ambiciosa. En noviembre se anunció un plan de estímulo fiscal —cuyo impulso se estima que alcanzará el 3,1% del PIB en 2009 y el 2,7% en 2010— con el objetivo de dinamizar la demanda interna y restaurar la confianza. El abanico de medidas anunciadas es amplio, aunque fundamentalmente se orientan al desarrollo de infraestructuras, al apoyo al sector inmobiliario y a la subvención de bienes de consumo duradero, si bien en marzo se reorientaron hacia el gasto social. En cuanto a su financiación, alrededor de un tercio se sufragará a través del presupuesto del Gobierno central, y el resto, a través de emisiones de bonos de las administraciones locales y del crédito bancario.

La recuperación observada en los últimos meses se basaría casi exclusivamente en el efecto inducido de las políticas públicas, ya que la demanda genuinamente privada ha mantenido un limitado dinamismo y la demanda externa ha languidecido (véase panel inferior derecho del gráfico adjunto y texto principal). En cualquier caso, las perspectivas de las principales instituciones económicas prevén un aterrizaje relativamente más suave de lo esperado inicialmente y han revisado al alza sus previsiones de crecimiento en 2009 y 2010, hasta el 7,5% y 8,4%, respectivamente, en promedio. De mantenerse la efectividad de las políticas, la demanda interna podría crecer con vigor en la segunda mitad de este año, en un entorno de debilidad en el sector exterior. No obstante, la variable clave para que la recuperación sea sostenida será la evolución en el medio plazo de la demanda interna privada. En cuanto a la demanda externa, es extremadamente incierto cuál será su contribución al crecimiento, dada la caída paralela de exportaciones e importaciones, aunque no parece probable que se produzca una reducción abrupta del superávit comercial. En relación con las exportaciones, es previsible que se retrajan menos que el comercio internacional (que los organismos internacionales prevén superior al 10%), ya que los productos chinos tienen margen para seguir ganando cuota en los mercados de exportación, aunque a un ritmo decreciente. Por lo que respecta a las importaciones, hay al menos dos efectos contrapuestos: la sustitución de importaciones por producción nacional y la mayor demanda externa de materias primas y bienes de capital tras las medidas de impulso de las infraestructuras. En el ámbito financiero, pese a su inherente debilidad, el impacto será limitado debido a la baja exposición exterior de la banca, la reducida dependencia de hogares y empresas de la financiación externa a corto y largo plazo y el infradesarrollo financiero (una parte muy relevante de la inversión se financia a través de los recursos propios de empresas y los efectos riqueza se estiman menores que en otras economías emergentes). Es posible, en todo caso, que la estabilidad financiera se resintiera —vía incremento de la morosidad— en un entorno de crecimiento económico débil, fenómeno exacerbado por la alta dependencia del crédito para la financiación del plan de estímulo.

En definitiva, la crisis global ha confirmado la dependencia de China de la demanda de las economías desarrolladas, que trasciende de la contribución del sector exterior al crecimiento. En este contexto, resulta incierto que la demanda privada pueda tomar el relevo una vez que el impulso público se agote. Por tanto, a medio plazo, la economía china requerirá una reorientación del modelo de crecimiento hacia la demanda interna, específicamente hacia el consumo privado dado el elevado peso de la inversión (45% del PIB). En este proceso, las políticas estructurales en el ámbito agrario, social y financiero constituyen elementos centrales, pero también lo es la política de tipo de cambio, que ha sido un pilar fundamental de la estrategia de desarrollo en la última década.

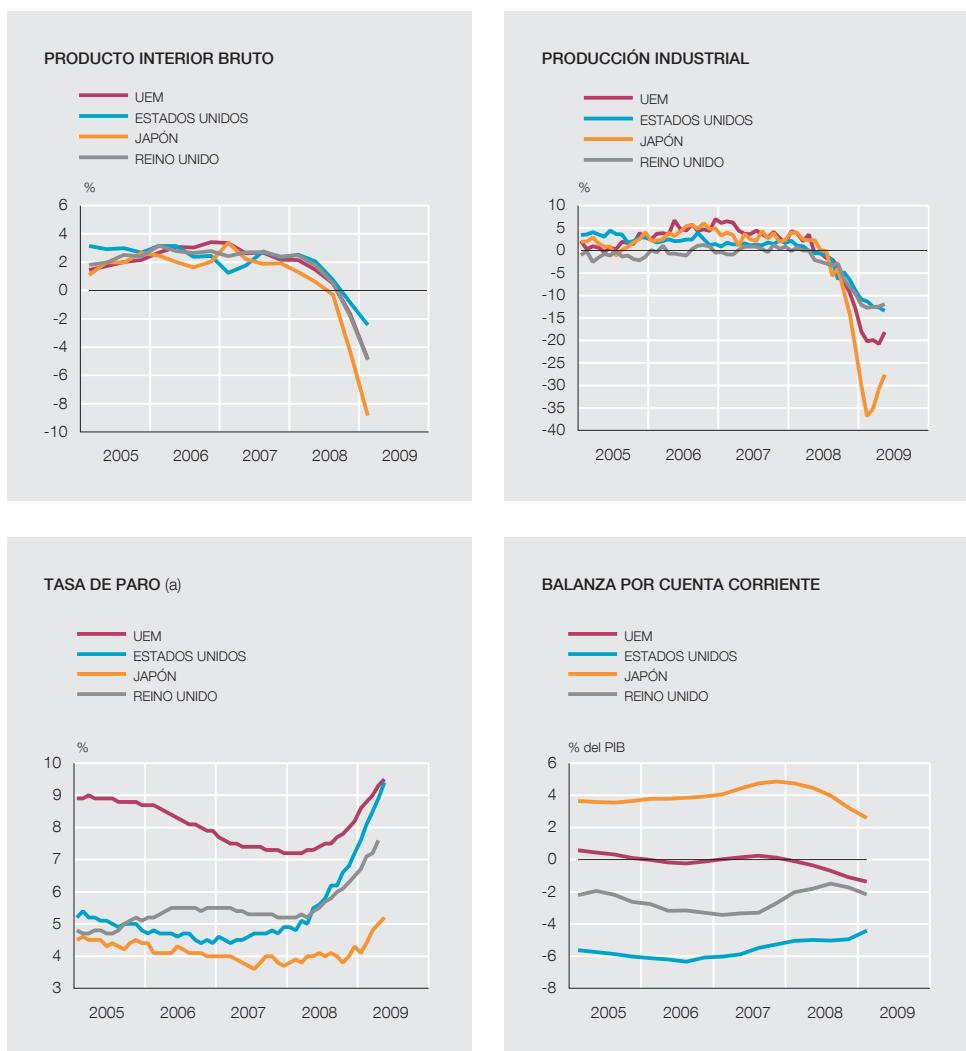
En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre de 2009 mostró una caída del 5,5% en tasa trimestral anualizada, fundamentalmente por la fuerte contracción de la inversión de capital fijo y la rápida reducción de las existencias, que quedó parcialmente compensada por las contribuciones positivas del consumo privado y del sector exterior. Los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales de estabilización en los últimos meses, si bien el mercado laboral sigue inmerso en una profunda contracción. Por el lado de la demanda, los índices de confianza del consumidor repuntaron con fuerza en el segundo trimestre, aunque moderaron su avance en julio, mientras que los indicadores de gasto en consumo y las ventas al por menor continúan apuntando a cierta estabilización. En el mercado inmobiliario, los indicadores de ventas e iniciaciones de viviendas parecen confirmar el freno de la caída ocurrida en el primer trimestre, al tiempo que los precios han moderado el ritmo de caída, si bien las ratios de viviendas sobre ventas sugieren que aún queda pendiente parte del ajuste en este mercado. En cuanto a la actividad, los índices ISM de gestores de compras muestran menores ritmos de contracción e incluso alguno de sus componentes ha superado el umbral de expansión de la actividad. La producción industrial continuó cayendo durante el segundo trimestre, si bien los pedidos de bienes duraderos aumentaron en abril y mayo. Por su parte, en el mercado laboral, la destrucción neta de empleo se redujo en el segundo trimestre, aunque mantiene un ritmo muy elevado, pues se perdieron 1,3 millones de empleos en el trimestre y la tasa de paro aumentó hasta el 9,5% (7,2% a fin de 2008). En cuanto a los precios, continuaron registrándose tasas interanuales negativas (-1,4% en junio), si bien la inflación subyacente se mantuvo en territorio positivo (1,7% en junio). Respecto al sector exterior, continuó la corrección del déficit comercial, que en mayo alcanzó los 26 mm de dólares. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango de 0% a 0,25%, así como los objetivos de compras de activos.

En Japón, después de un desplome particularmente acusado de la actividad económica en el primer trimestre —el PIB se contrajo un 14,2% trimestral anualizado—, los indicadores de mayor frecuencia registraron mejoras en los meses siguientes. Con todo, siguen siendo las exportaciones y, derivada de ellas, la producción industrial las que registran las mayores recuperaciones, esta última con tres meses consecutivos de mejora. Los indicadores de consumo mostraron cierta debilidad al comienzo del segundo trimestre, pero existen indicios de que el programa de estímulo fiscal ha conseguido impulsar el gasto de las familias. Los precios siguieron mostrando una tendencia descendente: la inflación interanual en mayo fue del -1,1%, y, descontando el aporte de alimentos y energía, fue del -0,5%. El superávit de la balanza exterior siguió aumentando, dado el dinamismo de las exportaciones, especialmente a China. El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1% en su reunión del 16 de junio, y extendió el período en el que mantendrá una serie de medidas extraordinarias como la compra de papel comercial y bonos corporativos y las operaciones para facilitar la financiación de las empresas.

En el Reino Unido, la estimación final del PIB del primer trimestre de 2009 mostró una fuerte contracción de la actividad (9,3% en tasa trimestral anualizada), fundamentalmente por la caída de la demanda interna. En el segundo trimestre, tal y como habían apuntado los indicadores de mayor frecuencia, la caída de la actividad fue menor que en el trimestre anterior (3,1% en tasa trimestral anualizada según la estimación preliminar), aunque la tasa interanual se situó en el -5,6%. Los índices PMI de junio apuntaron ya una leve recuperación de la actividad económica, mensaje que se confirmó con otras encuestas de actividad en julio. Sin embargo, las condiciones del mercado laboral siguieron deteriorándose en el segundo trimestre y, aunque las ventas y la confianza del consumidor han detenido su caída, no apuntan todavía una rápida recuperación. En el mercado inmobiliario se observaron signos de cierta

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

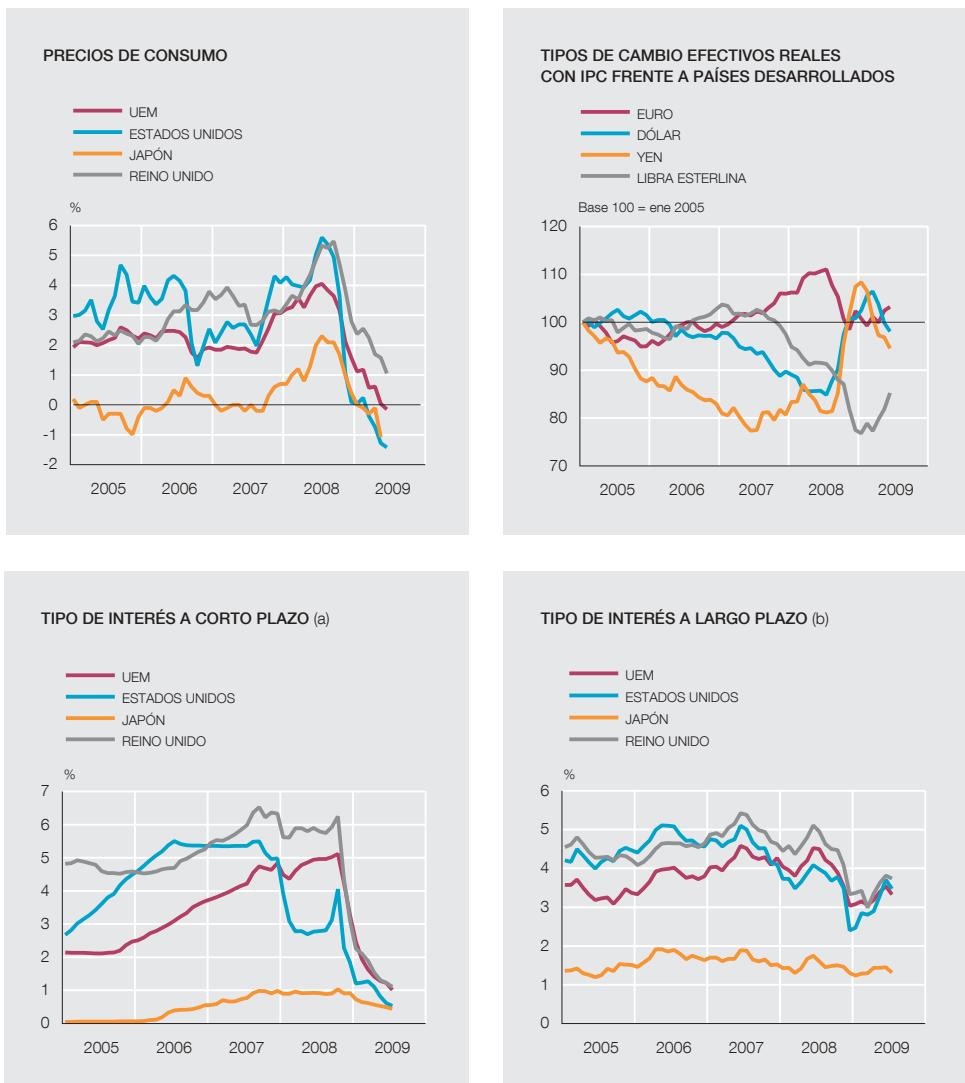


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

estabilización, con menores caídas interanuales del precio de las viviendas y cierta reactivación de la demanda, si bien no ha habido una mejoría del crédito hipotecario. En general, la actividad crediticia continuó siendo débil, a pesar de cierta mejora en la disponibilidad de crédito, compensada por unas condiciones de acceso todavía restrictivas. En este entorno, la inflación se situó en el 1,8% interanual en junio, por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra. El banco central mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% y tampoco modificó su programa de compra de activos.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del primer trimestre de 2009 confirmó una intensa y abrupta desaceleración generalizada de la actividad, que, en promedio, cayó un 3,6% interanual —frente a un crecimiento del 0,9% en el cuarto trimestre—, aunque con marcadas diferencias entre la contracción del 13% interanual en los países bálticos y el crecimiento del 0,8% en Polonia. Esta evolución negativa fue consecuencia del profundo ajuste de la demanda interna —en especial, en los países bálticos—, al que se ha sumado el deterioro de la demanda externa, especialmente la procedente del área del euro. Los indicadores de producción industrial y de ventas al por menor del segundo tri-



FUENTE: Banco de España.

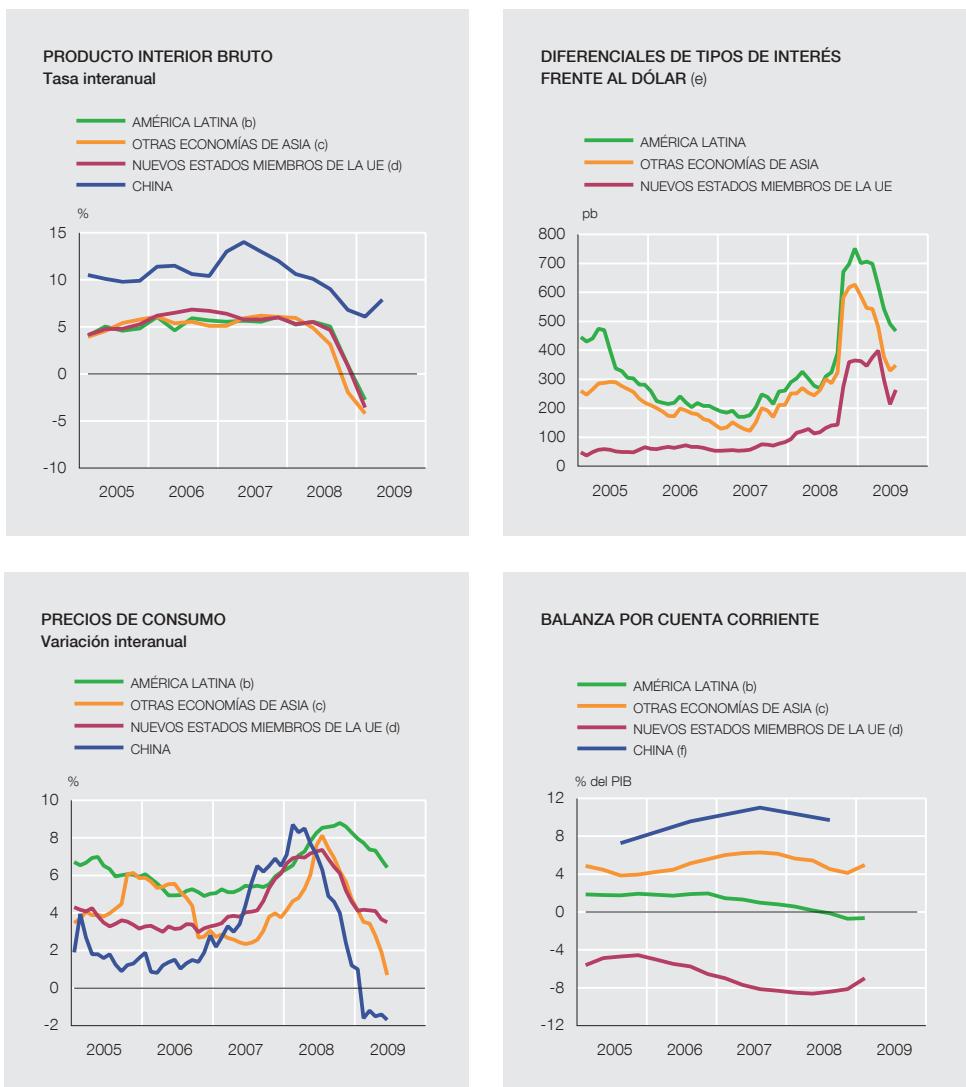
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
 b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

mestre han seguido mostrando una caída pronunciada de la actividad, mientras que los saldos por cuenta corriente del primer trimestre mejoraron notablemente, debido sobre todo al desplome de las importaciones. A lo largo del trimestre, la tasa de inflación agregada siguió una senda descendente, y en junio se situó en el 3,6% interanual, lo que propició nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en todos los países. En el ámbito financiero, las presiones de depreciación sobre el lats letón se han moderado, tras la aprobación de nuevas medidas de contención fiscal por el Parlamento. Por otra parte, el FMI aprobó la nueva facilidad preventiva *Flexible Credit Line* (FCL), para Polonia, por 20 mm de dólares.

En China, el PIB del segundo trimestre se aceleró con mucha intensidad, hasta crecer un 7,9% interanual, 1,8 pp más que en el trimestre anterior, debido fundamentalmente al impulso de las políticas macroeconómicas sobre la demanda interna, como se detalla en el recuadro 2. En cuanto a los indicadores de oferta, la producción industrial se aceleró progresivamente en el trimestre y la confianza empresarial se situó en un terreno claramente expansivo. Los indicadores de demanda interna han evolucionado positivamente en el trimestre: la inversión en

**ECONOMÍAS EMERGENTES:  
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)**

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del 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.

activos fijos repuntó con mucha intensidad a la luz del plan de estímulo fiscal e incluso se han observado algunos signos de recuperación de la inversión inmobiliaria; y las ventas al por menor se mantuvieron relativamente firmes. En cuanto a la demanda exterior, el superávit comercial se redujo sensiblemente, aunque se observan algunos indicios de que la caída de las exportaciones e importaciones podría haber tocado fondo. A pesar de esta reducción del superávit comercial y de la inversión directa recibida, la acumulación de reservas internacionales —que ya superan los 2 billones de dólares— fue muy intensa, lo que podría apuntar a una intensificación de las entradas de capital de corto plazo. La inflación interanual se situó en un terreno aún más negativo en el segundo trimestre (−1,7% en junio), debido fundamentalmente al efecto base y pese al continuado y acusado repunte del crédito y de la oferta mone-

taria. En el ámbito de las políticas, destacó el sesgo del plan de estímulo fiscal hacia productos y servicios domésticos y las nuevas medidas para reducir la dependencia del dólar en sus transacciones comerciales.

En el primer trimestre de 2009, el PIB del resto de Asia creció un 0,8% interanual, notablemente por debajo del 2,2% alcanzado en el trimestre precedente, destacando el crecimiento en las economías menos abiertas —India e Indonesia crecieron el 5,8% y el 4,4%, respectivamente—, mientras que el resto de países experimentaron una contracción de su PIB respecto a un año antes. En el segundo trimestre, la producción industrial y las exportaciones continuaron mostrando caídas interanuales, si bien en términos mensuales se empezó a apreciar un mayor dinamismo de ambas. Por su parte, la inflación continuó disminuyendo sensiblemente en el segundo trimestre del año, contexto en el cual la mayor parte de los bancos centrales redujeron sus tipos de interés oficiales, aunque en menor cuantía que en trimestres anteriores.

Frente al crecimiento del 0,9% del último trimestre de 2008, el PIB de América Latina registró una contracción del 2,8% interanual en el primer trimestre de 2009, la peor caída desde que se recogen estadísticas trimestrales. La contracción registrada en el trimestre obedeció a la desaceleración de la demanda interna —restó 3,5 puntos porcentuales al crecimiento—, mientras que la contribución de la demanda exterior pasó a ser positiva, por 0,7 puntos porcentuales, consecuencia de que la contracción de las importaciones superó a la de las exportaciones. Los indicadores de actividad del segundo trimestre de 2009 apuntan a un crecimiento débil en la mayoría de países del área, si bien esta en Brasil estaría recobrando cierto dinamismo. La inflación continuó moderándose, hasta situarse en el 6,5% en junio, 0,9 pp por debajo de marzo, lo que, unido a las amplias brechas de capacidad, llevó a que los bancos centrales con objetivo de inflación siguieran realizando bajadas de tipos de interés en todas las reuniones celebradas durante el segundo trimestre. También Argentina y Venezuela relajaron sus condiciones monetarias. En el contexto de menores importaciones por el desplome de la demanda interna y aumento del precio de algunas materias primas, se produjo una mejora de los saldos de las balanzas comerciales. La mejora del saldo comercial, junto con cierta recuperación de los flujos financieros de entrada, dio lugar a apreciaciones de las monedas —limitadas en algunos casos por las intervenciones de los bancos centrales—, excepto en los casos de Argentina y Venezuela. El FMI aprobó la concesión a Colombia (tras haberlo hecho anteriormente con México) de la nueva facilidad FCL, por una cuantía de 10,5 mm de dólares. Por último, destaca el cambio, en sentido opuesto, en las perspectivas de las agencias calificadoras para Brasil, al alza, y México, a la baja.

En el segundo trimestre de 2009, la actividad económica en el área del euro continuó deteriorándose, aunque a un ritmo significativamente más contenido que el registrado en los dos trimestres anteriores. Esta moderación en el ritmo de contracción de la actividad, junto con las señales de estabilización de los mercados financieros (véase recuadro 3) y la relativa recuperación —basada sobre todo en su componente de expectativas— que han experimentado los indicadores de confianza de los agentes (véase recuadro 4), podría indicar que se habría alcanzado un punto de inflexión en la intensa recesión económica que comenzó en el segundo trimestre de 2008. Con todo, la mayoría de las predicciones disponibles coinciden en señalar un escenario central en el que, ayudado por un entorno internacional menos desfavorable y la acción continuada de las políticas económicas de apoyo a la demanda agregada, se retomarían tasas de crecimiento intertrimestrales positivas solo a lo largo de 2010.

Este escenario de recuperación lenta sigue sometido a incertidumbres y contiene importantes elementos de fragilidad. En primer lugar, la intensidad y duración de la recesión pondrá a prueba en los próximos trimestres el funcionamiento de los mercados de trabajo y la evolución del empleo, que, hasta la fecha —apoyado en medidas de carácter temporal—, se ha mostrado relativamente resistente en el conjunto del área. En segundo lugar, las finanzas públicas se han deteriorado considerablemente como resultado de la acción de los estabilizadores automáticos, las medidas discrecionales de estímulo de la demanda agregada y las actuaciones de apoyo al sistema financiero. Para apuntalar la efectividad de este extraordinario impulso fiscal resulta esencial que los gobiernos garanticen su compatibilidad con una estrategia de consolidación fiscal a medio plazo que asegure la sostenibilidad de las cuentas públicas. Y, en tercer lugar, la crisis financiera internacional y la recesión económica han afectado severamente al sistema bancario, que depende en parte del apoyo del sector público y en el que persisten las tendencias al desapalancamiento. Garantizar que esta situación desfavorable no se traduzca en un episodio de contracción de la oferta de crédito más allá de lo que las circunstancias cíclicas determinarían constituye uno de los principales retos a los que se enfrentan las políticas económicas.

La tasa de inflación continuó disminuyendo a lo largo de todo el trimestre, alcanzando un registro negativo en el mes de junio ( $-0,1\%$ ) por primera vez en la historia de la UEM. Esta evolución respondió fundamentalmente a los efectos base en los precios de la energía y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los servicios, derivada, en parte, de la atonía de la demanda. Es previsible, de acuerdo con la mayoría de expertos y analistas, que la inflación retome hacia finales de año niveles positivos, aunque muy moderados, que se extenderían por un período prolongado de tiempo en un contexto en el que el elevado grado de holgura que alcanzará la capacidad productiva tenderá a limitar posibles presiones inflacionistas. En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE relajó de nuevo el tono de su política monetaria con una bajada adicional de los tipos de interés oficiales en mayo, hasta el 1%, situándolos 325 pb por debajo del nivel de octubre de 2008. Además, el BCE reforzó su política de provisión de liquidez generosa al sistema bancario con el establecimiento de una operación de financiación a más largo plazo con vencimiento a un año, lo que supone duplicar el plazo máximo de seis meses vigente hasta entonces, y ha iniciado recientemente un programa de adquisición de cédulas y otros bonos garantizados (*covered bonds*) emitidos en la zona del euro.

La estabilización de los mercados financieros es un requisito fundamental para que la asignación de recursos en la economía se haga de manera eficiente y, en la coyuntura actual, para la recuperación de la actividad económica. Además, el buen funcionamiento de los mercados es necesario también para una transmisión efectiva de los impulsos de la política monetaria. Para valorar el grado de relajación de la tensión en los mercados desde el episodio que se vivió en septiembre de 2008 e identificar los riesgos de naturaleza financiera que rodean el escenario macroeconómico, resulta útil la construcción de un indicador sintético que resuma la evolución, no siempre coincidente, de un conjunto de variables financieras relevantes.

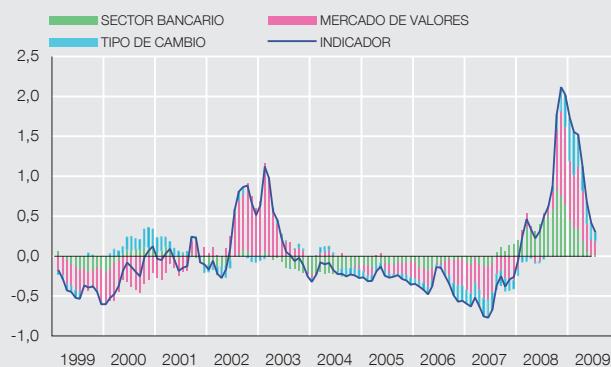
Para ello, en este recuadro se presenta un indicador sintético de tensión financiera en el área del euro siguiendo una aproximación similar a la propuesta por el FMI<sup>1</sup> (véase gráfico 1). Este indicador se compone de tres subíndices, que se refieren, respectivamente, a los

mercados de valores, al sector bancario y al mercado cambiario (gráficos 2 a 4), cada uno calculado como un promedio de un conjunto de variables relevantes, previamente normalizadas, y disponibles para un período suficientemente largo. En el primer caso se incluye el nivel (cambiado de signo) y la volatilidad implícita de un índice bursátil y, como medida de valoración del riesgo, el diferencial de rentabilidad de los bonos privados con calificación crediticia BBB con respecto a los de calidad máxima AAA. El indicador bancario, que se presenta en el gráfico 2, está compuesto por la cotización (invertida) de un índice bursátil sectorial, la pendiente de la curva de rendimientos (cambiada de signo) y una medida del riesgo de contrapartida del sector que se aproxima como el coste adicional de la financiación interbancaria sin colateral (EURIBOR) con respecto a la deuda pública. Finalmente, el tercer subíndice referido al mercado cambiario recoge la volatilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar.

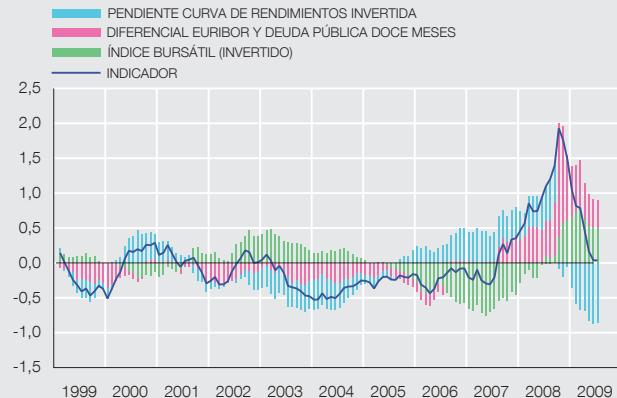
1. R. Cardarelli, S. Elekdag y S. Lall (2009), *Financial stress, downturns and recoveries*, WP/09/100, FMI.

La evolución de este indicador sintético confirma una notable relajación de las tensiones con respecto al momento más crítico de la

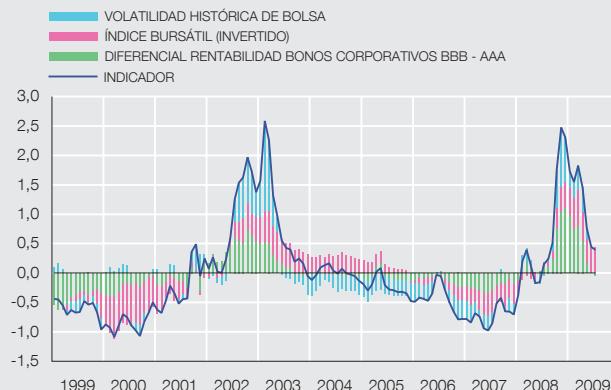
1 INDICADOR DE TENSIÓN FINANCIERA EN LA UEM Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES (a)



2 INDICADOR DE TENSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR BANCARIO Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES



3 INDICADOR DE TENSIÓN FINANCIERA DEL MERCADO DE VALORES Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES



4 VOLATILIDAD HISTÓRICA TIPO DE CAMBIO DÓLAR/EURO



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

a. La composición del indicador sigue la del FMI (véase nota 1) y se construye como un promedio de variables financieras previamente normalizadas.

crisis en septiembre de 2008, y ha venido respaldada por el amplio despliegue de medidas, algunas sin precedentes por su naturaleza y cuantía, por parte de los gobiernos y de las autoridades monetarias de todo el mundo y también por los atisbos de que la contracción económica empezaba a perder intensidad. Por componentes, las señales de estabilización financiera a partir de marzo se han reflejado, sobre todo, en una caída generalizada de la volatilidad, que había alcanzado unos niveles muy altos, y en una reducción de las primas de riesgo tanto en el sector no financiero como, sobre todo, en el financiero. Además, la disminución del indicador de estrés bancario refleja en gran medida el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, que tiende a incrementar el margen de intermediación de las entidades de crédito<sup>2</sup> —que tradicionalmente toman pasivos a corto (e. g. depósitos), que transforman en inversiones a largo (préstamos)—. Finalmente, la mejora también estuvo apoyada en la revalorización de los índices bursátiles, si bien, tras los mínimos de una década alcanzados en marzo, todavía se sitúan en niveles alejados de los vigentes antes de la crisis.

A pesar de la notable reducción, el indicador de tensión financiera todavía se mantiene en niveles históricamente elevados, que aún

2. No obstante, este efecto dependerá notablemente de la estructura de tipos del balance de las entidades y, por ejemplo, tendrá una menor importancia cuanto mayor sea el peso de los préstamos a tipo variable en el activo.

apuntan a una situación de relativa fragilidad financiera con un elevado nivel de incertidumbre. Cabe recordar, en este sentido, que los resultados empresariales se deterioraron en el primer trimestre y que las expectativas de beneficios a un año siguen apuntando caídas, aunque se han recuperado para horizontes más largos. Por lo que se refiere a los bancos, estos ya han asumido pérdidas sustanciales, procedentes en gran medida de los activos estructurados; y los problemas de liquidez, de escasez de capital y de financiación a medio plazo se han aliviado con las actuaciones de las autoridades monetarias y de los gobiernos. A pesar de ello, la actividad de los mercados de financiación mayorista todavía no está restablecida y la notable debilidad macroeconómica introduce riesgos adicionales sobre las carteras de préstamos de los bancos.

En conclusión, desde principio de año y, especialmente, a partir de marzo, se observa una reducción de las tensiones financieras, que, seguramente, está vinculada con las medidas gubernamentales y de los bancos centrales sin precedentes y con la constatación de que la contracción económica parece perder intensidad. No obstante, el nivel de tensión se mantiene en cotas elevadas y alejado de los niveles previos al inicio de la crisis a mediados de 2007. La confirmación en próximos meses de las expectativas de recuperación económica hoy existentes constituirá un elemento crucial para el reestablecimiento del normal funcionamiento del sistema financiero.

### 3.1 Evolución económica

La segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó el fuerte retroceso de la actividad en la zona del euro en el primer trimestre de 2009. Así, tras el descenso del 1,8%, en términos intertrimestrales, registrado en el último período de 2008, el año actual comenzó con una contracción más intensa de la prevista, cifrada en -2,5% (véase cuadro 1). Esta nueva caída de la actividad obedeció en su mayor parte al descenso de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones, tal y como sucediese en el trimestre anterior, así como a la desacumulación de existencias (véase gráfico 8). El consumo privado retrocedió en menor medida, a pesar de la continuada destrucción de empleo, mientras que el consumo público fue el único agregado que experimentó un avance positivo. Con todo, la demanda interna, excluidas las existencias, drenó un 1,1% al crecimiento del PIB. El sector exterior siguió contribuyendo negativamente a la evolución de la actividad, ya que las exportaciones se contrajeron a un ritmo mayor que las importaciones. Finalmente, atendiendo al desglose por ramas de actividad, el ajuste se centró predominantemente en la industria y los servicios, mientras que la construcción mostró un retroceso inferior al del trimestre previo.

La pauta de contracción de la actividad fue común en las principales economías del área del euro. Sin embargo, la intensidad de la desaceleración fue muy distinta. Así, la actividad se redujo en Alemania en el primer trimestre de 2009 en un 3,8%, mientras que el PIB en Francia registró una caída del 1,2%, dos décimas menos que en el último trimestre de 2008. Italia, por su parte, mostró un crecimiento negativo del 2,6%, en línea con el promedio del conjunto de la zona del euro. A pesar de estas diferencias en la magnitud de la desaceleración, las partidas que más drenaron la actividad en los tres países coinciden, y fueron la formación bruta de capital fijo, en concreto los bienes de equipo, y las exportaciones. El consumo público y el

Los indicadores de confianza recogen los resultados de encuestas realizadas a los agentes privados sobre su percepción de la situación económica. Su pronta disponibilidad y su capacidad para anticipar los puntos de inflexión de la evolución cíclica de la actividad les dotan de gran relevancia en el seguimiento de la coyuntura<sup>1</sup>. En el período más reciente, la mayor parte de los indicadores elaborados para el área del euro han registrado mejoras apreciables, que sugieren que en los últimos meses se ha podido producir una notable ralentización del ritmo de deterioro de la actividad económica.

Las encuestas contienen preguntas sobre la situación económica o la evolución de la producción o de la demanda en el momento en que se realizan, y otras que se refieren a las expectativas del encuestado acerca de la evolución futura de esas variables. Los componentes ligados a la situación actual o reciente suelen mostrar una correlación contemporánea o incluso retardada con respecto a la actividad, mientras que los indicadores de expectativas muestran habitualmen-

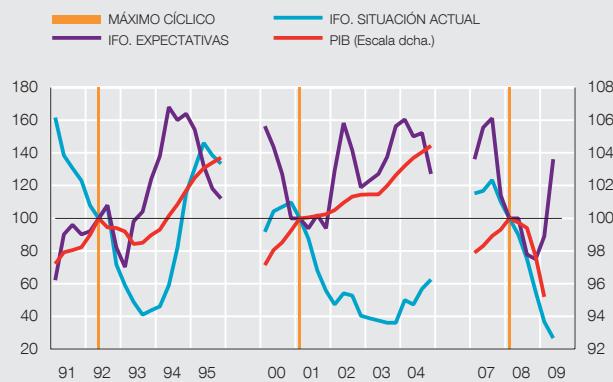
te una relación más débil con las variables reales pero de carácter adelantado. Por otro lado, los indicadores de la situación esperada cambian de tendencia con mayor frecuencia, con lo que sus movimientos a corto plazo deben valorarse con cautela, pues pueden revertir con más facilidad.

En los gráficos adjuntos se representa la evolución mostrada a lo largo del presente período recesivo por los componentes de situación observada y de expectativas de algunos de los principales indicadores de confianza de la UEM, junto con la variable económica con la que cabe esperar una mayor relación en cada caso. Además, a efectos comparativos, se incluye la evolución de las mismas variables en la recesión de comienzos de los noventa<sup>2</sup>, que se extendió de modo generalizado a los países de la UEM, si bien con una virulencia menor que la actual, así como en el período de bajo crecimiento económico registrado en el área del euro entre 2001 y 2003.

Como se observa en los gráficos, los indicadores de expectativas han registrado en el período más reciente incrementos generaliza-

2. Con la excepción de los indicadores de confianza del sector servicios, para los que no se dispone de información relativa a esas fechas.

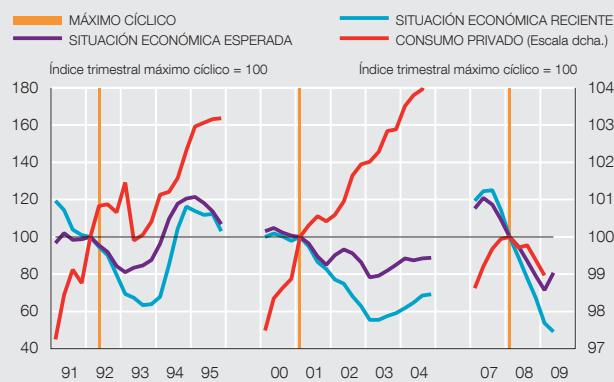
#### 1 ENCUESTA IFO PARA LA UEM Y PIB



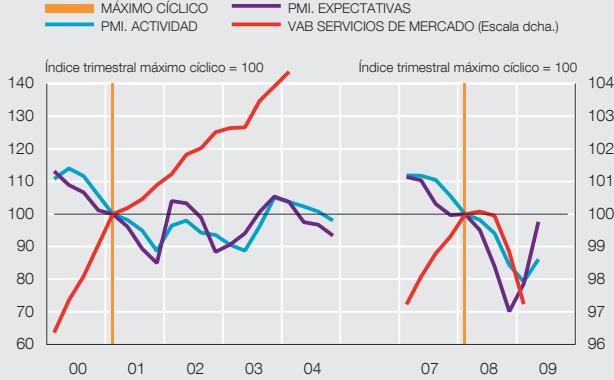
#### 3 ENCUESTA INDUSTRIA CE Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



#### 2 ENCUESTA CONSUMIDOR CE Y CONSUMO PRIVADO



#### 4 PMI SERVICIOS Y VAB SERVICIOS DE MERCADO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

dos, mientras que los referidos a la situación presente, o han continuado su deterioro —en el caso de las encuestas IFO y del consumidor de la Comisión Europea—, o han mostrado mejoras más atenuadas —como la confianza industrial de la CE y el PMI de servicios—. Esta evolución resulta consistente con la experimentada en las dos etapas anteriores, en las que inicialmente se registró un repunte de las expectativas, mientras que la valoración de la situación presente mostró una menor mejora o prosiguió su empeoramiento. Ahora bien, mientras que, a comienzos de los noventa, el auge de las perspectivas fue continuo y vino seguido, con cierto retraso, por una recuperación de las variables reales y de la valoración de la situación actual, en la etapa de bajo crecimiento de comienzos de esta década la mejora de la opinión sobre la situación futura que tuvo lugar al inicio de 2002 revirtió al poco tiempo y no vino acompañada por una recuperación de la actividad, que se mantuvo débil. Más adelante, ya en 2003, la mejora de las expectativas sí fue seguida por una valora-

ción más optimista de la situación existente y por un ritmo de crecimiento más elevado.

En conclusión, hasta el momento, la mejora más reciente de la confianza en la UEM se ha basado, fundamentalmente, en la evolución de los indicadores que recogen las expectativas de los agentes económicos. A tenor de la limitada evidencia disponible, este comportamiento, aunque resulta alentador, no implica necesariamente una pronta recuperación de la actividad, pues no es infrecuente que el avance de estos indicadores muestre un carácter efímero. Si la favorable evolución de las cuestiones sobre la evolución futura se mantiene en los próximos meses y se traslada a una valoración más positiva acerca de la situación observada, se podría otorgar mayor certeza a un escenario de recuperación. En todo caso, la comparación con situaciones anteriores debe realizarse con especial cautela, dado el carácter excepcionalmente intenso de la recesión actual.

consumo privado, salvo en el caso de Italia, se expandieron, contribuyendo positivamente a la evolución del PIB.

La disminución del empleo se agudizó en el primer trimestre de 2009, hasta registrar una caída del 0,8%. Dado que el PIB se desaceleró en mayor medida, el crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo retrocedió hasta el -1,7%. También el ajuste observado en el empleo en la UEM es el resultado de comportamientos muy dispares por países. Así, mientras que el ritmo de destrucción de empleo en Alemania y Francia se cifra en 0,3% y 0,8%, respectivamente, en países como España o Irlanda la contracción es más intensa y se situó, en el primer trimestre de 2009, en tasas del 3,1% y 3,8%, respectivamente. El fuerte deterioro de la productividad repercutió en una significativa aceleración de los costes laborales unitarios, a pesar de que el crecimiento de la remuneración por asalariado se moderó (véase gráfico 8). Además, el deflactor del PIB avanzó con mayor contención, por lo que los márgenes empresariales registraron una brusca contracción.

La información coyuntural más reciente avanza un nuevo deterioro de la actividad en el segundo trimestre de 2009, aunque más moderado que el registrado en los tres primeros meses del año. Así, desde la vertiente de la oferta, la producción industrial se redujo en los meses de abril y mayo a un ritmo inferior al del primer trimestre, pauta que también mostraron los nuevos pedidos industriales (véase gráfico 9). Por su parte, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea y los provenientes de las encuestas realizadas a los directores de compras, relativos a la industria y los servicios, tras alcanzar mínimos entre los meses de febrero y marzo, han venido registrando avances continuados, apoyados fundamentalmente en el componente de expectativas (véase recuadro 4), aunque se sitúan todavía en niveles sustancialmente inferiores a los asociados con crecimientos positivos de la actividad. En el ámbito laboral, la tasa de paro ha seguido deteriorándose a lo largo de todo el trimestre, mientras que los indicadores de opinión sobre empleo invirtieron en muchos casos su tendencia descendente, aunque siguen marcando niveles históricamente muy reducidos.

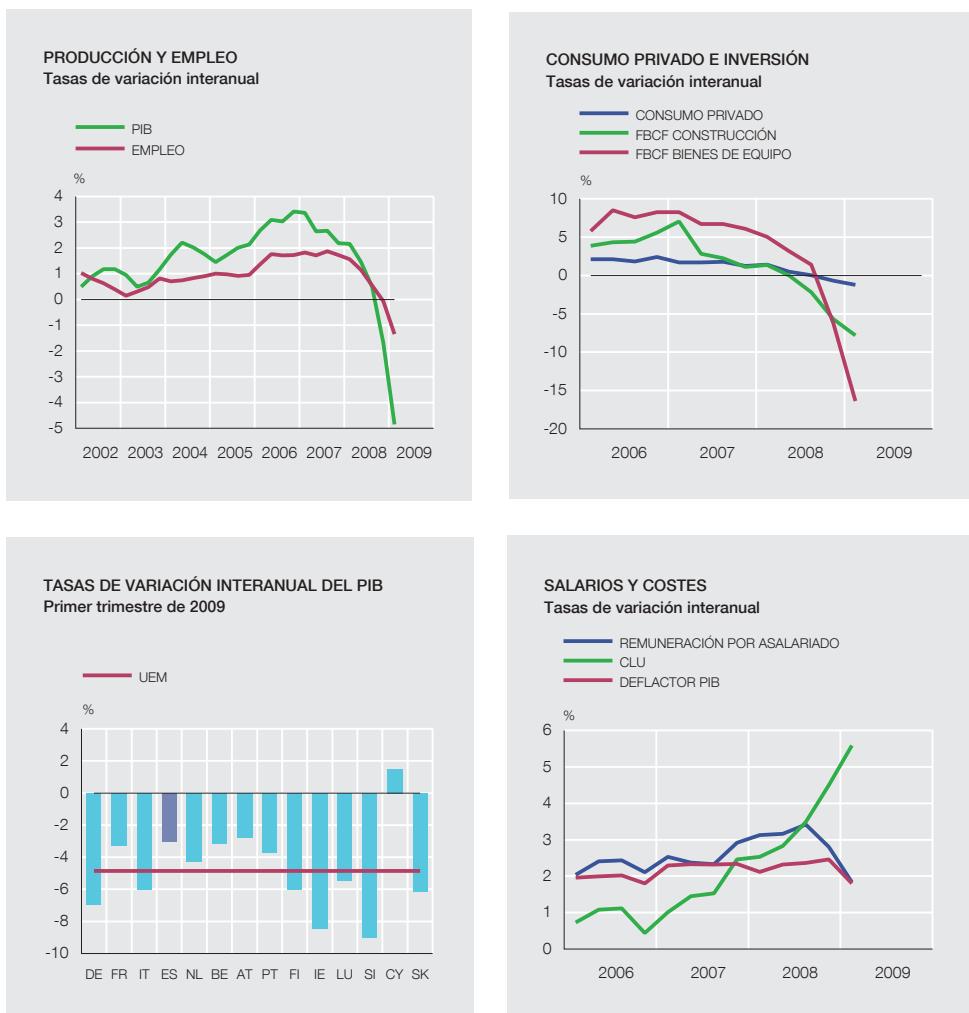
	2007			2008			2009		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	
<b>CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)</b>									
PIB	0,4	0,7	-0,3	-0,4	-1,8	-2,5			
Consumo privado	0,3	0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,5			
Consumo público	0,4	0,4	0,9	0,5	0,4	0,2			
FBCF	1,0	1,0	-1,3	-1,1	-4,1	-4,1			
Importaciones	-0,1	1,5	-1,0	0,9	-5,2	-7,6			
Exportaciones	0,7	1,7	-0,3	-0,6	-7,3	-8,8			
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)									
<i>Demandas internas excluidas existencias</i>	0,4	0,4	-0,3	-0,2	-1,1	-1,1			
<i>Variación de existencias</i>	-0,4	0,2	-0,2	0,4	0,3	-0,9			
<i>Demandas exteriores netas</i>	0,4	0,1	0,3	-0,6	-1,0	-0,5			
PIB (tasa de variación interanual)	2,2	2,2	1,5	0,5	-1,7	-4,9			
<b>INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)</b>									
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,0	1,8	-2,2	-2,8	-6,2	-7,4	-2,7		
Sentimiento económico	105,0	101,4	97,7	89,9	75,6	65,7	70,3		
PMI compuesto	54,0	52,1	50,8	47,6	40,2	37,6	43,2		
Empleo	0,3	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,9			
Tasa de paro	7,3	7,2	7,4	7,6	8,0	8,8	9,4		
<b>INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)</b>									
IAPC	3,1	3,6	4,0	3,6	1,6	0,6	-0,1		
IPRI	4,6	5,6	7,7	7,6	1,2	-2,9	-5,7		
Precio del petróleo (valor en dólares)	91,5	104,3	132,0	98,1	40,5	46,8	68,8	63,2	
<b>INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)</b>									
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,4	4,2	4,9	4,5	3,8	4,1	4,2	4,1	
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-0,36	-0,69	-0,88	-0,88	-1,76	-1,31	-0,63	-0,37	
Tipo de cambio dólar/euro	1,472	1,581	1,576	1,430	1,392	1,331	1,413	1,423	
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (b)	6,3	3,7	3,5	-0,6	2,7	-0,7	-1,1	-1,1	
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (b)	6,8	-17,5	-23,8	-30,9	-44,3	-15,5	-2,0	5,5	

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

- a. Información disponible hasta el día 23 de julio de 2009. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
 b. Variación porcentual acumulada en el año.

Por el lado de la demanda, los indicadores relacionados con el gasto de los hogares evidencian un menor deterioro del consumo privado. Así, las ventas minoristas se redujeron en media a ritmos algo inferiores a los del primer trimestre del año, mientras que las matriculaciones —apoyadas en los planes de ayuda de los distintos gobiernos— y el indicador de confianza de los consumidores, tras el mínimo del mes de marzo, continuaron avanzando. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, tanto el grado de utilización de la capacidad productiva como la valoración de la cartera de pedidos de la encuesta trimestral de la Comisión Europea volvieron a retroceder en el segundo trimestre. La información relativa a la demanda exterior ha sido, en cambio, menos negativa en los últimos meses. Así, los datos nominales de la balanza comercial muestran en media una contracción más moderada de las ventas al exterior en abril y mayo y las expectativas de exportación, procedentes de la encuesta trimestral de opinión de la industria de la CE, avanzaron ligeramente en el segundo trimestre. Sin embargo, la valoración media de la cartera de pedidos de exportación continuó disminuyendo en el período de abril-junio. Finalmente, el indicador de la valoración de las existencias de la Comisión Europea sugiere un menor ritmo de desacumulación de existencias.

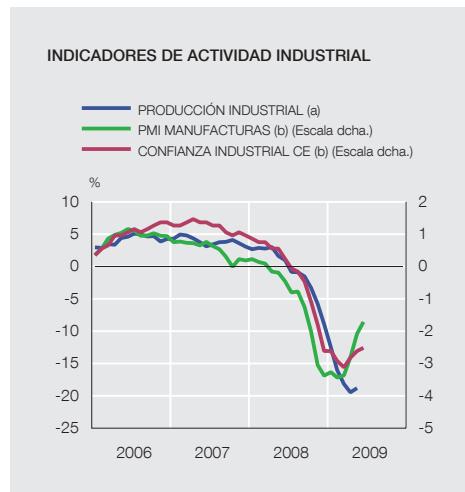
En definitiva, la evolución reciente de los indicadores de coyuntura que, a pesar de la mejora, se mantienen todavía en niveles muy reducidos hace prever una nueva contracción de la actividad en este segundo trimestre del año, pero más contenida que la registrada en los prime-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

ros meses. Más a medio plazo, la mayor parte de los analistas privados y organismos internacionales sitúan el retroceso del PIB en 2009 en el entorno del 4,5%, con una paulatina recuperación, hasta alcanzar tasas positivas a finales de 2010 (véase cuadro 2). Sin embargo, aunque la incertidumbre sobre las perspectivas económicas ha disminuido ligeramente, existen riesgos a la baja sobre este escenario de lenta recuperación, derivados, en su mayor parte, del alcance de la normalización del sistema financiero y del deterioro del mercado de trabajo.

La inflación del área del euro se desaceleró paulatinamente a lo largo de este segundo trimestre, hasta registrar un crecimiento interanual negativo de -0,1% en junio (véase gráfico 10). Esta ralentización respondió fundamentalmente a los efectos base de la energía derivados de los elevados precios del pasado año y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los servicios, originada, en parte, por la atonía de la demanda. La tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados prolongó su tendencia descendente, al igual que la de los alimentos elaborados, si bien esta última lo hizo a un menor ritmo que en los trimestres anteriores. La inflación de los bienes industriales no energéticos mostró, en cambio, una evolución estable a lo largo del trimestre. Así, la inflación subyacente, medida por el índice general que excluye alimentos no elaborados y energía, registró un comportamiento mucho más moderado, reduciéndose tan solo 2 décimas entre marzo y junio, hasta el 1,3%. Por su parte, los precios industriales continuaron dibujando un perfil de intensa contracción, al regis-



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 (junio 2009)	-4,6	0,3	-0,3	1,0
Comisión Europea (mayo 2009)	-4,0	0,4	-0,1	1,2
FMI (julio 2009) (b)	-4,8	0,4	-0,3	0,6
OCDE (junio 2009)	-4,8	0,5	0,0	0,7
<i>Consensus Forecast</i> (julio 2009)	-4,4	0,4	0,4	1,2
Euro Barómetro (julio 2009)	-4,5	0,4	0,4	1,2

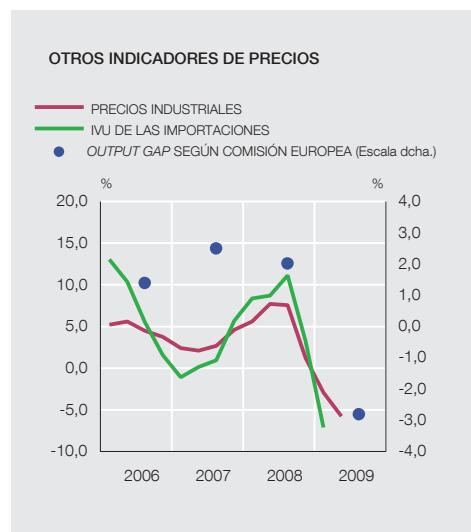
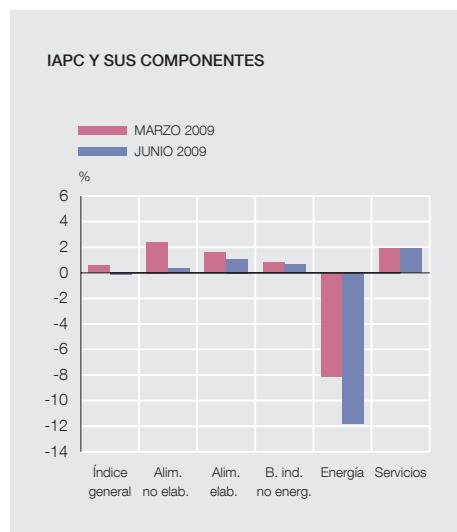
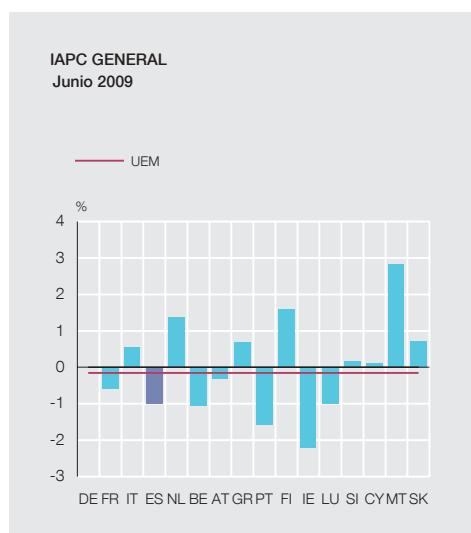
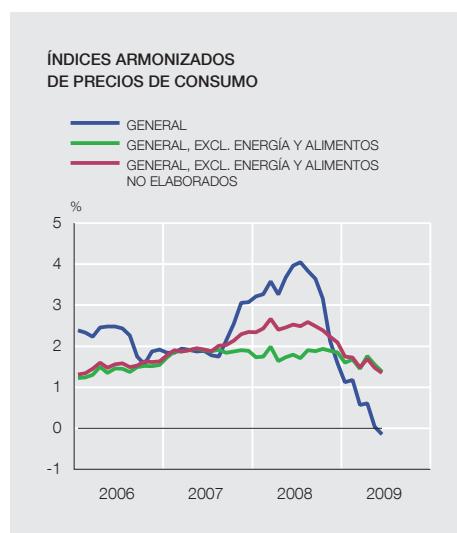
FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

b. Los datos de inflación corresponden a la previsión de abril.

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

GRÁFICO 10



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

trar en mayo una caída interanual del 5,8%. Este fuerte descenso obedeció fundamentalmente a la caída de los precios de la energía, de los bienes intermedios no energéticos y de los bienes de consumo no duradero, pero también al menor crecimiento de los bienes de capital y de los bienes de consumo duradero.

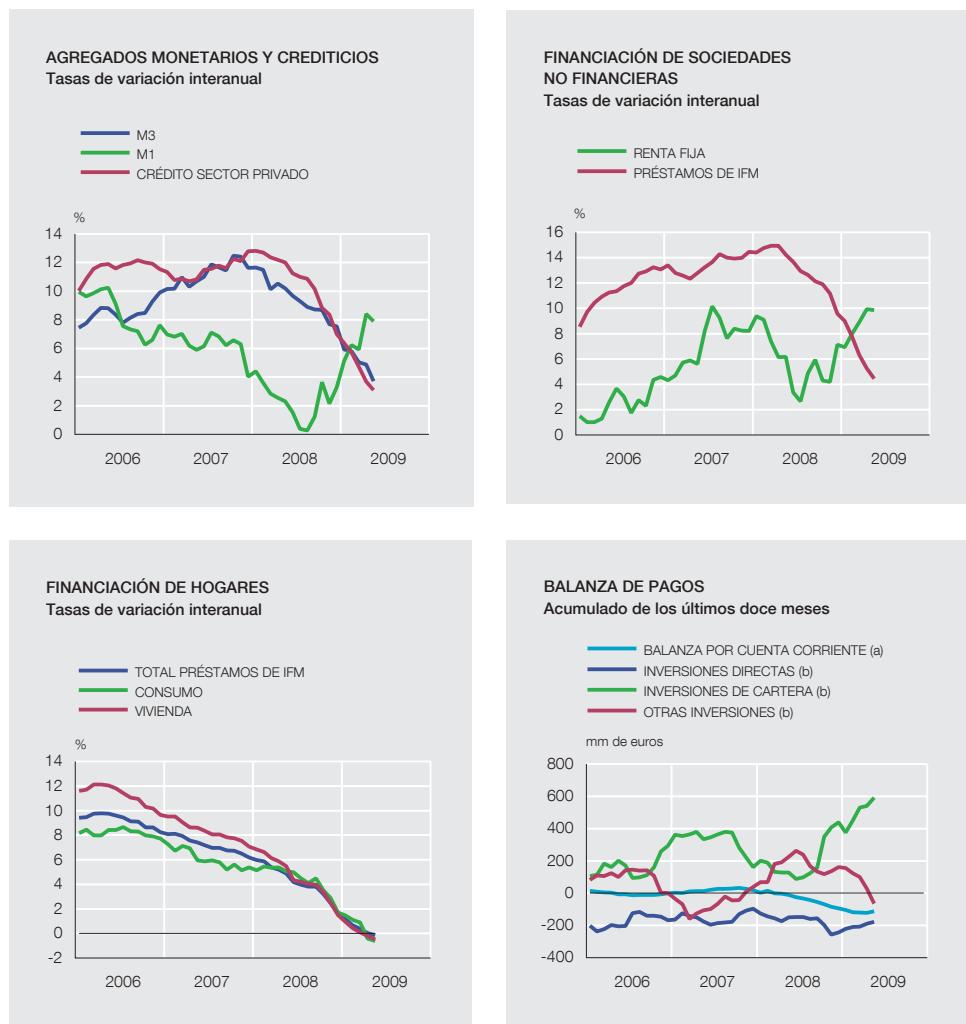
En los próximos meses, como resultado principalmente de los efectos base en los precios de la energía y de los alimentos, se espera que la inflación continúe registrando tasas negativas. Sin embargo, es previsible que este efecto base se vaya desvaneciendo a lo largo del segundo semestre de 2009 y se alcancen tasas de inflación positivas, pero moderadas, en los últimos meses del año, que se mantendrían a lo largo de 2010. Las expectativas de estabilización de la inflación en el entorno del 1% a lo largo del año próximo reflejan el elevado grado de holgura de la capacidad productiva que se está generando en la economía europea ante la debilidad de la demanda agregada.

Según la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y mayo de 2009, un déficit de 65 mm de euros (un 1,7% del PIB), 19 mm de euros más que el registrado en el mismo período del año anterior. Con la excepción de la balanza de rentas, cuyo déficit se redujo ligeramente, el resto de componentes registró un comportamiento menos favorable. Así, el saldo positivo de la balanza de bienes se tornó en déficit, como consecuencia de un deterioro de las exportaciones mayor que el de las importaciones, mientras que el superávit de la balanza de servicios se redujo y el déficit de la balanza de transferencias corrientes continuó aumentando. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, entre enero y mayo, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 37 mm de euros, mientras que, en forma de inversión de cartera, se registró una entrada neta de 224 mm de euros, el triple de lo acumulado en el cuatrimestre del año anterior. Por tanto, en estos primeros meses del año, la balanza básica, que aúna la balanza por cuenta corriente con estos dos tipos de inversiones, mostró un saldo positivo de 123 mm de euros, en contraposición al déficit de 78 mm de euros observado entre enero y mayo de 2008 (véase gráfico 11).

En los meses recientes varios países del área han comenzado a discutir los presupuestos para el próximo año, actualizando las estimaciones disponibles para 2009, así como las proyecciones presupuestarias a medio plazo. En general, estas nuevas cifras reflejan el impacto negativo que la crisis está teniendo sobre los ingresos públicos y, en concreto, sobre aquellos que provienen de la imposición a empresas, dada la fuerte contracción que están registrando sus beneficios. A su vez, el gasto público crece a ritmos elevados, impulsado por el dinamismo de los estabilizadores automáticos, como las prestaciones por desempleo, y por las medidas discrecionales que buscan revitalizar la actividad y contener la destrucción del empleo. Entre estas últimas, destacan las transferencias de renta asociadas a los esquemas de reducción de la jornada laboral vigentes en algunos países.

En concreto, para el año 2009, la Comisión Europea estima que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas se situará en el 5,3% del PIB, frente al 1,9% registrado el año anterior (véase cuadro 3). Casi dos tercios de este impulso fiscal, aproximado por la variación del déficit observado entre ambos años, estarían justificados por la activación de los estabilizadores automáticos, mientras que el tercio restante, 1,1 pp, iría asociado a las medidas discretionales de estímulo de la demanda acordadas en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica.

Por países, el Consejo Europeo aprobó el pasado abril los procedimientos de déficit excesivo para aquellos Estados —Francia, España, Irlanda y Grecia— cuyo déficit superó el valor de



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.

referencia del 3% del PIB en 2008, y, en junio, la Comisión Europea reinició el procedimiento de Malta, junto con el de otros países de la UE. Este grupo de países podría ampliarse notablemente en los próximos meses, ya que, de acuerdo con las últimas previsiones de la Comisión que se recogen en el cuadro 3, prácticamente todos los Estados de la zona del euro alcanzarán en 2009 un déficit presupuestario superior al límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Por su parte, la deuda pública podría aproximarse al 80% del PIB en 2009, como consecuencia de los elevados déficits presupuestarios y de las medidas de ayuda al sistema financiero establecidas por los gobiernos. Este aumento de la deuda plantea un reto importante para los países del área del euro en los próximos años, que se añade al que generarán los costes asociados al envejecimiento de la población. Así, según las estimaciones más recientes realizadas por la Comisión Europea, se prevé que el gasto público derivado de la inversión de la pirámide de edad aumente por término medio en un 5,2% del PIB del área de aquí a 2060, debido principalmente a los gastos en pensiones, en asistencia sanitaria y en cuidados de larga duración. En este contexto, es necesario que los países consigan diseñar una estrategia de consolidación fiscal creíble, sin prescindir de manera prematura de las medidas de estímu-

	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.

lo fiscal que pueden contribuir a la reactivación económica. Ante los elevados niveles que está alcanzando la deuda, los países deberían establecer objetivos a medio plazo más ambiciosos que en el pasado y anunciar los compromisos necesarios para lograr su cumplimiento tan pronto como sea posible.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

Tras los episodios de tensión extrema de meses anteriores, los mercados financieros internacionales mostraron signos de estabilización en el segundo trimestre. Como se explica en el recuadro 3, las mejoras en los indicadores de tensión financiera han sido notables y bastante generalizadas por mercados, aunque todavía no se han alcanzado niveles que puedan ser calificados como de normalidad. La mayor confianza propició que se deshicieran las inversiones pasadas en valores refugio, en particular en deuda pública, y hubiera una mayor preferencia por activos de más riesgo. Estos movimientos presionaron al alza el rendimiento de los bonos soberanos, al tiempo que las cotizaciones bursátiles experimentaron una notable revalorización y las primas de riesgo en los mercados de renta fija y, particularmente, en el interbancario se contrajeron. Por su parte, aunque el coste del crédito siguió descendiendo como reflejo del proceso de transmisión de una política monetaria más expansiva, la financiación al sector privado prolongó su acusada desaceleración, solo compensada en parte por una cierta reactivación de las emisiones de bonos de empresas no financieras.

La estabilización de los mercados financieros ha estado impulsada tanto por la acción de los gobiernos como por la actuación de las autoridades monetarias. Los gobiernos de la zona del euro siguieron desarrollando sus planes de apoyo y de reestructuración del sector financiero. Así, de acuerdo con las últimas cifras de la Comisión Europea, la ayuda efectiva desde junio de 2008 hasta abril de 2009 sería equivalente a casi un 12% del PIB del área del euro, lo que supone, aproximadamente, cerca de la mitad de la dotación máxima contemplada en los planes. En estos últimos meses, además de continuar con el desarrollo de los esquemas de avales bancarios y de recapitalización, se han comenzado a concretar también algunas propuestas para el saneamiento del activo de los bancos. Entre las iniciativas anunciadas, algunas todavía en trámite parlamentario, destacan la creación de una agencia pública en Irlanda (el NAMA), que comprará préstamos de promotores a los bancos irlandeses, y la modificación legislativa que permitirá a los bancos alemanes crear los denominados «bancos malos» para transferir activos ilíquidos y no estratégicos.

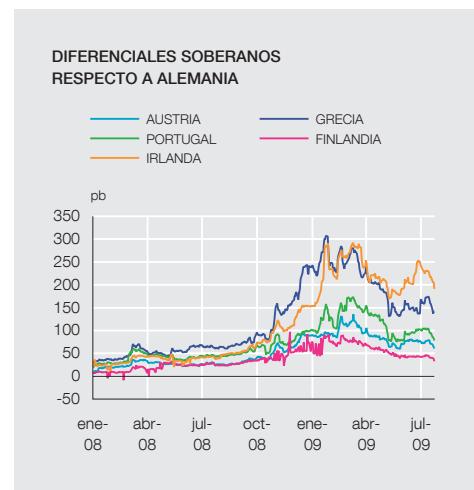
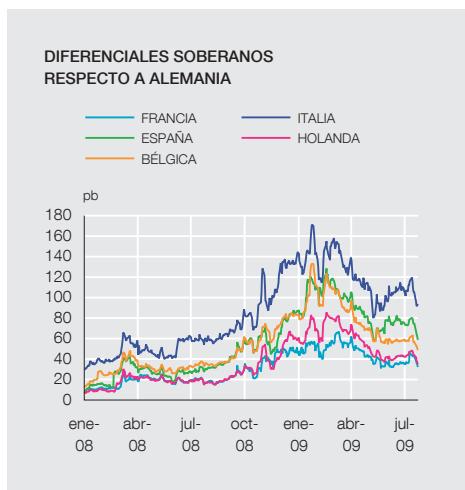
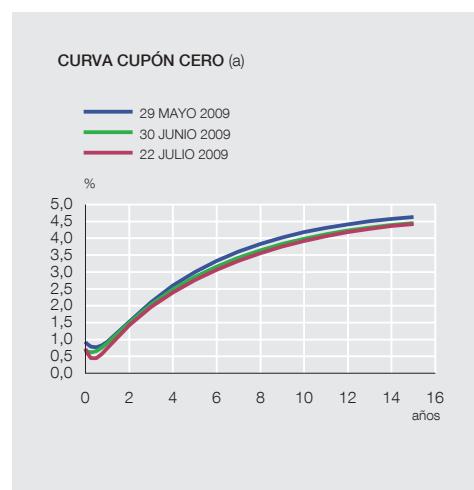
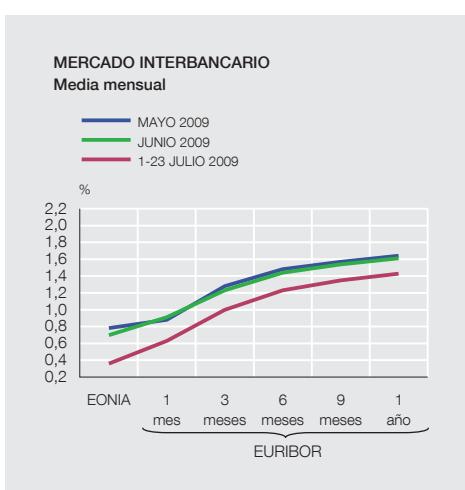
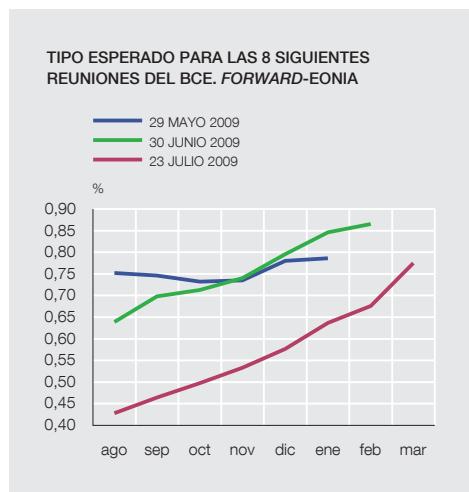
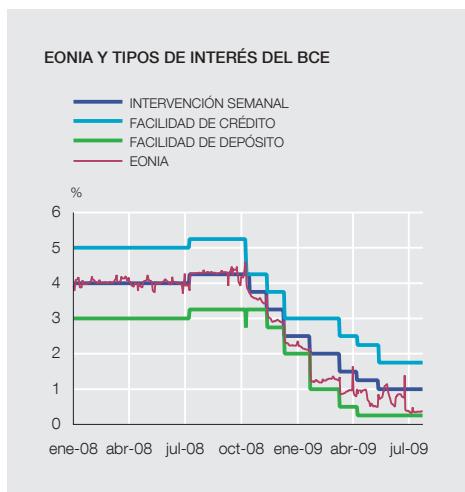
Por su parte, el BCE mantuvo una política de provisión de liquidez generosa, otorgando el total de la demanda de fondos en las operaciones de mercado abierto, e introdujo nuevas modificaciones en su marco operativo. Así, en primer lugar, estableció una operación de financiación a más largo plazo con vencimiento a un año, lo que supone duplicar el plazo máximo de seis meses vigente hasta entonces. En la primera subasta que se celebró el 24 de junio, el BCE prestó una cantidad récord de más de 440 mm de euros, que se tradujo en un fuerte incremento de la facilidad de depósito, remunerada al 0,25%. Además, en julio, el BCE puso en marcha un programa de adquisición de *covered bonds* emitidos en la zona del euro (cédulas hipotecarias en el mercado español). Esta iniciativa se anunció en mayo y tiene como objetivo mejorar la financiación de los bancos y, en última instancia, facilitar el crédito al resto de la economía. Se trata de compras en firme, tanto en el mercado primario como en el secundario, y el importe del programa, que se prolongará hasta junio de 2010, es por un máximo de 60 mm de euros. Finalmente, cabe destacar que el BCE extendió los acuerdos de divisas con la Reserva Federal y otros bancos centrales, prolongó la vigencia de la lista ampliada de activos de garantía admitidos hasta finales de 2010, e incluyó al Banco Europeo de Inversiones como entidad de contrapartida para las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

De igual forma, el Consejo de Gobierno del BCE relajó de nuevo el tono de su política monetaria, con una reducción de los tipos oficiales de 25 pb en el mes de mayo, con lo que el recorte acumulado desde octubre de 2008 alcanza los 325 pb. Así, el tipo de las operaciones principales de financiación se fijó en el 1%, mientras que los aplicados a las facilidades de depósito y de crédito se situaron en el 0,25% y el 1,75%, respectivamente (véase gráfico 12). Además, el Consejo de Gobierno reiteró en sus sucesivas intervenciones a lo largo del trimestre que las expectativas de inflación en el medio y largo plazo permanecen ancladas, en línea con el objetivo de tasas de inflación, por debajo, pero próximas, al 2%, remarcando que las tasas negativas que se observarán en los próximos meses reflejan en su mayor parte efectos base de naturaleza transitoria.

En este contexto, los tipos de interés interbancarios siguieron reduciéndose durante el segundo trimestre, debido, fundamentalmente, a la disminución de las primas de riesgo. El EURIBOR descendió en julio por debajo del 1% y el 1,4% para los vencimientos de tres meses y de un año, respectivamente, los niveles más bajos desde el comienzo de la unión monetaria (véase gráfico 13). La evolución de los tipos a corto siguió trasladándose al coste de la financiación bancaria. Las bajadas más acusadas se acumulan en los préstamos a tipo variable, que son los predominantes en la financiación a empresas, y también en los préstamos para vivienda de algunos países. En cambio, el tipo de interés del crédito al consumo siguió en niveles relativamente altos.

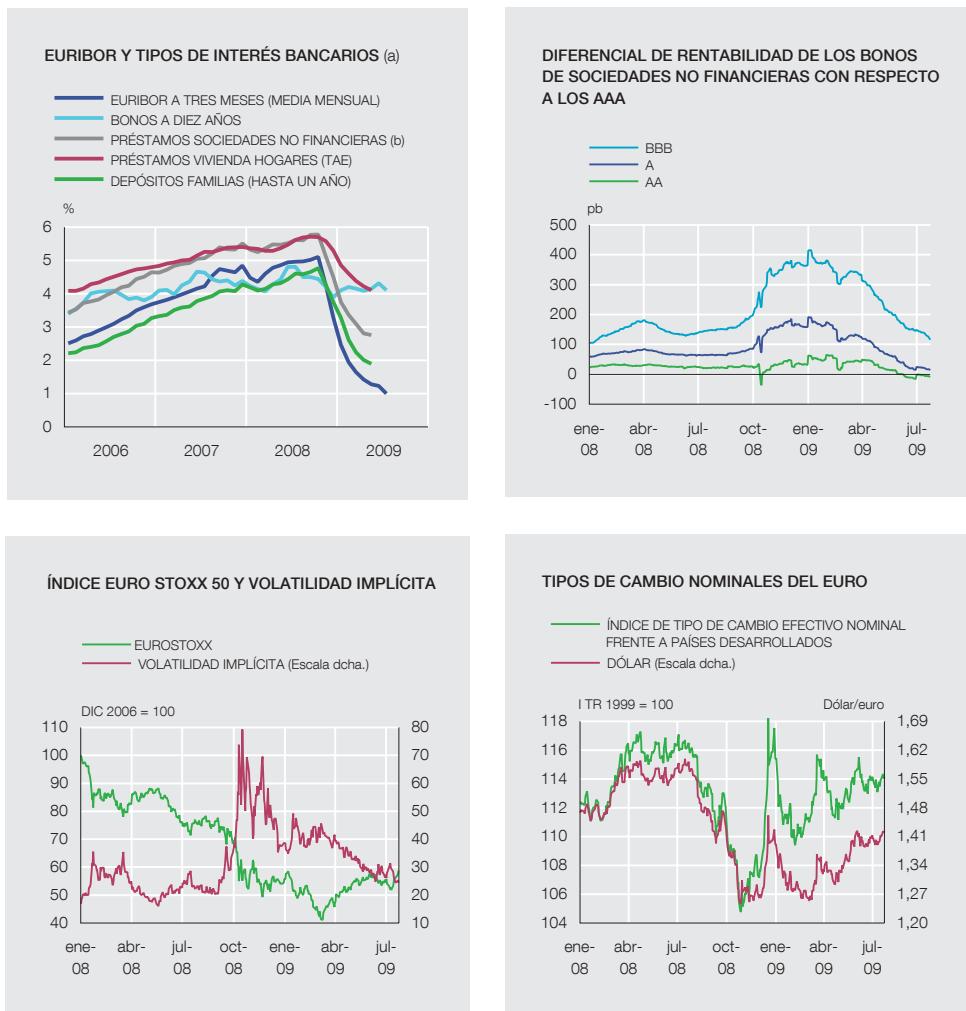
## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12



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.

A pesar del abaratamiento de la financiación, el predominio de unos criterios para la concesión de préstamos más estrictos, como se desprende de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de julio<sup>1</sup>, y la contracción de la demanda siguieron determinando una desaceleración acusada de los préstamos bancarios en la UEM. La tasa de crecimiento interanual de los concedidos a empresas se situó en mayo en el 4,4%, frente a más del 9% a finales de 2008, mientras que, en el caso de hogares, se registraron ligeras caídas en términos interanuales, tanto en la financiación de vivienda como en la de consumo (cifras que pueden estar algo sesgadas a la baja por procesos de venta de préstamos a través de titulizaciones). En el caso de las empresas, el menor ritmo de avance de los préstamos bancarios fue en parte compensado por un incremento sustancial de las emisiones de renta fija, particularmente de las de largo plazo, cuyo avance interanual se situó en mayo por encima del 16%.

En los mercados de deuda pública, los tipos de interés a largo plazo iniciaron un repunte en mayo que reflejaba, fundamentalmente, el impacto de la reversión de los desplazamientos hacia este activo refugio realizados durante los momentos de mayor inestabilidad financiera.

1. Para mayor detalle sobre los resultados de esta Encuesta, véase el artículo publicado en este Boletín.

Esta tendencia se invirtió a mediados de junio, con lo que los tipos a largo se situaron en el 4,2%, en el promedio de abril a junio, nivel muy similar al del trimestre anterior. En Estados Unidos, a pesar de las compras de deuda pública por parte de la Reserva Federal, el mayor apetito por el riesgo tuvo un impacto al alza sobre los tipos de la deuda más importante. La rentabilidad de los bonos soberanos americanos se situó en el 3,3% en media del segundo trimestre, lo que supuso un estrechamiento de su diferencial con el de la zona del euro. Por su parte, la disminución de las primas de riesgo a partir de marzo, que presionó a la baja los tipos a largo en la UEM, se reflejó en una caída de los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana de los distintos países de la UEM con respecto a la referencia alemana. No obstante, este descenso se detuvo en mayo y las primas de riesgo se mantienen en niveles altos y con una gran disparidad por países.

La mejora de la confianza también se manifestó en una contracción de las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada, tanto para empresas financieras como para las no financieras, y de forma más acusada en los valores de peor calidad crediticia. Asimismo, los diferenciales de riesgo en el mercado de *covered bonds* se redujeron apreciablemente tras el anuncio del programa de compras del BCE.

Los signos de estabilización se percibieron más claramente en los mercados de renta variable internacionales, donde las cotizaciones iniciaron en marzo una trayectoria alcista generalizada, más pronunciada en las acciones de bancos, que ha supuesto, en el caso del índice EURO STOXX 50, una revalorización próxima al 25%, compensando los descensos de los dos primeros meses del año. Además, la menor incertidumbre contribuyó a que la reducción de la volatilidad del primer trimestre del año se intensificara a partir de marzo, aunque todavía permanece en niveles altos desde un punto de vista histórico (véase gráfico 13).

En los mercados de divisas, el euro registró, desde finales de marzo, una apreciación frente al dólar de un 7,2%, hasta estabilizarse, a fecha de cierre de este Boletín, en el entorno de los 1,40 \$/€ (véase gráfico 13). En cambio, en términos efectivos nominales, el euro se ha mantenido relativamente estable a lo largo del segundo trimestre, ya que la apreciación con respecto al dólar se ha compensado con la depreciación con respecto a otras monedas, como la libra esterlina.

Finalmente, el agregado monetario amplio M3 siguió reduciendo su ritmo de crecimiento, que se situó por debajo del 4% interanual en mayo. Los menores tipos de interés y la mayor pendiente de la curva de rendimientos determinaron desplazamientos de inversión fuera de M3 en busca de una mayor rentabilidad, lo que se reflejó en amortizaciones de depósitos a plazo y de valores negociables. Al mismo tiempo, la caída del coste de oportunidad apoyó también la sustitución de activos dentro de M3 hacia M1 —efectivo y depósitos—.

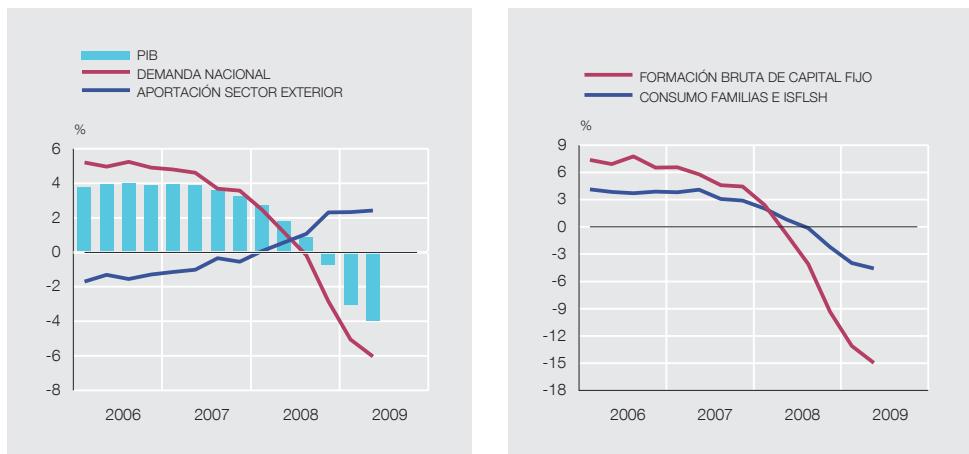
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el primer trimestre de 2009 se intensificó el ritmo de contracción de la actividad económica española, al registrar el PIB real una caída del 3%, frente a la disminución del 0,7% en el último trimestre de 2008. La tasa intertrimestral fue negativa por tercer trimestre consecutivo y alcanzó el -1,9%, descenso que superó en nueve décimas al de los tres meses previos. El retroceso de la actividad económica reflejó la intensa contracción de la demanda nacional, que disminuyó un 5% interanual. Por su parte, la demanda exterior neta mantuvo su contribución positiva al crecimiento del producto en 2,3 pp, en un contexto en que tanto las importaciones como las exportaciones de bienes y servicios experimentaron un notable recorte. Por el lado de la oferta, todas las ramas presentaron caídas en su valor añadido, incluida la de los servicios de mercado. En consonancia con esta evolución de la actividad, se intensificó la destrucción de empleo, que, de acuerdo con la CNTR, registró una variación interanual del -6%, dando lugar a un aumento del ritmo de avance de la productividad, hasta el 3,1%.

La información disponible apunta a que en el segundo trimestre de 2009 siguió prolongándose la contracción de la economía española, aunque a un ritmo más moderado, en un entorno caracterizado por una cierta normalización de los mercados financieros y unas perspectivas macroeconómicas a nivel internacional ligeramente menos desfavorables. En concreto, se estima que la variación interanual del PIB en el segundo trimestre de 2009 fue del -4%, caída que superaría en 1 pp a la observada en el primer trimestre (véase gráfico 14). En términos intertrimestrales, el producto habría experimentado un retroceso del 0,9%, frente al -1,9% del primer trimestre. Esta evolución estaría reflejando la contracción de la demanda nacional, que habría caído un 6% respecto al mismo trimestre del año anterior, en tanto que se estima que la contribución del sector exterior al crecimiento del producto habría aumentado ligeramente, hasta 2,4 pp, aunque las intensas variaciones del comercio mundial, con una abrupta caída en los trimestres anteriores y un mejor comportamiento más recientemente, siguen dificultando enormemente esa estimación.

También por el lado de la oferta, los indicadores más recientes señalan una cierta ralentización del ritmo de descenso de la actividad y del ajuste del mercado laboral. Las estimaciones apuntan a que el empleo podría caer un 6,8% en términos interanuales, mientras que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo —provocado, fundamentalmente, por la sustancial destrucción de empleo— se estabilizaría a un nivel elevado, tras el intenso repunte observado desde comienzos de 2008. La remuneración por asalariado continuó creciendo a un ritmo muy superior al de la inflación, mientras que la tasa de variación de los costes laborales unitarios apenas disminuyó. Finalmente, la tasa de variación interanual del IPC se redujo sustancialmente en el período comprendido entre abril y junio, hasta alcanzar en este último mes un valor del -1%, lo que permitió que el diferencial de inflación con el conjunto del área del euro volviera a disminuir, hasta situarse en -0,9 pp al final del primer semestre, su nivel mínimo desde el inicio de la Unión Monetaria.

### 4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2009, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH prolongó el perfil de debilidad observado en los trimestres precedentes (véase gráfico 14). Los diferentes indicadores siguieron mostrando fuertes caídas, aunque de menor intensidad que en los primeros meses del año (véase gráfico 15). Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores se ha ido recuperando parcialmente en los últimos meses, tras alcanzar en febrero un mínimo histórico, mientras que la de los comerciantes minoristas también mejoró.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

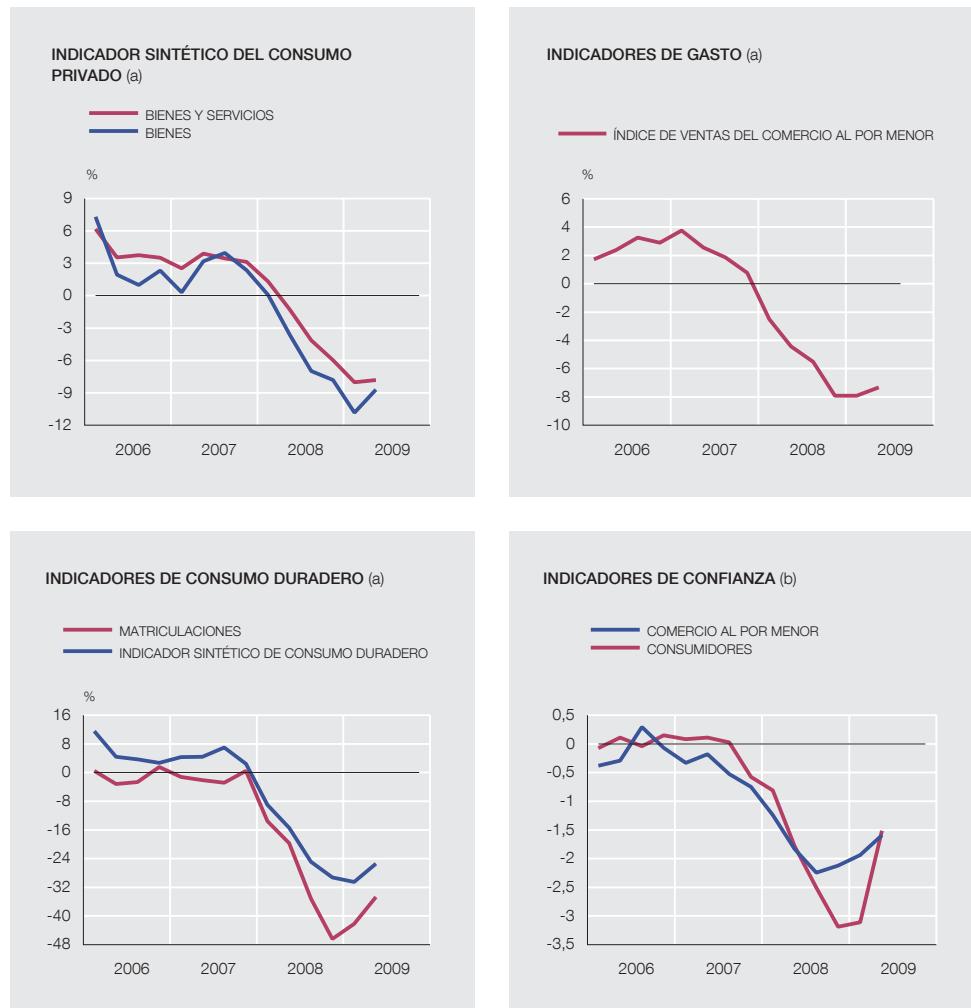
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

ró en el segundo trimestre. En cuanto a los indicadores cuantitativos, los datos de la Agencia Tributaria de grandes empresas, referidos a abril y mayo, presentaron, de nuevo, elevados descensos interanuales de las ventas interiores de bienes y servicios destinados al consumo. Por su parte, el índice del comercio al por menor desaceleró su ritmo de caída en el período de abril-mayo. Por último, cabe destacar el efecto positivo que el Plan 2000E tuvo sobre la compra de automóviles por particulares en junio: aunque las matriculaciones descendieron un 15,9% en dicho mes en términos interanuales, esta caída fue la más moderada desde mayo del año anterior.

La debilidad del gasto en consumo de los hogares obedece al notable deterioro del mercado laboral, al entorno de incertidumbre económica y al mantenimiento de condiciones de financiación restrictivas, aunque este último factor ha podido verse contrarrestado parcialmente por el descenso de los tipos de interés bancarios. La pérdida de empleos ha provocado un descenso de las rentas salariales de las familias, compensando la contribución positiva que los menores pagos de impuestos y las mayores prestaciones sociales recibidas han supuesto para la renta disponible de los hogares. Por su parte, la riqueza financiera se vio favorecida en el segundo trimestre por la recuperación experimentada por los índices bursátiles, hasta mostrar una revalorización respecto a los niveles de finales de 2008, aunque la riqueza inmobiliaria —que representa la parte fundamental del patrimonio de las familias— siguió viéndose afectada negativamente por la tendencia descendente del precio de la vivienda. De acuerdo con los datos más recientes de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la tasa de ahorro de los hogares volvió a aumentar en el primer trimestre de 2009, hasta alcanzar el 14,1% de la renta disponible en datos acumulados de cuatro trimestres, 1,1 pp por encima de la tasa registrada a finales de 2008 y 4 pp superior a la observada hace un año.

El consumo final de las AAPP siguió mostrando un fuerte avance en el segundo trimestre, 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 el segundo trimestre de 2009 se intensificó el retroceso de la inversión en equipo, de acuerdo con la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). En este sentido, las disponibilidades de bienes de equipo y las matriculaciones de vehículos de carga han continuado



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

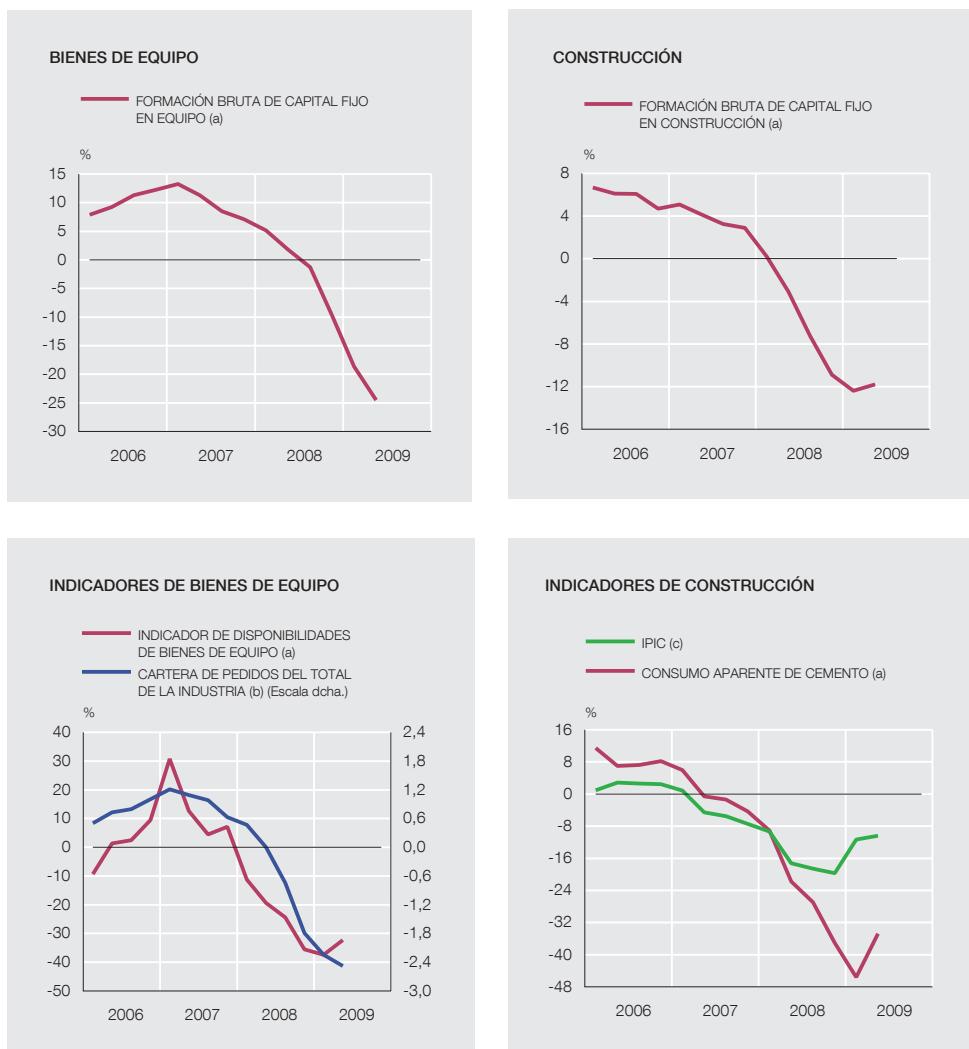
- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.  
 b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

registrando fuertes contracciones. La confianza de los empresarios, tanto en el conjunto de la industria como, en particular, en la de bienes de equipo, siguió en niveles muy reducidos, aunque repuntó ligeramente, en especial, en lo que se refiere al componente que capta las expectativas de producción futuras. La caída de la demanda nacional y exterior, las perspectivas inciertas sobre la recuperación económica y el mantenimiento de condiciones estrictas para la obtención de financiación bancaria continuaron 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. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la caída de la inversión empresarial dio lugar a un descenso de las necesidades de financiación del sector en el primer trimestre del año, hasta alcanzar el 6,4% del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (1,1 pp menos que en los tres meses finales de 2008). A esta evolución también contribuyó, aunque en menor medida, el ahorro de las sociedades, que aumentó impulsado por los menores pagos netos por intereses y por la reducción de los desembolsos impositivos.

En el segundo trimestre de 2009, la inversión en construcción moderó su ritmo de caída, aunque mantuvo tasas muy negativas (véase gráfico 16). Tanto los indicadores de empleo en

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 16



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

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

el sector (afiliados a la Seguridad Social y paro registrado), como los relativos a los consumos intermedios —consumo aparente de cemento y producción interior de materiales de la construcción— presentaron en el segundo trimestre de 2009 ritmos de descenso menos acusados que los que venían exhibiendo en los meses anteriores. Adicionalmente, los indicadores cualitativos de los empresarios del sector de la construcción mostraron una cierta mejora de la confianza de estos agentes.

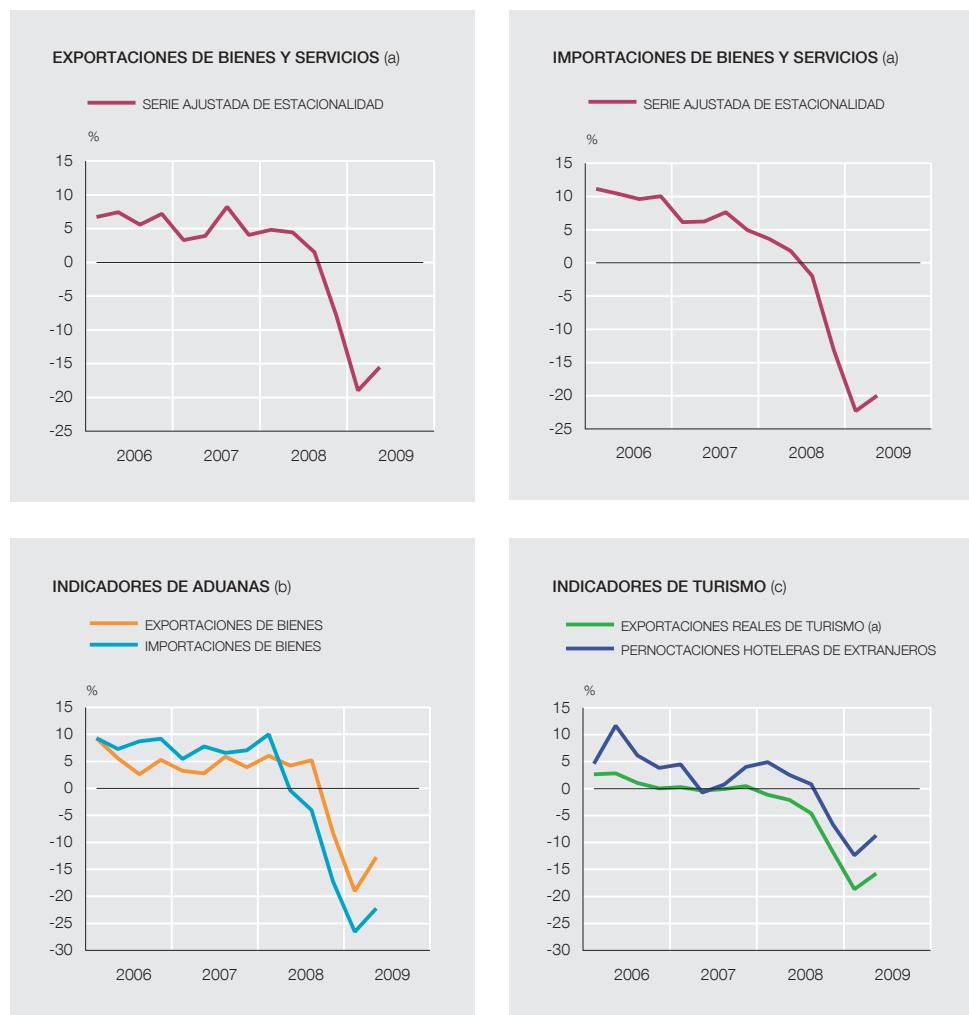
Esta evolución del conjunto de la inversión en construcción en el segundo trimestre de 2009 fue reflejo de un comportamiento dispar por componentes, de forma que la intensificación del retroceso de la inversión residencial se vio compensada por el repunte de la inversión en obra civil. En concreto, se estima que el ajuste de la inversión residencial se habría agudizado durante el segundo trimestre del año, como consecuencia del significativo descenso en las iniciaciones de viviendas en los trimestres anteriores, así como, posiblemente, de la dilación en los plazos de ejecución de las obras emprendidas previamente. Esta evolución refleja el com-

portamiento de la vivienda iniciada libre, ya que la cifra de viviendas protegidas comenzadas ha tendido a aumentar, de modo que suponen en la actualidad cerca de la mitad del total de iniciaciones. Por el lado de la demanda de viviendas, en meses recientes se ha apreciado un cierto freno en el ritmo de deterioro de las compraventas, de acuerdo con las transacciones y con el número de hipotecas concedidas. Al igual que en trimestres anteriores, la demanda de vivienda se está viendo desanimada por el mantenimiento de condiciones estrictas para la oferta de financiación, las expectativas de caída de precios y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la renta de las familias, aunque, al mismo tiempo, los descensos de los precios y de los tipos de interés han mejorado los indicadores de accesibilidad a la adquisición de una vivienda. Por su parte, la edificación no residencial mantuvo una tónica contractiva, según los datos de visados de obra nueva. Finalmente, se apreció un repunte significativo de la obra civil, debido al incremento de las obras ferroviarias —según se desprende de las licitaciones realizadas en 2008— y de la inversión de las administraciones municipales ligada al Fondo Estatal de Inversión Local.

La última información disponible para el segundo trimestre —todavía incompleta— apunta a que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB podría ser ligeramente superior a la observada en el trimestre precedente, prolongando la tónica positiva que mantiene desde principios del ejercicio anterior. Esta evolución es el resultado de los notables retrocesos interanuales tanto de las importaciones como de las exportaciones, aunque, en comparación con el primer trimestre, habrían sido algo menos intensos (véase gráfico 17). El descenso de las compras al exterior estuvo en consonancia con la trayectoria desfavorable que mostraron el consumo, la inversión en equipo y las exportaciones, así como con el intenso ajuste de la producción industrial. Por su parte, las exportaciones continuaron mostrando elevados ritmos de retroceso en tasa interanual, en un entorno en el que persiste una notable debilidad en el comercio mundial, a pesar de la cierta recuperación que se observa en el período más reciente. En todo caso, debe destacarse que la reducción de los precios relativos en el primer semestre del año ha permitido un comportamiento más favorable de los índices de competitividad-precio frente a los países desarrollados.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes descendieron casi un 20% interanual en abril y mayo, caída muy similar a la observada en el primer trimestre del año. Por grupo de bienes, los retrocesos son generalizados y especialmente intensos en los productos intermedios, bienes de consumo duradero y bienes de equipo. Por áreas geográficas, la disminución fue igualmente pronunciada tanto en las ventas reales dirigidas a la UE como en las destinadas a terceros mercados. En cuanto a las exportaciones reales de servicios, la información de Balanza de Pagos, disponible hasta abril, apunta hacia una moderación del ritmo de caída de los servicios turísticos. En esta misma dirección, los indicadores reales de turismo, que incluyen las entradas de turistas en España y el número de sus pernoctaciones hoteleras, aminoraron sus descensos en el segundo trimestre, al igual que el gasto nominal de los visitantes extranjeros. Por el contrario, a tenor de la información de Balanza de Pagos, las exportaciones de servicios no turísticos podrían haber intensificado su deterioro en el segundo trimestre.

En la vertiente importadora, según los datos de Aduanas, las compras de bienes al exterior cayeron en torno al 24% interanual en el período abril-mayo, tasa algo inferior a la observada en el primer trimestre. Por grupos de productos, las mayores reducciones, cercanas al 30%, correspondieron a las compras de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos, mientras que las importaciones de alimentos —menos sensibles al ciclo— mantienen caídas más moderadas. Por último, las importaciones reales de servicios continuaron cayendo en el segundo trimestre con una intensidad similar a la del primero.



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.

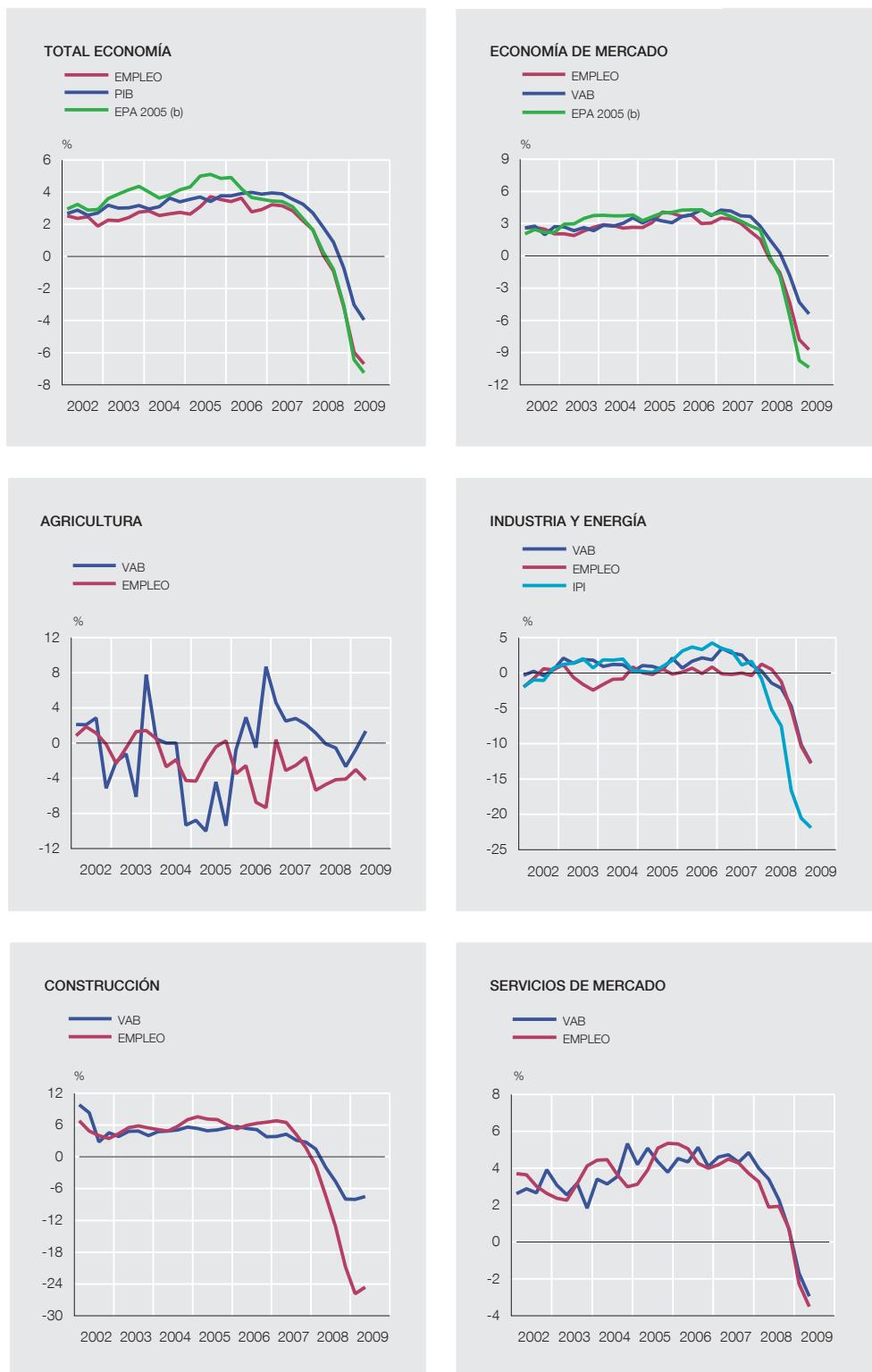
## 4.2 Producción y empleo

Durante el segundo trimestre, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado intensificó su ritmo de caída en términos interanuales. No obstante, como en el caso del PIB, la tasa de contracción intertrimestral fue menos pronunciada que la observada en los primeros meses de 2009. Este comportamiento se extendió a todas las ramas productivas, con la excepción de la actividad constructora, que se contrajo a un ritmo interanual menor, y de la rama de la agricultura, que registró tasas interanuales positivas en el período de abril-junio (véase gráfico 18).

Para el conjunto del segundo trimestre se espera un retroceso significativo, en términos interanuales, del valor añadido de la industria. El índice de producción industrial (IPI) se contrajo en el conjunto de los meses de abril y mayo a una tasa similar a la del primer trimestre del año. Por tipos de productos, los descensos fueron generalizados, revistiendo especial intensidad en las industrias productoras de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos. Los indicadores procedentes del mercado de trabajo, como el número de afiliados a la Seguridad Social, acentuaron sus caídas interanuales, si bien el ritmo de deterioro fue menor. Por su parte, los principales indicadores de opinión del sector, como el de los directores de com-

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

GRÁFICO 18



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

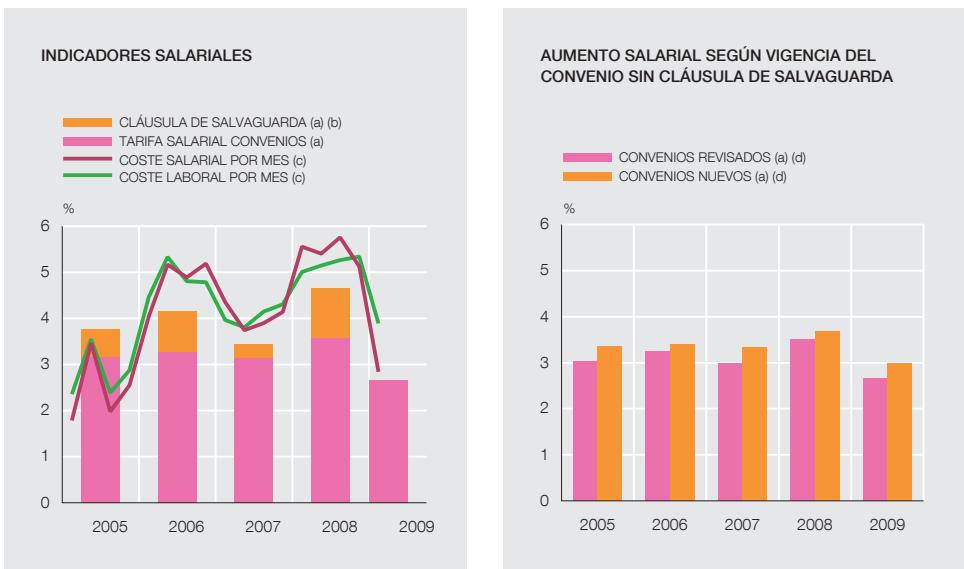
pras del sector manufacturero y el índice de clima industrial, mostraron leves signos de mejora, aunque permanecieron próximos a los mínimos alcanzados al inicio del año (que, a su vez, estaban cercanos a su menor valor histórico).

La actividad constructora registró un retroceso algo menor en el segundo trimestre del año, como refleja la información disponible de sus principales indicadores contemporáneos. Como se ha señalado anteriormente, cabe destacar que esta ligera moderación del comportamiento contractivo del sector estaría vinculada a la puesta en marcha de los proyectos incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local.

Por lo que se refiere al sector de servicios, la última información coyuntural disponible apunta a una caída durante el segundo trimestre de 2009 más acusada en términos interanuales que la del primer trimestre. La evolución de los distintos indicadores ha sido, en todo caso, dispar. Así, entre los indicadores cuantitativos, la cifra de negocios aminoró algo su ritmo de descenso en mayo. Por el contrario, las ventas de grandes empresas empeoraron levemente, en términos reales y corregidos de calendario, en relación con sus registros del trimestre previo, a la vez que los indicadores de empleo siguieron mostrando una notable debilidad. Por lo que respecta a los indicadores de opinión, la confianza de los servicios se mantuvo sin cambios en el bajo nivel que alcanzó el trimestre anterior, mientras que el índice de confianza del comercio al por menor y el indicador PMI mostraron signos de tenue mejoría. Por ramas, se produjo un empeoramiento generalizado, que se manifestó con mayor intensidad en el transporte y los servicios a empresas, mientras que el comercio cayó a un ritmo similar al del primer trimestre del año. Por último, los servicios de comunicación y de tecnologías de la información fueron los que registraron una menor debilidad.

Los indicadores disponibles sobre la evolución del mercado de trabajo señalan una ralentización en el ritmo de deterioro del mercado laboral en el segundo trimestre del año. En concreto, aunque la tasa interanual de variación del número de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en 0,8 pp adicionales, hasta el -6,7%, esa caída fue menos pronunciada que la de los dos trimestres pasados. Las variaciones mensuales, según las series corregidas de estacionalidad, fueron también inferiores a las observadas durante los últimos meses. Asimismo, el descenso interanual de la contratación registrada en el INEM fue menos acusado en el período de abril-mayo que en los tres primeros meses del año (-19,9% y -25,4%, respectivamente). Finalmente, la EPA del segundo trimestre indica una caída interanual del empleo del -7,2%, 0,8 pp por debajo del período anterior. La reducción del empleo habría afectado a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a la industria (-13,7%) y a la construcción (-24,6%), si bien, en este último caso, se moderó levemente el abultado ritmo de descenso interanual del empleo, probablemente reflejando las actividades relacionadas con el Plan de Inversión Local.

De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 6,6%, como al de no asalariados (-10,3%). La destrucción de empleo fue, como en el trimestre pasado, más acusada entre los trabajadores de nacionalidad extranjera (-9,2%), aunque el empleo entre el colectivo de nacionalidad española también se redujo con intensidad (-6,9%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales moderaron levemente su ritmo de caída interanual (-19,8%), aunque continuaron protagonizando la práctica totalidad del ajuste del mercado laboral, mientras que el empleo indefinido pasó a mostrar una variación interanual negativa (-1,1%). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 25,2%, siendo en torno a 4 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial aumentó levemente frente a la intensa reducción de la correspondiente de tiempo completo, volviendo a elevar, como en los últimos trimestres, la ratio de parcialidad hasta el 12,9%, frente al 12% de un año antes.



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

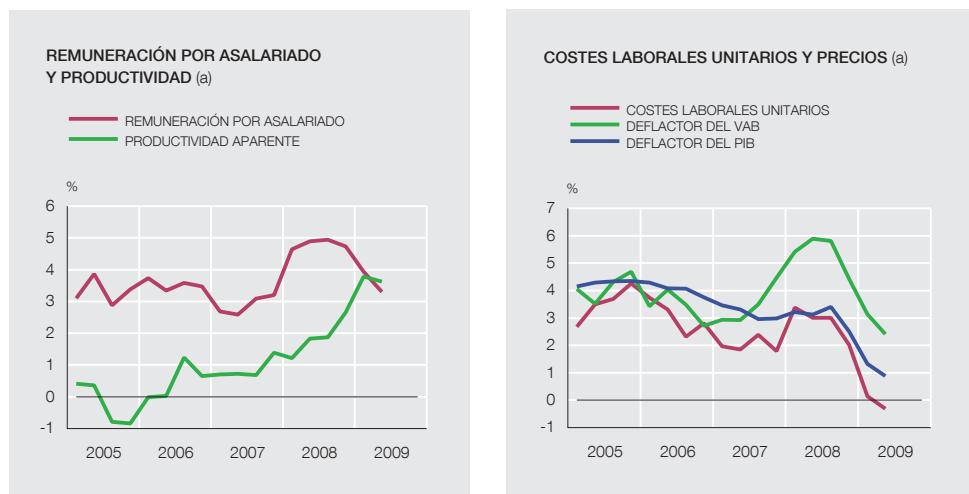
- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta junio de 2009.
- b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al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

La población activa intensificó la ralentización iniciada el trimestre pasado, hasta una tasa de avance interanual del 1,2%, casi un punto inferior a la registrada a principios de año. Esta moderación fue consecuencia de la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un 0,7% (0,3 pp menos que en el trimestre anterior) y de un crecimiento interanual de la tasa de actividad (0,3 pp) muy inferior al de los últimos trimestres. Atendiendo a la desagregación por sexos, la moderación se observó entre ambos colectivos, si bien la población activa femenina mantuvo un dinamismo aún elevado (3,4%), mientras que el colectivo masculino pasó a mostrar tasas levemente negativas (-0,4%). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera ralentizaron su ritmo de avance hasta el 5,3%, como consecuencia, principalmente, de las menores entradas de inmigrantes (4,2%, frente al 6,3% del trimestre pasado). Los activos de nacionalidad española moderaron también su crecimiento, hasta un avance interanual del 0,5% (1,3% en el primer trimestre).

Finalmente, el desempleo volvió a aumentar en el segundo trimestre del año, aunque a menor ritmo que en los últimos trimestres. En concreto, el número de desempleados se elevó en unas 126.000 personas en el trimestre, moderando la tasa de aumento interanual hasta el 73,7% como resultado de la pérdida de intensidad de la destrucción de empleo y la ralentización de la población activa. La tasa de paro, no obstante, volvió a elevarse, hasta situarse en el 17,9%, medio punto superior a la del trimestre anterior. El paro registrado del INEM aumentó en media del segundo trimestre un 52,9%, por encima del incremento del trimestre anterior, aunque en los últimos meses se observa una cierta ralentización en el aumento del número de parados registrados.

#### 4.3 Costes y precios

La información disponible sobre los convenios colectivos registrados hasta junio de 2009 recoge un aumento medio de las tarifas salariales del 2,7% en el primer semestre, frente al 3,6% pactado en 2008 —una vez que se incorpora la información recibida con posterioridad a diciembre de ese ejercicio— (véase gráfico 19). La cifra acordada afecta a unos siete millones y



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

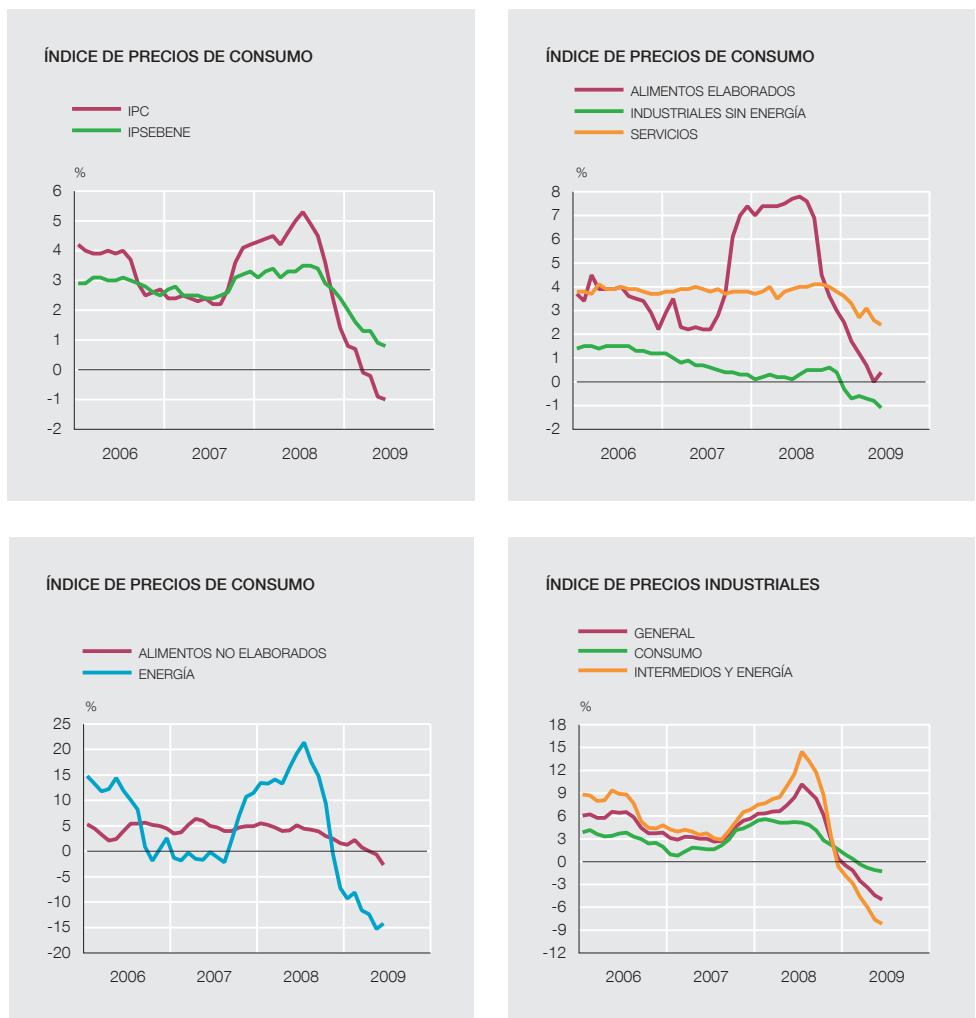
a. Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

medio de trabajadores (cerca de un 70% de los trabajadores implicados en 2008). 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 suelen activarse esas cláusulas.

Como reflejo de los menores salarios negociados y de la ausencia de pagos por desviaciones de la inflación, la Contabilidad Nacional Trimestral mostró en el primer trimestre del año una desaceleración de la remuneración por asalariado: en concreto, esta variable aumentó en el primer trimestre un 4% en tasa interanual en el total de la economía y un 3,9% en la economía de mercado, lo que representa recortes de 1,2 pp y 0,8 pp, respectivamente, en relación con el último trimestre de 2008. En el segundo trimestre del actual ejercicio se espera que el ritmo de avance de la remuneración por asalariado registre una pequeña ralentización adicional, aunque habría continuado expandiéndose a un ritmo sustancialmente superior al de los precios. Este crecimiento algo menor de los salarios nominales estimado para el segundo trimestre, junto con la estabilización del ritmo de avance de la productividad, conduciría a una leve desaceleración de los costes laborales unitarios (véase gráfico 20).

Para el segundo trimestre de 2009 se estima un menor crecimiento del componente interior de la inflación (medida por el deflactor del PIB) y una caída de los precios de las importaciones, afectados, entre otras razones, por la evolución del precio del petróleo. Ambos factores habrían contribuido a reducir significativamente la tasa de variación interanual del deflactor de la demanda final. Por componentes, se estima una intensificación de los descensos del deflactor de las exportaciones de bienes y una reducción del ritmo de crecimiento de los distintos componentes de la demanda nacional. Cabe destacar la caída intensa prevista en el deflactor de la inversión residencial —en línea con la evolución del precio de la vivienda— y la disminución del deflactor del consumo privado hasta alcanzar tasas negativas.

En efecto, los precios de consumo continuaron desacelerándose notablemente en el segundo trimestre. Así, la tasa de variación interanual del IPC, que comenzó a ser negativa en marzo, intensificó su descenso, hasta el -0,7% en el promedio del período de abril-junio y en el -1% en el último de estos meses (véase gráfico 21). El debilitamiento de las presiones inflacionistas fue común a todos los grupos de bienes. En junio, el retroceso fue especialmente intenso en

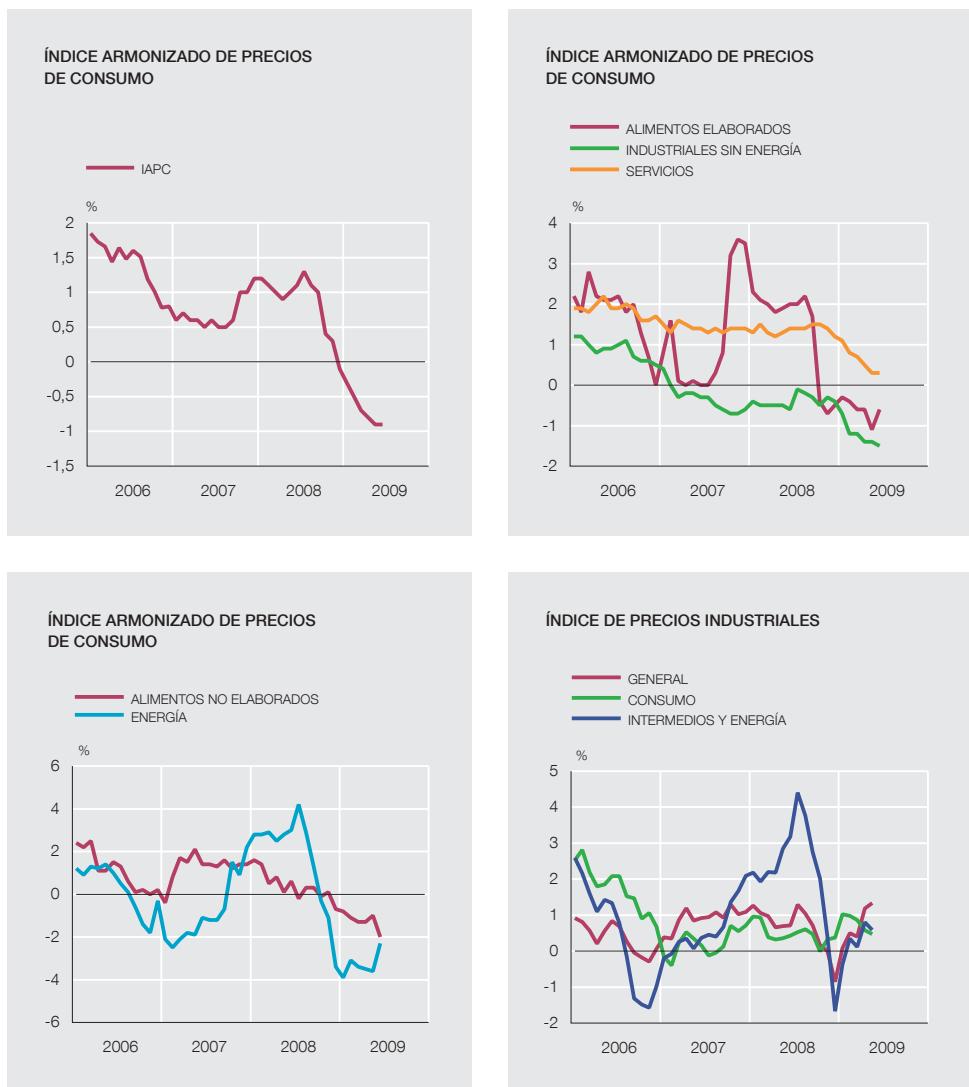


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

los precios de los bienes energéticos, que cayeron un 14,2%, disminución que supera en casi 3 pp a la observada al final del trimestre anterior. Ello fue consecuencia de los menores precios del petróleo en los mercados internacionales, aunque la depreciación del euro frente al dólar en términos interanuales continuó suavizando este impacto en los precios internos. También registraron tasas de variación negativas al final del trimestre los precios de los bienes industriales no energéticos y alimentos no elaborados (-1,1% y -2,7%, respectivamente), en tanto que los precios de los alimentos elaborados continuaron experimentando variaciones de signo positivo (0,4% en junio), pero notablemente inferiores a las del comienzo del año. Por último, los precios de los servicios, que históricamente se habían mostrado poco sensibles a la situación cíclica, se desaceleraron de forma significativa, hasta el 2,4% en junio. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— continuó la senda descendente iniciada a finales de 2008, cerrando el trimestre a una tasa interanual positiva del 0,8%, inferior en medio punto porcentual a la observada en marzo.

Los ajustes de precios en España están siendo más intensos que en la zona del euro, de modo que, desde diciembre de 2008, el diferencial de inflación —medido a través del índice



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

armonizado de precios de consumo (IAPC) — ha sido negativo por primera vez desde el inicio de la UEM y ha seguido ampliándose, hasta situarse en -0,9 pp en junio (véase gráfico 22). Todos los componentes registran ritmos de variación inferiores a los de la zona del euro, salvo el de servicios, si bien este diferencial también se ha reducido sustancialmente desde diciembre (en el recuadro 5 se comentan los últimos cambios normativos en relación con este sector). Dados estos desarrollos, la inflación subyacente en España ha sido inferior a la del conjunto del área por segundo trimestre consecutivo.

A lo largo del segundo trimestre, el ritmo de avance del índice de precios industriales continuó moderándose, hasta situarse en junio en el -5% (2,5 pp menos que en marzo). De este modo, ha seguido prolongándose la continuada tendencia desinflacionista que este indicador viene mostrando desde el verano de 2008. En el segundo trimestre, este comportamiento fue generalizado por grupos de productos, siendo especialmente acusada la ralentización de los precios de los bienes energéticos. Los restantes grupos de productos también registraron caídas de precios, con la excepción de los bienes de equipo. Hasta mayo, la tasa de avance

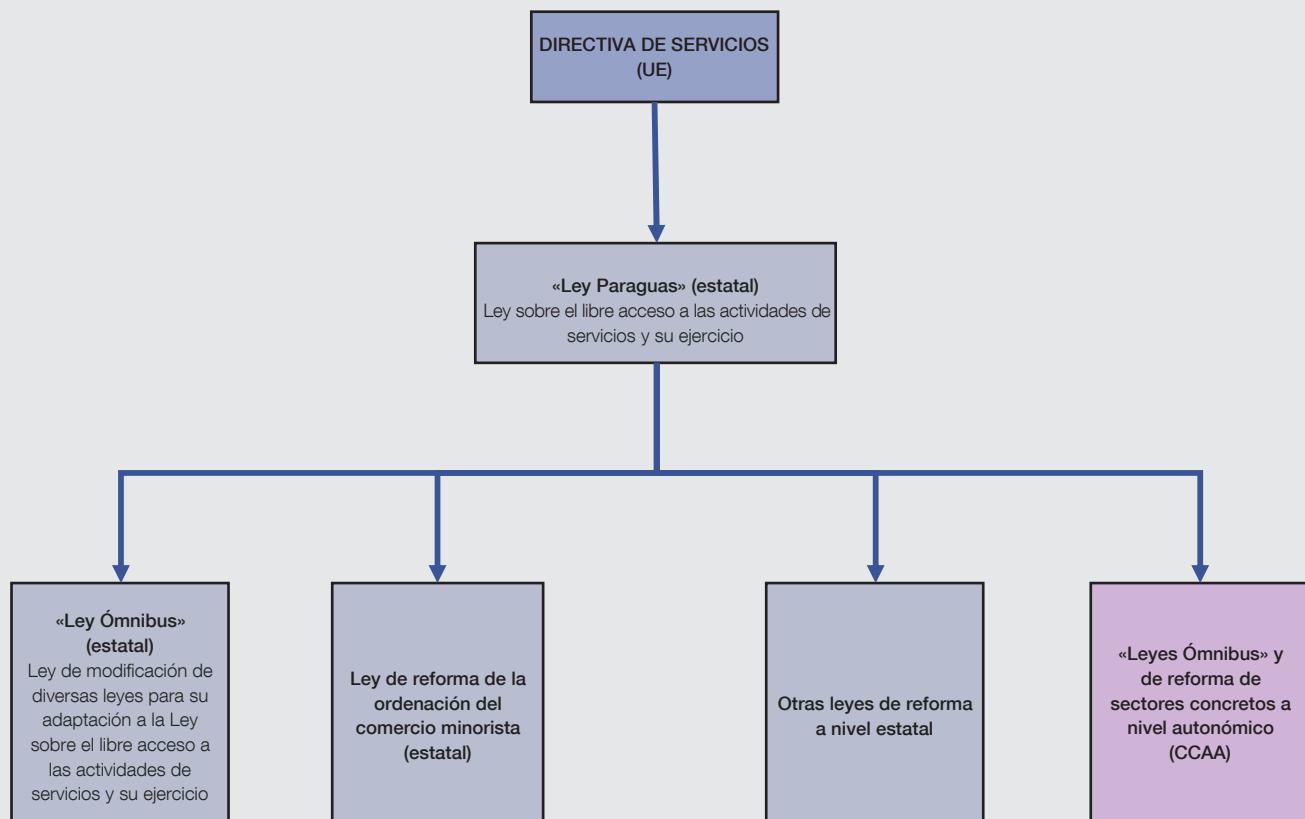
Como se recordará, el Parlamento y el Consejo Europeo aprobaron el 12 de diciembre de 2006 la Directiva 2006/123/CE, relativa a los servicios en el mercado interior, como respuesta a la preocupación de que una regulación excesiva de los mercados de servicios podría estar creando barreras a la entrada en los distintos sectores y, por tanto, podría estar reduciendo la competencia en las economías europeas. La Directiva<sup>1</sup> tiene como objetivos la liberalización de los servicios de mercado en la UE mediante la reducción de las cargas administrativas y la eliminación de requisitos a la entrada de nuevas empresas, en especial aquellos relacionados con restricciones al establecimiento de empresas por motivos de nacionalidad.

Una transposición adecuada de la Directiva de Servicios resulta muy importante para mejorar la competencia y la liberalización de sectores que representan un porcentaje muy elevado del valor añadido (44%) y del empleo (42%) de la economía española, aunque todavía inferior al observado en las economías más desarrolladas, y que engloba actividades especialmente dinámicas en términos, por ejemplo, de generación de empleo. Además, este sector ha representado el núcleo de las presiones inflacionistas de la economía española.

1. La Directiva tiene que ser «transpuesta» previamente al derecho nacional para que tenga efectos sobre las empresas y los consumidores, con una fecha límite que fue fijada en el 28 de diciembre de 2009.

El proceso de transposición de la Directiva en España resulta especialmente complejo dado que requiere la reforma tanto de normativa estatal como autonómica (véase esquema adjunto). El pasado 27 de marzo de 2009 el Consejo de Ministros aprobó el Proyecto de Ley sobre el libre acceso a las actividades de servicios y su ejercicio. Este Proyecto de Ley, conocido como «Ley Paraguas», incorpora los mandatos «genéricos» de liberalización de la Directiva, que sientan la base para las reformas más concretas a nivel sectorial. El contenido esencial de este Proyecto de Ley se puede resumir en tres elementos. En primer lugar, establece el principio general de libertad de establecimiento, que solo puede ser limitado por razones de «interés general» y con ello propone una revisión de todos los requisitos y autorizaciones en España para el establecimiento de nuevos competidores. En segundo lugar, efectúa una simplificación general de los procedimientos administrativos, apoyando, por ejemplo, el uso de medios electrónicos como forma de contacto con la Administración y el establecimiento de ventanillas únicas. En tercer lugar, impulsa la cooperación de las Administraciones tanto a nivel internacional como nacional para mejorar su relación con el sector servicios y comunicar de forma eficiente información sobre las excepciones al libre establecimiento de empresas.

Además de esta liberalización de carácter genérico, la transposición de la Directiva exige la reforma de la normativa específica de cada sector. Algunas reformas se tendrán que plasmar en modificaciones



FUENTE: Banco de España.

legislativas a nivel estatal y otras muchas por leyes a nivel autonómico en función del reparto competencial. El principal paquete de reformas a nivel estatal está contenido en la llamada «Ley Ómnibus», cuyo Proyecto de Ley, aprobado por el Consejo de Ministros el pasado 12 de junio, modifica 47 leyes vigentes de ámbitos tan dispares como la inscripción de patentes o la comercialización de los hidrocarburos.

El Proyecto de Ley «Ómnibus» introduce varias «medidas horizontales» que afectan a las empresas en todos los sectores y se relacionan de forma clara con los objetivos generales del Proyecto de Ley «Párragas». Así, entre otras iniciativas, se reforma la Ley Reguladora de las Bases del Régimen Local para que se introduzca la ventanilla única empresarial (virtual) y se posibilite el contacto electrónico con la administración local. En el mismo sentido se modifica la Ley de acceso electrónico de los ciudadanos a los Servicios Públicos. Por otro lado, se reforma la Ley 30/1992, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, para extender el silencio administrativo positivo. Asimismo, modifica la Ley sobre Colegios Profesionales y la Ley de Sociedades Profesionales, eliminando restricciones a la publicidad de los servicios profesionales, así como algunas de las limitaciones al ejercicio conjunto de varias profesiones existentes en la actualidad y los baremos orientativos de honorarios. Además, se establece que la cuota de colegiación no podrá superar los costes asociados a la tramitación de esa inscripción. Sin embargo, no se elimina, por el momento, la colegiación obligatoria ni los visados colegiales. Estos dos aspectos serán tratados más adelante mediante otra norma con rango de Ley una vez que sea aprobada la «Ley Ómnibus».

El Proyecto de Ley «Ómnibus» incluye también la supresión de 16 regímenes de autorización y la sustitución de 32 de estos regímenes por requisitos menos restrictivos, tales como «comunicaciones previas» de inicio de actividad o «declaraciones responsables». En estos casos, el control de la Administración sobre la actividad realizada deja de realizarse «ex ante» para producirse «ex post».

Debe subrayarse que la «Ley Ómnibus» no cubre la totalidad de las reformas de leyes estatales afectadas por la Directiva, dado que al-

gunas de estas requieren, por su especial complejidad, una reforma específica. Este es el caso de la regulación del comercio minorista, para la que el Consejo de Ministros aprobó otro Proyecto de Ley el pasado 10 de julio<sup>2</sup>. Este Proyecto de Ley, de acuerdo con la Directiva, excluye de entre los criterios por los que las Comunidades Autónomas (CCAA) pueden denegar la autorización de apertura de determinados formatos de distribución, los requisitos de naturaleza económica. Sin embargo, no elimina este régimen de autorización, que, de hecho, se ha venido haciendo más estricto en los últimos años<sup>3</sup>, y permite endurecerlo por «razones de interés general», sin que este concepto quede acotado.

En términos generales, los proyectos de ley mencionados contienen elementos que deberían facilitar el acceso a las actividades de servicios y la reducción de las cargas administrativas que soportan las empresas, en particular los relativos a la eliminación de la necesidad de autorización para el acceso a una actividad de servicios y su ejercicio y la supresión de los obstáculos que dificultan la libre circulación de los servicios por parte de los prestadores sin establecimiento en territorio español. No obstante, el éxito de la reforma, en términos de mayor liberalización de los servicios, dependerá de su adecuada aplicación a sectores clave, como los servicios profesionales o el comercio minorista, donde las barreras a la entrada existentes pueden estar resultando especialmente restrictivas de la competencia, y de una limitación estricta de las excepciones que permite la ley, para lo que es preciso que las CCAA y las Corporaciones Locales colaboren en sus áreas de responsabilidad. Respecto de esto último, el Proyecto de reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista puede no ser lo suficientemente estricto como para modificar de una manera determinante los actuales regímenes de autorización en el sector comercial aprobados por las CCAA y que han venido limitando la competencia.

2. Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista. 3. M. Ll. Matea, y J. S. Mora (2009), *La evolución de la regulación del comercio minorista en España y sus implicaciones macroeconómicas*, Documento de Trabajo n.º 0908, Banco de España.

de los precios industriales en el conjunto de la UEM también experimentó un recorte, de mayor intensidad que en el caso español, por lo que aumentó el diferencial positivo. Los índices de precios industriales de comercio exterior han intensificado su ritmo de caída tanto en la vertiente de las exportaciones como en la de las importaciones, evolución que ha venido muy determinada por la trayectoria de los componentes de bienes intermedios y energéticos.

#### 4.4 La actuación del Estado

En términos de caja, el déficit del Estado se amplió hasta 36.819 millones de euros en la primera mitad de 2009, frente al déficit de 2.065 millones de euros registrado en el mismo período del año 2008 (véase el cuadro 4). Este empeoramiento se produjo como consecuencia, por un lado, de la acusada caída —del 29,4%— experimentada por los ingresos impositivos, que refleja tanto la incidencia de la desaceleración de la economía sobre la recaudación como el impacto de las medidas aprobadas por el Gobierno (que afectan, principalmente, a las retenciones

	Liquidación						
	Liquidación 2008	Variación porcentual 2008 / 2007	Presupuesto initial 2009	Variación porcentual 2009 / 2008	Liquidación		
					2008 ENE-MAR	2009 ENE-MAR	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	129.335	-19,1	141.110	9,1	65.624	46.352	-29,4
Impuestos directos	74.096	-23,6	77.041	4,0	33.398	21.941	-34,3
IRPF	43.413	-10,7	43.167	-0,6	24.378	14.626	-40,0
Sociedades	27.301	-39,1	30.085	10,2	7.368	5.548	-24,7
Otros (a)	3.382	-4,2	3.789	12,0	1.651	1.767	7,0
Impuestos indirectos	39.229	-19,0	50.202	28,0	24.989	15.218	-39,1
IVA	24.923	-26,2	35.531	42,6	18.192	9.202	-49,4
Especiales	11.220	-2,2	11.253	0,3	5.243	4.655	-11,2
Otros (b)	3.086	-4,3	3.418	10,8	1.554	1.361	-12,4
Otros ingresos (c)	16.010	11,1	13.867	-13,4	7.237	9.194	27,0
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	148.082	6,0	157.904	6,6	67.689	83.171	22,9
Personal	25.266	6,7	26.848	6,3	12.801	13.196	4,7
Compras	4.553	2,2	3.502	-23,1	1.906	1.881	-1,3
Intereses	15.929	9,6	17.424	9,4	7.519	7.414	-1,4
Transferencias corrientes	82.755	6,5	85.754	3,6	38.111	46.309	21,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	3.251	—	—	—	—
Inversiones reales	10.656	5,4	10.408	-2,3	4.452	4.909	10,3
Transferencias de capital	8.923	-3,5	10.717	20,1	3.101	9.462	—
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-18.747	—	-16.794	—	-2.065	-36.819	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
IRPF	71.341	-1,8	77.444	8,6	36.220	29.276	-19,2
IVA	48.015	-14,0	53.323	11,1	29.011	18.632	-35,8
Impuestos especiales	19.570	-1,1	20.461	4,6	9.609	9.138	-4,9

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.

sobre el trabajo y al IVA), y, por otro lado, del vigoroso crecimiento de los gastos (22,9%) frente al mismo período del año precedente, impulsado por el impacto de las dotaciones al Fondo Estatal de Inversión Local. A la luz de la evolución observada de los ingresos y gastos y de las perspectivas para el segundo semestre, cabe esperar que, para el conjunto de 2009, se registren desviaciones significativas entre la recaudación realizada y la presupuestada. La ejecución presupuestaria de la Seguridad Social muestra también un empeoramiento, según se describe en el recuadro 6.

Para la descripción de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con esa información, los ingresos se redujeron en el segundo trimestre un 19,1% 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 a lo largo de esta primera mitad de 2009 (sin correspondencia en los mismos meses del año anterior) y que se compensará, en parte, durante la

El Sistema de la Seguridad Social presentó hasta mayo de 2009 un superávit no financiero de 10.420 millones de euros, inferior en un 19,7% al registrado en el mismo período del año precedente. Los ingresos no financieros se redujeron en un 1,1% hasta mayo respecto al mismo mes de 2008, mientras que el incremento registrado por los pagos ascendió a un 5,5% (véase cuadro adjunto).

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron una contracción hasta mayo del 2,4%, en claro contraste con el incremento del 7,8% que se había presupuestado para el conjunto de 2009. Este recorte guarda una relación directa con la negativa evolución del empleo, que se ha traducido en continuas caídas del número de afiliados a la Seguridad Social desde junio de 2008 y que se situó, en términos de los afiliados medios, en el -6,7% en el conjunto del segundo trimestre del año.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 6,8% hasta mayo, por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. En los seis primeros meses de 2009 el número de pensiones contributivas viene mostrando, sin embargo, ritmos de avance

(del 1,7%) superiores a los del año anterior (de un 1,4% para el conjunto de 2008). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se redujo en un 27,9% hasta mayo, lo que, de momento, también sitúa a este tipo de gasto por debajo de la previsión presupuestaria para 2009.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el saldo deficitario se disparó de manera notable, llegando a los 2.816 millones de euros hasta mayo de 2009, frente al déficit de 41 millones de euros para el mismo período del año anterior. A pesar de que los ingresos aumentaron en un 27,1%, los gastos lo hicieron en un 56,9%, debido a la negativa evolución del mercado de trabajo. Así pues, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada aceleración en lo que va de año, registrando un incremento del 68,5% en tasa interanual hasta junio de 2009. La tasa de cobertura en ese mismo mes se situó en el 73,6%, alrededor de un punto y medio por encima de la registrada en el mismo mes de 2008. El número de beneficiarios aumentó, con datos hasta abril, un 66,7% frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 55,4% en tasa interanual hasta junio.

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

#### Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

me y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-MAY		
	2008	2009	% variación	2008	2009	% variación
	1	2	3 = 2 / 1	5	6	7 = 6 / 5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	114.113	123.726	8,4	50.066	49.534	-1,1
1.1 Cotizaciones sociales	105.107	113.324	7,8	45.379	44.269	-2,4
1.2 Transferencias corrientes	6.796	7.439	9,5	3.419	3.810	11,4
1.3 Otros	2.209	2.963	34,1	1.267	1.455	14,8
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	106.080	114.476	7,9	37.089	39.114	5,5
2.1 Personal	2.390	2.453	2,7	901	946	5,0
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.996	1.995	-0,1	686	608	-11,3
2.3 Transferencias corrientes	101.095	109.465	8,3	35.400	37.305	5,4
<i>Pensiones contributivas</i>	86.041	93.339	8,5	29.872	31.901	6,8
<i>Incapacidad temporal</i>	7.716	8.144	5,6	2.724	1.964	-27,9
<i>Resto</i>	7.339	7.982	8,8	2.804	3.440	22,7
2.4 Otros	599	563	-6,0	102	254	148,7
<b>3 SALDO NO FINANCIERO</b>	8.033	9.250	15,2	12.977	10.420	-19,7

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo e Inmigración, y Banco de España.

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

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

segunda mitad del año, así como por la repercusión de la reducción en dos puntos en el tipo de retención por gastos hipotecarios para rentas menores de 30.000 euros introducida este 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 45,1%. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la caída del IVA, con una tasa del -35,8% con respecto al segundo 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 aumento de las devoluciones mensuales debido a la nueva regulación. Los impuestos especiales, por su parte, mostraron una reducción del 4,9%, que vendría explicada fundamentalmente por la caída experimentada por el impuesto sobre hidrocarburos, que seguiría acusando la incidencia sobre el transporte de la baja actividad y el desplome del mercado del automóvil. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos del Estado, registraron un crecimiento elevado, debido, principalmente, al capítulo de tasas, precios públicos y otros ingresos, especialmente los relativos a recargos e intereses de demora.

Los pagos de caja del Estado registraron un aumento del 22,9%, 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 continuaron registrando 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 han sufrido una considerable aceleración a lo largo del segundo trimestre. Asimismo, destaca el elevado aumento de las transferencias de capital, debido a las dirigidas a las corporaciones locales para dotar el Fondo Estatal para la Inversión Local.

#### **4.5 La balanza de pagos**

En el primer cuatrimestre de 2009, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 23.889 millones de euros, un 39% inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 5). El descenso de este desequilibrio se explica, fundamentalmente, por el menor déficit comercial y, en mucha menor medida, por la mejoría de los saldos de transferencias corrientes y de servicios, mientras que se produjo una ampliación del déficit de rentas.

En el período de enero-abril de 2009, el déficit de la balanza comercial se redujo un 51% en términos interanuales, hasta alcanzar la cifra de 16.058 millones de euros, lo que supone una sustancial intensificación de su ritmo de ajuste. Las exportaciones y, en mayor medida, las importaciones agudizaron su caída, en un contexto de mejora de la relación real de intercambio. La mejora del déficit comercial reflejó tanto la menor factura energética, derivada del descenso de las importaciones netas reales de productos energéticos y de la pronunciada caída de los precios del crudo, como la disminución del saldo negativo del comercio no energético.

En cuanto a la balanza de servicios, en los cuatro primeros meses de 2009 arrojó un superávit de 5.479 millones de euros, un 7% más que en el mismo período de 2008. Esta ampliación se explica por la fuerte reducción del déficit de los servicios no turísticos (un 67%), que contrarrestó el deterioro del superávit de turismo, que disminuyó un 8%, situándose en 5.911 millones de euros. Los ingresos turísticos nominales cayeron un 11,7% en el conjunto del cuatrimestre. En cuanto al resto de servicios, en el primer cuatrimestre disminuyeron tanto los ingresos como, en especial, los pagos (un 5,7% y un 10%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas se incrementó un 21% en el primer cuatrimestre de 2009, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes disminuyó un 12,5%,

		Millones de euros		TASA DE VARIACIÓN 2009 / 2008 (b)
		ENERO-ABRIL		
		2008	2009	
INGRESOS	Cuenta corriente	120.325	99.649	-17,2
	<i>Mercancías</i>	67.424	51.982	-22,9
	<i>Servicios</i>	28.075	25.825	-8,0
	— Turismo	10.785	9.524	-11,7
	— Otros servicios	17.290	16.301	-5,7
	<i>Rentas</i>	19.979	17.299	-13,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	4.846	4.543	-6,3
	Cuenta de capital	2.919	2.346	-19,6
	Cuentas corriente + capital	123.244	101.995	-17,2
PAGOS	Cuenta corriente	161.776	125.402	-22,5
	<i>Mercancías</i>	100.004	68.040	-32,0
	<i>Servicios</i>	22.957	20.346	-11,4
	— Turismo	4.368	3.613	-17,3
	— Otros servicios	18.589	16.733	-10,0
	<i>Rentas</i>	28.632	27.804	-2,9
	<i>Transferencias corrientes</i>	10.184	9.211	-9,6
	Cuenta de capital	421	482	14,4
	Cuentas corriente + capital	162.198	125.884	-22,4
SALDOS	Cuenta corriente	-41.452	-25.753	15.699
	<i>Mercancías</i>	-32.580	-16.058	16.522
	<i>Servicios</i>	5.119	5.479	360
	— Turismo	6.417	5.911	-507
	— Otros servicios	-1.299	-432	867
	<i>Rentas</i>	-8.652	-10.505	-1.853
	<i>Transferencias corrientes</i>	-5.338	-4.667	671
	Cuenta de capital	2.498	1.864	-634
	Cuentas corriente + capital	-38.954	-23.889	15.065

FUENTE: Banco de España.

- a. Datos provisionales.  
 b. Variaciones absolutas para los saldos.

en un contexto en que las remesas enviadas al exterior experimentaron un descenso más pronunciado que las recibidas. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital disminuyó en los cuatro primeros meses de 2009 un 25% respecto al mismo período del año anterior, hasta 1.864 millones de euros, reflejando el descenso de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de fondos comunitarios.

### 5.1 Rasgos más destacados

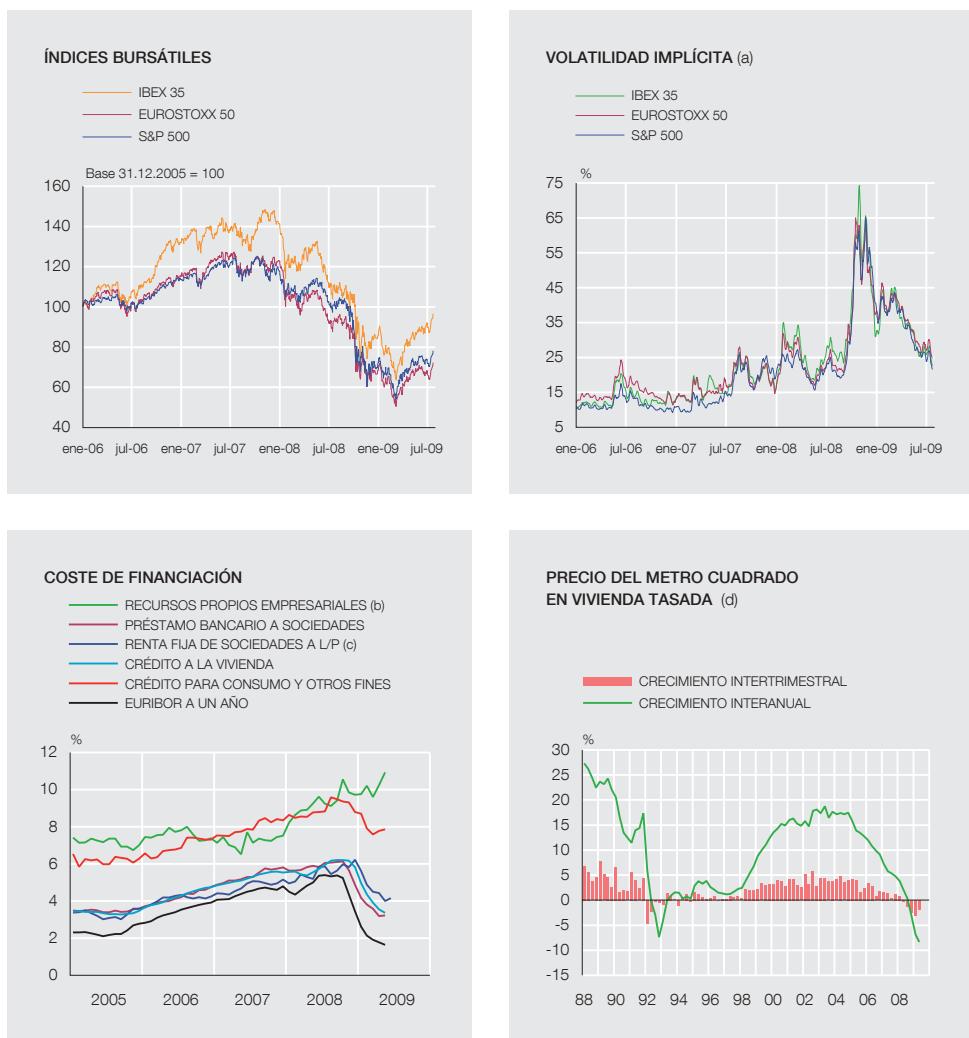
Durante el segundo trimestre de 2009 se observó una pauta de cierta normalización en los mercados financieros nacionales e internacionales. En las bolsas, los índices se revalorizaron y continuó descendiendo su volatilidad, que ha vuelto a los niveles previos al agravamiento de la crisis producido en torno a la quiebra de Lehman Brothers. En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 32,7% por encima del nivel alcanzado al final del primer trimestre, una subida superior a la del EUROSTOXX 50 de las empresas europeas (24,8%) y del S&P 500 de las compañías estadounidenses (22,4%). Estos ascensos permitieron que el índice español acumulase unas ganancias del 12,8% en la parte transcurrida de 2009, una evolución más favorable que la mostrada por las referencias estadounidense y europea, que avanzaron un 8,1% y un 5,5%, respectivamente (véase gráfico 23).

En el mercado interbancario continuaron descendiendo las primas de riesgo. Así, el diferencial entre el EURIBOR a un año y el coste de las operaciones de financiación al mismo plazo que cuentan con garantías (*repo*) se redujo en 29 pb entre finales de marzo y la fecha de cierre de este artículo, si bien sigue en niveles elevados (67 pb). Durante este período, las expectativas de tipos de interés a un año apenas cambiaron, por lo que la rentabilidad interbancaria a ese plazo disminuyó en una cuantía similar. La mejora en las condiciones de financiación de las entidades de crédito también se ha reflejado en una cierta recuperación de sus emisiones de renta fija a largo plazo (véase recuadro 7).

Por su parte, en el mercado de deuda pública se observó un comportamiento diferenciado por plazos. En el caso de las letras del Tesoro, la rentabilidad bajó del 1,4% registrado a finales de marzo al 0,8% en la fecha de cierre de este artículo, en línea con las rebajas de los tipos de interés oficiales de las operaciones principales de financiación del Eurosystema. Sin embargo, la de las obligaciones a diez años apenas disminuyó en 3 pb, manteniéndose en torno al 4%. Esta evolución, que se observó también en los principales mercados internacionales de deuda soberana, se explicaría fundamentalmente por la reversión de los flujos financieros de huida hacia activos de mayor calidad que se experimentó en los momentos de mayor tensión. En línea con la recuperación de la confianza de los inversores, se redujeron los diferenciales de rentabilidad a largo plazo de los bonos soberanos en la UEM frente a la deuda alemana, situándose en el caso de la referencia española en 56 pb, 41 pb menos que al cierre del primer trimestre. Asimismo, también descendieron las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados (110 pb en promedio, quedando en los 91 pb).

En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda libre mostró, de acuerdo con los últimos datos disponibles del Ministerio de Vivienda, que corresponden al segundo trimestre de 2009, una caída en dicho período del 1,9%, situándose en junio la tasa de crecimiento interanual en el -8,3%, frente al -6,8% observado en marzo (véase gráfico 23).

El descenso de las rentabilidades interbancarias continuó trasladándose a los costes de la financiación bancaria al sector privado, aunque con intensidad desigual en los diversos segmentos (véase gráfico 23). Los diferenciales entre los tipos bancarios y los de mercado se incrementaron entre marzo y mayo en el caso de los préstamos a los hogares para consumo y otros fines (62 pb) y a las sociedades por cuantías inferiores al millón de euros (13 pb), que suelen ser percibidos como más arriesgados, al tiempo que los correspondientes a los fondos otorgados a las familias para la adquisición de vivienda y a las empresas con importes superiores al millón de euros descendieron en 19 pb y 5 pb, respectivamente. Estos desarrollos



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

- a. Medias móviles de cinco días.  
 b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.  
 c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.  
 d. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

parecen confirmar que la reciente ampliación de márgenes no se debe exclusivamente al retraso en la traslación de los movimientos en los tipos de mercado a los aplicados por las entidades de crédito, sino que presenta, al menos en parte, un componente permanente ligado al mayor riesgo percibido por las instituciones financieras en su actividad crediticia. Durante el segundo trimestre, también disminuyó el coste de la financiación empresarial vía emisión de valores de renta fija y aumentó el de los recursos propios. Asimismo, de acuerdo con las respuestas de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de julio, los criterios de aprobación aplicados por las entidades se endurecieron ligeramente —y en menor medida de lo anticipado en abril— y se preveía que permanecieran relativamente estables en los próximos tres meses, lo que contrasta con el fuerte tensionamiento de la oferta registrado a lo largo de 2008<sup>2</sup>. Por

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

La irrupción de las turbulencias financieras en el verano de 2007 y su posterior intensificación y globalización dificultaron enormemente el acceso de las instituciones financieras a los mercados de financiación mayorista a medio y largo plazo, a los que las entidades de crédito españolas habían acudido con asiduidad durante la última fase alcista del ciclo para financiar la importante expansión de su inversión crediticia.

Los mercados internacionales de titulización, que estuvieron en el epicentro de la crisis financiera, son los que se vieron más seriamente afectados. En España, las emisiones brutas y netas de bonos de titulización se han mantenido en niveles elevados desde mediados de 2007 (véase cuadro adjunto), pero el grueso de estos títulos se ha retenido dentro del sector de entidades de crédito para ser utilizado como colateral en las operaciones de liquidez con el BCE. De hecho, el saldo de los bonos de titulización emitidos que están fuera de su

cartera se ha reducido ininterrumpidamente desde el tercer trimestre de 2007.

Aunque con una intensidad algo menor, los problemas de confianza surgidos tras el desencadenamiento de las tensiones financieras dificultaron también el funcionamiento del resto de mercados de financiación a medio y largo plazo. Así, como puede observarse en el cuadro, la emisión de títulos de renta fija a más de un año, principal instrumento de captación neta de recursos alternativo a los depósitos hasta ese momento, se redujo sustancialmente a partir de mediados de 2007, tanto en términos brutos como netos.

Ante las dificultades existentes para acceder a financiación mayorista a horizontes largos, las entidades recurrieron con mayor intensidad a los mercados de corto plazo. De este modo, la captación neta de recursos a través de la emisión de valores de renta

mm de euros

	RENTA FIJA A CORTO PLAZO (a)				RENTA FIJA A LARGO PLAZO (excl. bonos de titulización)		BONOS DE TITULIZACIÓN		OBLIGACIONES SUBORDINADAS Y ACCIONES PREFERENTES Y COTIZADAS	
	Emisiones brutas		Emisiones netas		Emisiones brutas	Emisiones netas	Emisiones brutas	Emisiones netas	Emisiones brutas	Emisiones netas
	Total	De filiales no residentes	Total	De filiales no residentes	Total	Total			Total	Total
2006 I	76,9	0,0	2,9	-0,5	55,0	47,7	18,6	7,6	2,2	1,9
2006 II	75,1	0,2	2,6	-0,1	37,9	28,9	30,8	20,0	1,8	1,5
2006 III	86,9	0,0	7,3	0,0	29,7	23,0	16,9	6,0	2,1	1,6
2006 IV	89,9	2,5	3,8	1,9	30,1	16,2	45,1	36,3	3,7	3,5
2007 I	118,1	2,3	9,9	0,0	43,1	36,1	41,2	28,6	1,2	0,8
2007 II	104,0	1,4	3,3	-0,5	41,8	32,5	39,6	27,6	1,0	-0,7
2007 III	132,6	8,6	25,3	6,9	19,7	4,1	18,6	7,2	0,0	0,0
2007 IV	113,9	11,1	7,8	3,1	22,3	4,5	55,4	43,8	0,4	0,2
2008 I	128,8	38,0	16,6	22,0	7,9	-12,4	23,9	15,6	0,2	0,0
2008 II	124,4	28,1	12,8	0,4	39,7	22,7	37,8	27,4	0,0	-0,1
2008 III	114,8	18,8	-8,3	-6,0	9,6	-6,0	14,2	4,5	0,6	-0,8
2008 IV	128,9	50,6	-22,6	6,0	15,3	-6,9	62,9	46,9	8,4	7,6
2009 I	118,8	32,7	4,2	-2,0	30,9	5,4	27,9	14,8	3,0	2,8
FEB-MAY 08	160,2	45,7	17,8	15,7	28,9	6,2	46,8	34,5	0,2	-0,1
FEB-MAY 09	148,3	46,7	2,2	0,5	59,9	26,2	44,2	24,3	1,0	0,4
AGO 08	32,3	4,9	1,8	-3,1	2,5	-1,7	3,8	1,5	0,2	0,1
SEP 08	30,6	3,3	-12,3	-1,2	3,5	-3,9	2,5	-0,7	0,0	-0,7
OCT 08	41,8	15,7	-8,5	2,4	3,0	-5,6	7,1	1,8	0,1	0,0
NOV 08	49,6	22,1	1,6	8,9	1,6	-4,5	32,1	25,5	7,6	7,4
DIC 08	37,5	12,8	-15,7	-5,3	10,6	3,2	23,7	19,6	0,6	0,2
ENE 09	39,8	10,3	-1,6	-3,1	3,1	-2,8	2,4	-2,0	2,4	2,4
FEB 09	38,4	11,5	-3,8	-3,8	13,8	3,0	13,0	9,2	0,6	0,6
MAR 09	40,6	11,0	9,6	4,8	14,0	5,2	12,4	7,7	0,0	-0,1
ABR 09	33,9	10,0	-4,1	-1,8	17,3	10,7	9,6	4,3	0,0	0,0
MAY 09	35,4	14,2	-4,2	1,3	14,8	7,2	9,2	3,1	0,4	0,0

FUENTE: Banco de España.

a. Solo incluye entidades de crédito. Incluye emisiones realizadas por filiales residentes y no residentes.

fija con vencimiento no superior a un año superó a la obtenida mediante los de mayor plazo desde el tercer trimestre de 2007 hasta mediados de 2008. Durante este período, las filiales —en concreto, las no residentes— desempeñaron un papel importante en la captación de estos fondos.

Posteriormente, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 supuso un cambio cualitativo en el panorama financiero internacional y la percepción del riesgo de un colapso sistémico aumentó considerablemente (véase el panel izquierdo del gráfico adjunto). En este contexto, se acentuaron sustancialmente las dificultades de las instituciones financieras para obtener fondos, registrándose una elevación significativa de las primas de riesgo que debían soportar. De este modo, la captación neta de recursos mediante valores de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, fue negativa desde mediados de 2008 hasta enero de 2009. En el caso de los de vencimiento inferior a un año, la evolución estuvo también condicionada, posiblemente, por los cambios introducidos en la primavera de 2008 en el marco de instrumentación de la política monetaria del Eurosystema (en concreto, por la inclusión de operaciones de inyección de liquidez a seis meses, que ampliaron el abanico de posibilidades al alcance de las entidades para obtener fondos). Asimismo, se observó un cierto aumento de las emisiones de obligaciones subordinadas y acciones en el último trimestre de 2008 y en enero de 2009, que respondió a la voluntad de las entidades de reforzar sus ratios de solvencia, en línea con los requerimientos de los mercados, en un contexto de elevada incertidumbre sobre la fortaleza del balance de las instituciones financieras a nivel mundial y alta aversión al riesgo.

A partir de febrero de 2009, la situación en los mercados financieros ha mejorado apreciablemente. A esta evolución han contribuido las

perspectivas más optimistas de los inversores, que se han traducido en un descenso de las primas de riesgo exigidas, y los planes de apoyo al sistema financiero. De este modo, durante el citado período se ha observado un mayor dinamismo en las emisiones de renta fija a largo plazo, que han pasado a ser positivas en términos netos tras los registros negativos de gran parte de 2008. La concesión de avales estatales a las emisiones de deuda bancaria, medida adoptada por diversos países de la Unión Europea para aliviar las dificultades de refinanciación del sistema bancario de los Estados miembros, ha desempeñado un papel muy destacado a la hora de explicar el mayor volumen de colocaciones de estos títulos en los últimos meses. Así, hasta el 10 de julio 40 entidades españolas habían recurrido a estas emisiones garantizadas, por un importe total que ascendía a unos 38 mm de euros<sup>1</sup>.

También la captación de recursos mediante cédulas hipotecarias, una de las principales vías por las que las entidades obtuvieron recursos en los años de mayor expansión crediticia, ha mostrado una cierta recuperación en los últimos meses. Entre febrero y abril se apreció un aumento de las emisiones de estos títulos, principalmente mediante colocaciones privadas de volúmenes reducidos. A partir de mayo, tras el anuncio del BCE relativo a la adquisición de *covered bonds* —categoría a la que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas— emitidos por bancos de la zona del euro, se han realizado diversas emisiones en el mercado, habiéndose registrado una reducción significativa de los diferenciales soportados por estos instrumentos (véase el panel derecho del gráfico). En cambio, la emis-

1. Entre febrero y mayo, las emisiones con aval estatal han representado un 52% del total de emisiones brutas de valores renta fija a largo plazo realizadas durante este período.

1 PRIMAS DE LOS SEGUROS DE RIESGO CREDITICIO A CINCO AÑOS



FUENTE: Datastream.

a. Diferencial entre la rentabilidad de los *covered bonds* (categoría a la que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas) del índice y la que se obtendría a partir de los tipos de interés de la curva de swaps, ponderados por las duraciones de la cartera.

2 ASSET SWAP SPREAD DE CÉDULAS HIPOTECARIAS EUROPEAS (a)



sión neta de valores de renta fija a corto plazo ha seguido siendo muy reducida, previsiblemente como consecuencia de las favorables condiciones de obtención de liquidez en el Eurosistema. Finalmente, los mercados de titulización continúan paralizados, registrándose tan solo operaciones que se retienen íntegramente por los originadores.

En resumen, los datos más recientes muestran una cierta normalización en los mercados mayoristas, excepto en los de titulización. A esta

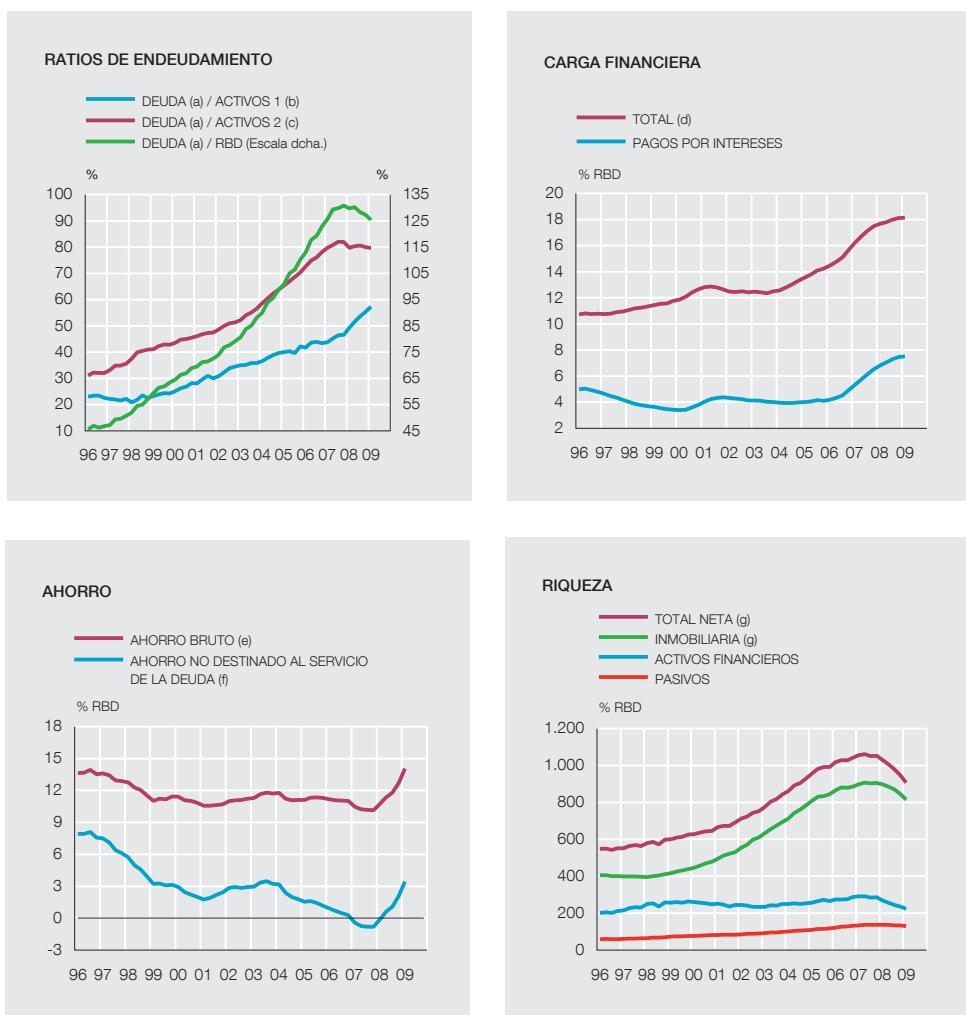
evolución han contribuido tanto las perspectivas menos pesimistas, que se han reflejado en unas condiciones de captación de fondos por parte de estas instituciones financieras más favorables, como los planes de apoyo al sistema financiero —en particular, la concesión de avales públicos a las emisiones de renta fija, que ha tenido una aceptación muy positiva por parte del mercado— y el anuncio de la adquisición por parte del BCE de *covered bonds* emitidos por bancos de la zona del euro, que parece haber estimulado la actividad en este mercado.

su parte, las restantes condiciones crediticias (plazos de devolución, garantías requeridas) habrían sido algo menos favorables que en el trimestre precedente.

En línea con el comportamiento de la oferta de crédito y con la menor demanda de fondos externos, durante el segundo trimestre ha continuado el proceso de desaceleración de la deuda del sector privado. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de la financiación se situó en mayo por debajo del 1%, 1,5 pp menos que dos meses antes. Este menor dinamismo se produjo tanto en los préstamos para adquisición de vivienda como en los destinados a consumo y otros fines. Por su parte, los recursos ajenos de las sociedades tuvieron un ritmo de expansión del 5% en relación con el mismo período de 2008, casi 1 pp menos que en marzo. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a marzo, muestra una ralentización bastante generalizada, aunque esta fue más acusada en la construcción (cuyos fondos se redujeron un 8% durante los últimos doce meses), mientras que los pasivos bancarios de la industria y los servicios no inmobiliarios continuaban aumentando por encima del 10% en términos interanuales.

La desaceleración de la deuda de las familias propició una ligera reducción durante el primer trimestre del ejercicio de la ratio de endeudamiento en relación con la RBD, a pesar de lo cual la carga financiera en términos anuales se mantuvo estable, ya que el coste medio de los pasivos del balance se situó en niveles similares a los observados en el mismo período del pasado año (véase gráfico 24). Asimismo, se registró un aumento de la capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, al que contribuyó, en gran medida, la recuperación de la tasa de ahorro bruto del sector. Es preciso señalar que todas estas ratios se vieron afectadas también por la pérdida de dinamismo de la RBD. En consonancia con estos desarrollos, los datos procedentes de las cuentas financieras muestran que la capacidad de financiación del sector se incrementó, en términos acumulados de cuatro trimestres, en 0,6 pp, hasta situarse en el 0,9% del PIB. Por su parte, la riqueza neta de los hogares siguió contrayéndose en relación con la RBD, dada la trayectoria descendente de los precios de los activos financieros e inmobiliarios. Los datos de avance más recientes apuntan a descensos de la deuda, de la carga financiera y de la riqueza en el segundo trimestre de 2009.

En el caso de las sociedades, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera se mantuvieron en los tres primeros meses del ejercicio en niveles similares a los registrados en diciembre de 2008 (véase gráfico 25). Los últimos datos de avance disponibles apuntan a un descenso en la carga financiera en el segundo trimestre. Por su parte, de acuerdo con



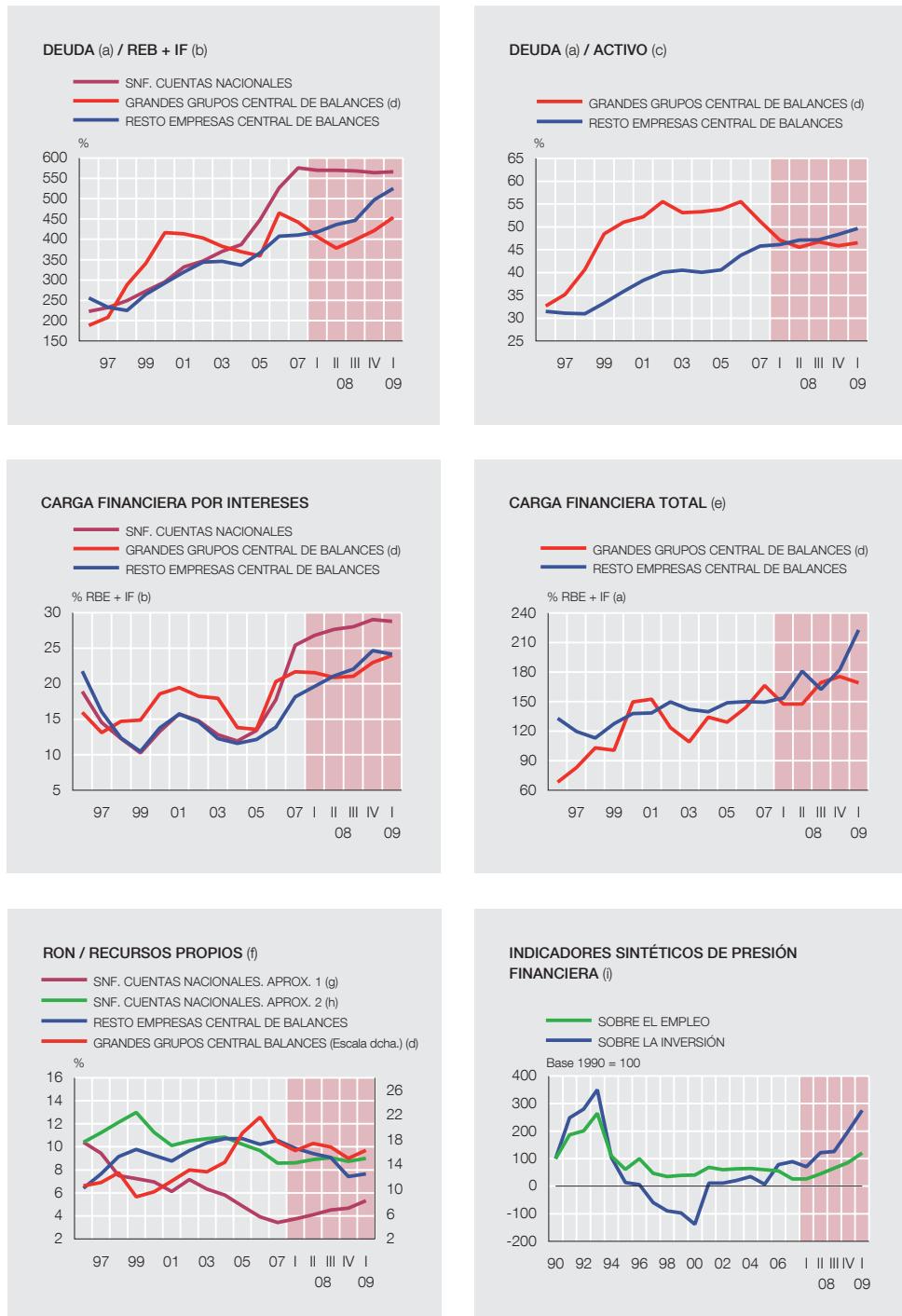
FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- b. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- c. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- d. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- e. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- f. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- g. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

la información de las cuentas financieras para el primer trimestre, el sector tuvo unas necesidades de financiación equivalentes al 5,7% del PIB en términos acumulados de doce meses, 1,5 pp por debajo de las registradas al cierre de 2008. Las estimaciones más recientes de Contabilidad Nacional, correspondientes también a marzo de 2009, para los resultados económicos mostraban una nueva desaceleración en este agregado. Así, aunque su tasa de crecimiento interanual permanecía todavía en niveles relativamente elevados, el ritmo de avance intertrimestral de la serie ajustada de estacionalidad se situaba cercano a cero. En esta línea, los datos de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencian que en los tres primeros meses del año empeoraron los resultados para la mayoría de las compañías, lo que contribuyó al repunte de las ratios de deuda y de pagos por intereses. Como consecuencia de estos desarrollos, se elevaron, una vez más, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo.

INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 25



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- Recursos ajenos con coste.
- Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- 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.
- Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- Recursos propios valorados a precios de mercado.
- Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- 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								
	2004	2005	2006	2007	I TR	II TR	III TR	IV TR	2009 I TR
Economía nacional	-4,8	-6,5	-8,4	-9,7	-10,0	-10,0	-9,6	-9,1	-8,4
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-5,1	-8,4	-11,0	-13,8	-13,7	-12,3	-9,9	-6,9	-4,8
Sociedades no financieras	-4,5	-7,1	-9,4	-12,2	-12,7	-11,4	-9,4	-7,2	-5,7
Hogares e ISFLSH	-0,6	-1,3	-1,7	-1,6	-1,0	-0,8	-0,5	0,3	0,9
Instituciones financieras	0,6	0,9	0,6	1,9	2,0	1,7	1,9	1,7	1,7
Administraciones Públicas	-0,4	1,0	2,0	2,2	1,7	0,5	-1,6	-3,8	-5,3
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-8,7	-11,4	-17,4	-15,4	-19,8	-17,1	-15,2	-10,8	-8,7

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.

El deterioro de las condiciones económicas propició una nueva elevación del grado de presión financiera soportado por algunos agentes del sector privado. Ello se reflejó en el aumento generalizado de las ratios de morosidad, que para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito) se situaron en mayo en el 4,6%, 0,4 pp por encima de marzo y 1,3 pp más que en diciembre de 2008.

La información más reciente de las cuentas financieras muestra (véase cuadro 6) una nueva reducción, durante el primer trimestre de 2009, de las necesidades de financiación de la nación (8,4% del PIB en términos acumulados anuales, frente al 9,1% de diciembre). Este descenso fue inferior al registrado por el sector privado no financiero, que se vio parcialmente compensado por el fuerte incremento (1,5 pp) del déficit de las AAPP (que se situó en el 5,3% del PIB). Los fondos necesarios para cubrir el déficit exterior fueron captados, en parte, por las propias AAPP (3,1% del PIB) y, en menor medida que en trimestres anteriores, por las entidades de crédito e inversores institucionales (1,2% y 1,5% del PIB, respectivamente). No obstante, estos ingresos en su conjunto 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 del Banco de España fue negativo, por un importe equivalente, en términos acumulados de doce meses, a algo menos del 3% del PIB.

En resumen, a lo largo del trimestre los costes de financiación de los hogares y sociedades continuaron reduciéndose, si bien las restantes condiciones crediticias habrían seguido experimentando un cierto endurecimiento, aunque sustancialmente menor que el que se venía registrando desde el inicio de la crisis. Por otra parte, el deterioro macroeconómico y el descenso en el valor de activos inmobiliarios (que es el principal componente de la riqueza de las familias) se han vuelto a reflejar en un empeoramiento de la posición financiera agregada del sector privado, que, lógicamente, habrá afectado en mayor medida a los agentes que estaban más expuestos a estos desarrollos, elevándose el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos.

## 5.2 El sector hogares

La información más reciente de tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito, que corresponde al mes de mayo, muestra una reducción en el caso de los préstamos para ad-

quisición de vivienda de 56 pb con respecto a marzo y un repunte de 28 pb en los destinados a consumo y otros fines, que presentan una mayor variabilidad. El descenso en los costes de financiación desde los niveles máximos que se registraron en el verano de 2008 se encuentra ya en torno a los 280 pb en el primer caso y a los 170 pb en el segundo, siendo en ambos segmentos inferior al experimentado por las rentabilidades de mercado. El ascenso en los diferenciales entre los tipos bancarios y el interbancario de referencia ha sido más acusado en los préstamos para consumo, que a priori presentan un riesgo más elevado.

Por otra parte, los últimos datos disponibles señalan que ha continuado el endurecimiento del resto de condiciones crediticias distintas a los tipos de interés, tales como las garantías exigidas (que han aumentado) o el plazo de vencimiento (que se ha acortado). Así, las entidades encuestadas en la última EPB, elaborada en julio, confirmaban que a lo largo del segundo trimestre del año se ampliaron algo los márgenes aplicados, y se redujeron tanto el período de devolución como la relación entre el principal y el valor de las garantías. Sin embargo, los criterios de concesión aplicados fueron solo ligeramente más exigentes que en los tres primeros meses del año, e inferiores a los previstos en la anterior edición de la EPB.

En este contexto, la deuda de las familias ha continuado desacelerándose, situándose en mayo el ritmo de crecimiento interanual por debajo del 1%, casi 1,5 pp menos que en marzo. La ralentización de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda, que crecía en la misma fecha un 1% en relación con el mismo período de 2008, como en los fondos destinados al consumo y otros fines, que mostraron un avance nulo en los últimos doce meses. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas registraron incluso valores negativos, tanto para el total de la financiación a hogares como para sus dos componentes, que se encontraban en ambos casos en valores próximos al -2%, en términos anualizados.

Por otra parte, según la información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al primer trimestre de 2009, continuó la reducción de la inversión en activos financieros (véase cuadro 7). De este modo, en términos acumulados anuales, se situó en el entorno del 1% del PIB, casi un 1,5 pp por debajo del nivel de cierre de 2008. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la moderación en las aportaciones a depósitos a plazo (que ha pasado del 6,6% del PIB al 3,9%), que no fue compensada por las menores salidas netas de los fondos de inversión (-3,1% del PIB, frente al -3,7% de diciembre) y por el aumento en las tenencias de medios de pago (0,3% en marzo y -0,5% tres meses antes).

La ratio de endeudamiento de los hogares descendió ligeramente en el primer trimestre de 2009, hasta situarse en torno al 125% de su RBD. Por el contrario, la ratio de carga financiera se habría mantenido en valores próximos al 18% de la RBD, debido a que el coste medio de los pasivos en balance fue relativamente similar al observado un año antes. La moderación de las obligaciones derivadas del servicio de la deuda, junto con la desaceleración del consumo de las familias, explica el crecimiento de su capacidad de ahorro, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos. Por su parte, la riqueza neta del sector experimentó un nuevo retroceso en relación con la RBD, que resultó de la trayectoria descendente del precio de los activos financieros y, sobre todo, del de los inmuebles. Los datos de avance más recientes apuntan a descensos de la deuda, de la carga financiera y de la riqueza en el segundo trimestre de 2009. Es importante tener presente que el comportamiento de estas ratios ha venido influido también por la pérdida de dinamismo de sus respectivos denominadores.

A pesar de la moderación de la carga financiera, el deterioro de las condiciones económicas —en particular, el repunte de la tasa de paro— contribuyó a que aumentara la propor-

% del PIB	2005	2006	2007	2008		2009 I TR
				III TR	IV TR	
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	10,4	10,9	7,4	3,8	2,8	1,3
Medios de pago	4,0	3,1	-1,0	-1,5	-0,5	0,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,6	5,8	7,8	7,9	6,6	3,9
Acciones y otras participaciones (b)	0,2	-1,1	0,6	0,4	0,1	0,2
Fondos de inversión	1,9	0,2	-1,2	-3,5	-3,7	-3,1
Reservas técnicas de seguros	2,0	1,8	0,9	0,7	0,5	0,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,6	0,2	0,1	-0,1	0,0
<i>De jubilación</i>	1,0	0,9	0,6	0,4	0,5	0,4
Resto	0,6	1,1	0,3	-0,2	-0,2	-0,4
Operaciones financieras (pasivos)	11,7	12,6	9,0	4,3	2,5	0,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,3	13,0	9,4	5,1	3,4	1,6
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,2	9,9	7,0	3,7	2,7	1,5
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,2	3,1	2,2	1,4	0,8	0,3
Resto	-0,6	-0,4	-0,4	-0,8	-0,9	-1,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	18,1	23,4	13,5	6,1	3,9	3,4
Medios de pago	2,0	2,3	-0,4	-0,6	-1,1	-0,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	2,0	2,1	1,9	2,0	1,0
Acciones y otras participaciones	7,3	11,4	7,7	3,0	2,7	2,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,9	8,0	6,3	4,8	3,1	2,7
Resto	7,6	7,8	4,1	1,8	0,4	0,3
Operaciones financieras (pasivos)	25,2	32,8	25,7	15,6	11,1	9,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,9	17,6	13,9	7,1	5,5	3,7
Préstamos exteriores	2,1	3,3	2,8	2,9	2,2	2,5
Valores de renta fija (d)	0,3	1,8	0,5	0,1	0,3	0,7
Acciones y otras participaciones	3,7	2,9	5,3	3,6	2,3	1,9
Resto	6,2	7,2	3,2	1,8	0,7	0,2
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	21,2	24,2	15,5	8,3	6,1	4,6
Hogares e ISFLSH	20,9	19,6	12,5	6,5	4,4	2,2
Sociedades no financieras	21,4	27,9	17,7	9,6	7,4	6,3

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 titulización.

ción de hogares con dificultades para hacer frente al servicio de su deuda. Así, durante el primer trimestre el porcentaje de personas endeudadas con préstamos en situación de mora se elevó en 1 pp, hasta el 5,7%. Como resultado de ello, la ratio de morosidad de las familias aumentó durante el mismo período en 0,6 pp, hasta el 3,6%. Atendiendo a la tipología de los préstamos, se observa que la ratio es más alta y ha crecido más en los destinados a consumo y otros fines (6,6%, frente al 5,2% de diciembre) que en los que tienen como objeto la adquisición y rehabilitación de viviendas (2,8%, 0,4 pp más que al cierre de 2008).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Los últimos datos disponibles de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a las sociedades, correspondientes a mayo, muestran un descenso, en relación con los registros de marzo, tanto para los préstamos de importe inferior al millón de euros (21 pb) como para los de un volumen superior (40 pb). El mayor retroceso en estos últimos se viene produciendo a lo largo de todo el ciclo de disminuciones de los costes bancarios iniciado en septiembre del pasado año, de tal forma que, mientras que estos préstamos acumulan 312 pb de caída, los de menor cuantía, que suelen ir dirigidos en mayor medida a las PYME, solo habrían bajado 207 pb. También se observa una reducción de los costes de la financiación vía emisión de valores de renta fija, tanto de corto plazo (23 pb con respecto a marzo) como de largo (49 pb en el mismo período), mientras que, en cambio, la rentabilidad exigida por el mercado a los recursos propios aumentó en 133 pb.

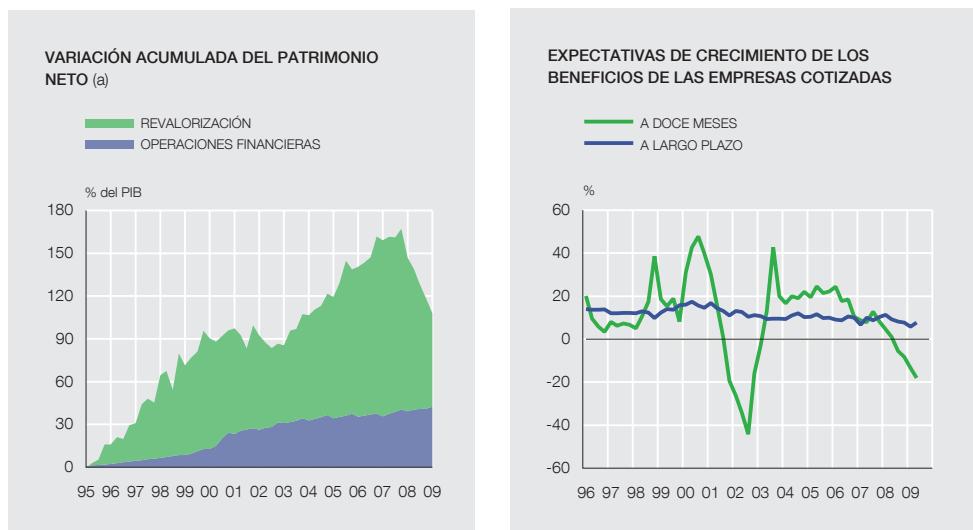
No obstante, la EPB de julio muestra que el resto de condiciones de los créditos aplicadas por las entidades fue menos favorable que en el primer trimestre, al tiempo que los criterios de aprobación se endurecieron, si bien lo hicieron levemente y en menor medida que lo declarado en la encuesta de abril. El descenso en el ritmo de contracción fue similar en los casos de PYME y grandes empresas, y algo más acusado en los préstamos de corto plazo que en los de largo. Además, las entidades no preveían cambios en su oferta de crédito durante los próximos tres meses.

Por su parte, según la información que proporciona el índice de confianza empresarial elaborado por las cámaras de comercio, en el primer trimestre volvió a aumentar el porcentaje de sociedades (hasta el 30%) que indicaban que las dificultades de financiación era uno de los factores que limitaban su actividad. Asimismo, la encuesta sobre el acceso de las PYME a la financiación ajena, que elabora la misma institución, mostraba un ascenso, en abril y mayo, del número de compañías con menos de 250 empleados que habían experimentado una reducción en el volumen de financiación ofrecida (del 27% de marzo al 43% de mayo), mientras que las exigencias de garantías y avales se habían incrementado para un 88% de estas empresas.

En este contexto, la deuda de las empresas continuó desacelerándose, situándose en mayo su tasa de crecimiento interanual en torno al 5%, casi 1 pp menos que la cifra de marzo. El crédito de entidades residentes, que representa la principal fuente de financiación de las sociedades, presentaba un avance menor (en torno al 3% en términos interanuales y próximo al 0% en tasa intertrimestral anualizada). Por su parte, las restantes fuentes de financiación (préstamos de no residentes y valores de renta fija), que son utilizadas principalmente por las empresas de mayor tamaño, mostraron un mayor dinamismo.

El desglose del crédito por actividad productiva, cuyos datos más recientes se refieren al primer trimestre de 2009, muestra una desaceleración generalizada, con la única excepción de la industria, cuyos pasivos bancarios crecieron en torno al 10% en términos interanuales, prácticamente la misma tasa observada tres meses antes. En la construcción y la agricultura el ritmo de avance interanual descendió en mayor medida y se encontraba en valores negativos (-8% y -2%, respectivamente). Asimismo, también se redujo el dinamismo del crédito a las empresas del sector inmobiliario, que pasó del 5% al 4% entre diciembre de 2008 y marzo de este año, y el del resto de servicios (12%, frente al 14% del cierre del pasado ejercicio).

En este contexto, de acuerdo con la información de las cuentas financieras para el primer trimestre de 2009, las necesidades de financiación del sector se redujeron en más de 1,5 pp, situándose algo por debajo del 6% del PIB. Por su parte, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

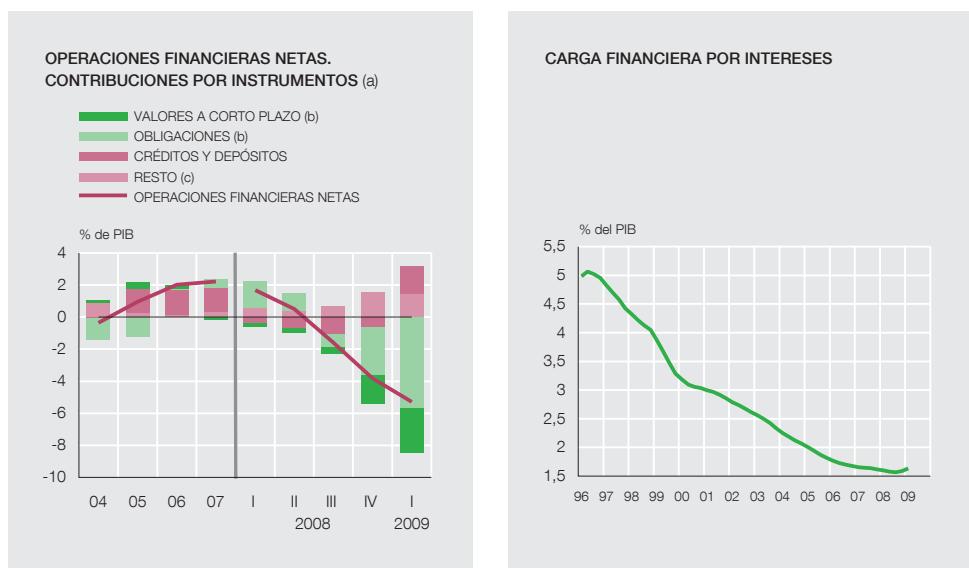
a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, también descendió —en 2 pp—, hasta representar algo menos del 9% del PIB.

A pesar de la desaceleración de los pasivos del sector, la ratio de deuda en relación con los resultados generados se mantuvo estable en los primeros tres meses del año, como consecuencia de la evolución desfavorable de los beneficios. Los pagos por intereses en relación con los recursos obtenidos también permanecieron en torno al 29%, nivel observado al cierre de 2008. No obstante, los últimos datos de avance disponibles apuntan a un descenso en la carga financiera en el segundo trimestre, en línea con el descenso en el coste de la financiación. Por su parte, las estimaciones más recientes de Contabilidad Nacional para los resultados económicos, correspondientes a marzo de 2009, mostraban una nueva desaceleración en este agregado. Así, aunque su tasa de crecimiento interanual se situaba todavía en niveles relativamente elevados, el ritmo de avance intertrimestral de la serie ajustada de estacionalidad era prácticamente nulo.

Además, los analistas volvieron a revisar a la baja sus expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas para los próximos 12 meses (véase gráfico 26). Sin embargo, aumentaron sus previsiones de avance de esta variable para horizontes más largos, por primera vez desde finales de 2007.

La información del primer trimestre de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, muestra una importante contracción de los resultados ordinarios, de alrededor de un 30%, en el primer trimestre de 2009 con respecto al mismo período del año anterior, lo que constituye la evolución más negativa de esta variable en toda la serie de datos de la CBT. El análisis de las actividades mejor representadas en la CBT, que no incluyen la construcción y la promoción inmobiliaria, pone de manifiesto que, nuevamente, el descenso fue especialmente acusado en la rama industrial (-68%), y, en línea con esta reducción, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios en este sector fue la que disminuyó de forma más marcada. Esta evolución, junto con el avance de los pasivos, se reflejó en un aumento de las ratios de endeudamiento y car-



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.

ga financiera. Como consecuencia de estos desarrollos se elevaron, una vez más, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo.

La evolución desfavorable de los resultados se siguió reflejando en aumentos de la ratio de morosidad de las sociedades no financieras, situándose en marzo en el 4,8%, 1,1 pp más que al cierre de 2008. Las empresas con más dificultades para hacer frente a sus deudas se encuentran concentradas en los sectores de construcción y servicios inmobiliarios, cuya ratio de morosidad conjunta ha pasado del 5,7% registrado en diciembre de 2008 al 7,3% observado al final del primer trimestre, mientras que en el resto de actividades aumentó en menor medida —del 1,9% al 2,6%— en el mismo período.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

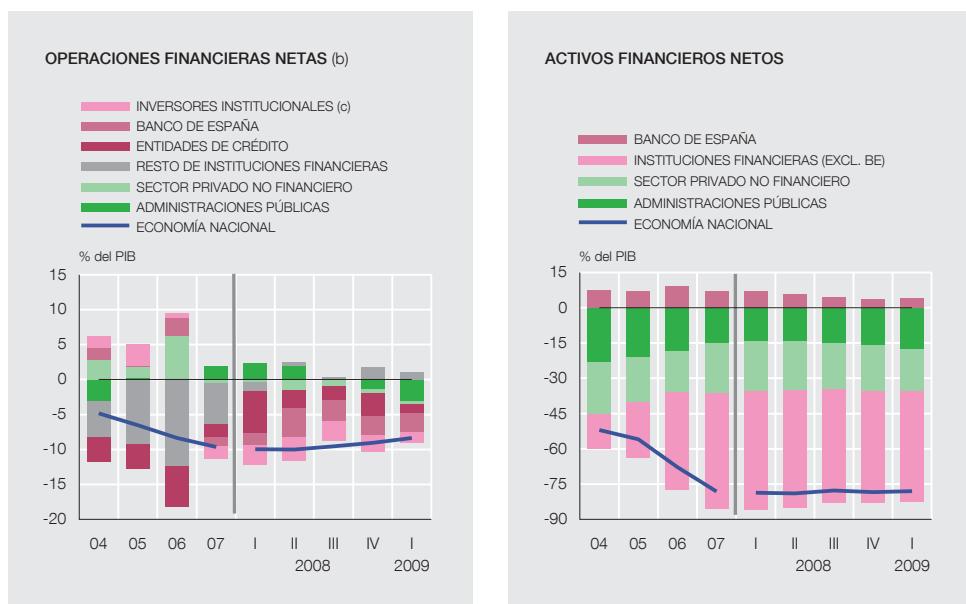
Las necesidades de financiación de las AAPP se incrementaron sustancialmente en el primer trimestre del año, alcanzando, en términos acumulados de doce meses, el 5,3% del PIB, 1,5 pp más que al cierre de 2008 (véanse cuadro 6 y gráfico 27). El detalle por instrumentos muestra que el déficit se ha cubierto mediante emisiones de valores, tanto a corto como, en especial, a medio y largo plazo. A diferencia de lo acaecido en el año anterior, se observó un aumento del saldo de depósitos netos de crédito. Por otra parte, a pesar del mayor 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

En los primeros tres meses de 2009, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se redujo, hasta situarse, en términos acumulados de un año, en el 8,4% del PIB, frente al 9,1% de diciembre. Esta moderación vino acompañada de una recomposición por sectores institucionales, de tal forma que descendieron las necesidades de financiación de los hogares (que, por segundo trimestre consecutivo, mostraron un saldo positivo) y sociedades, al tiempo que aumentaba el déficit de las AAPP (véase cuadro 6).

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

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 detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que durante el primer trimestre de 2009 aumentaron sustancialmente las entradas netas de capital canalizadas a través de las AAPP, hasta representar, en términos acumulados de doce meses, el 3,1% del PIB, en un contexto de importantes emisiones de deuda pública. Por el contrario, se redujeron los fondos captados por las entidades de crédito, los inversores institucionales y las sociedades no financieras, aunque siguieron siendo positivos en los tres casos por importes equivalentes al 1,2%, 1,5% y 0,7% del PIB, respectivamente. Al mismo tiempo, las restantes instituciones no financieras, que incluyen los fondos de titulización, registraron, una vez más, flujos negativos. A pesar de las menores necesidades de financiación de la nación, los fondos captados del exterior por los sectores distintos del Banco de España no fueron suficientes para cubrirlas, de modo que, nuevamente, el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo, alcanzando, en términos acumulados anuales, el 2,8% del PIB (véase gráfico 28).

Las entradas de capital descendieron en el primer trimestre de 2008, situándose en el 8,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, lo que supone 3,5 pp menos que en diciembre (véase cuadro 8). Por instrumentos, se observa un notable descenso en las compras de acciones y otras participaciones por los no residentes (1,9% del PIB, 1,5 pp menos que tres meses antes) y en los depósitos —en particular, en los del mercado interbancario (2% del PIB, 4,2 pp menos que al cierre de 2008)—. En términos netos, los recursos captados por esta vía se redujeron en menor cuantía (2,4 pp). Por el contrario, creció la financiación neta obtenida mediante valores distintos de acciones —que había sido negativa en períodos anteriores—, especialmente gracias al aumento de la captación de fondos canalizada a través de títulos emitidos por las AAPP. Por su parte, la inversión directa del exterior en España en relación con el PIB volvió a disminuir 1,5 pp, y se situó en el 2,9%.

% del PIB	2005	2006	2007	2008		
				III TR	IV TR	2009 I TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,7	-9,6	-9,1	-8,4
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,5	17,7	13,9	7,5	3,2	0,5
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	1,3	-0,3	-2,1
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	3,4	4,2	2,1	-0,5	-2,3
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	1,1	1,3	-0,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	6,6	-2,1	1,8	1,7	1,5	0,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	2,3	0,6	-0,1	-0,6	-0,4	-0,9
Acciones y otras participaciones	5,1	10,5	8,6	4,3	1,9	2,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,9	8,0	6,3	4,8	3,1	2,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,9	1,2	-1,0	-2,1	-1,5	-0,8
Préstamos	1,1	2,1	1,2	1,7	0,9	1,0
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,0	26,1	23,6	17,1	12,3	8,8
Depósitos	5,6	0,3	7,3	11,3	9,0	4,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	7,2	0,6	6,7	8,6	6,2	2,0
Valores distintos de acciones	15,8	21,4	8,1	-1,5	-2,2	0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	1,0	-1,3	0,2	1,4	2,6
<i>Entidades de crédito</i>	6,3	8,0	3,6	-1,4	-1,9	-1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	9,3	12,4	5,8	-0,3	-1,7	-1,0
Acciones y otras participaciones	0,9	0,2	4,5	4,4	3,4	1,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,0	-0,2	4,7	4,0	2,5	1,2
Préstamos	2,3	3,5	3,1	2,8	2,1	2,5
Otros neto (c)	-0,9	-0,5	0,1	1,1	0,5	0,3
<b>PRO MEMORIA:</b>						
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,5	9,6	7,7	5,0	4,8
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,5	4,8	7,0	4,4	2,9

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.

Por el lado de las salidas de capital, estas se redujeron en el primer trimestre, hasta representar, en términos acumulados de doce meses, el 0,5 % del PIB, 2,7 pp menos que en diciembre de 2008 (véase cuadro 8). Por instrumentos, se apreció una caída en la inversión en valores de renta fija y, por el contrario, un mayor dinamismo en las compras netas de acciones y otras participaciones (2,5% del PIB, 0,6 pp más que tres meses antes), a pesar de lo cual la inversión directa de España en el exterior disminuyó ligeramente, para situarse por debajo del 5% del PIB.

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 econo-

mía española frente al resto del mundo se mantuvo en torno al 80% del PIB (véase gráfico 28). Por sectores, este desarrollo fue, fundamentalmente, consecuencia de la mejora de las posiciones deudoras de las instituciones financieras y del sector privado no financiero, que se vio compensada por el incremento de los pasivos de las AAPP.

24.7.2009.