

INFORME DE PROYECCIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Resumen

Este informe presenta un análisis sobre la situación y perspectivas de la economía española, realizado por el Servicio de Estudios del Banco de España teniendo en cuenta la información disponible hasta el día 13 de marzo. Estas proyecciones se enmarcan en un contexto de gran incertidumbre, pues se realizan en un momento de grave crisis financiera y económica a escala mundial, cuyas adversas implicaciones son difíciles de acotar. El horizonte temporal de las proyecciones abarca los años 2009 y 2010.

Durante el año 2008 se produjo un severo empeoramiento de la actividad en España, que, aunque había comenzado con anterioridad, cobró una intensidad considerable a lo largo del ejercicio. De hecho, tras catorce años de expansión ininterrumpida del producto, la economía española registró en la segunda mitad de 2008 dos trimestres de crecimiento negativo, en un contexto internacional profundamente deteriorado, entrando en una fase de recesión pronunciada. Pese a ello, la tasa de crecimiento del conjunto del año fue todavía positiva (1,2%), como resultado, sobre todo, de la contribución de la demanda exterior neta al ritmo de avance del PIB, que alcanzó 1 punto porcentual (pp), mientras que la demanda nacional experimentó una desaceleración sustancial, estancándose su crecimiento medio en 2008, tras haber aumentado más de un 4% en 2007.

Las previsiones disponibles para los principales países del mundo, realizadas por distintos organismos e instituciones, señalan una contracción significativa de la actividad en 2009, que conduciría a un descenso del producto mundial por primera vez en varias décadas. Las proyecciones de este informe también apuntan a una profundización de la actual recesión en España en 2009, de modo que la actividad descendería un 3% en el presente año, con una recuperación incipiente del producto a finales de 2010, aunque en el conjunto de este ejercicio el crecimiento sería todavía negativo (-1%). Las proyecciones de 2009 indican un mantenimiento de las tendencias contractivas que se aprecian en los principales indicadores de la demanda nacional, con un fuerte deterioro de las decisiones de gasto tanto de familias (en consumo y en vivienda) como de empresas (en forma de inversión productiva). Las exportaciones sufrirán también el descenso de los mercados internacionales, aunque el retroceso de las importaciones —que será previsiblemente mayor— supondrá que, en términos netos, mejore la aportación del sector exterior al crecimiento.

El deterioro de la confianza de los agentes que acompaña al empeoramiento de las perspectivas económicas, la pérdida de valor de la riqueza financiera e inmobiliaria, las restricciones financieras existentes y la severa contracción del comercio mundial y de la actividad en los principales países industrializados son los elementos fundamentales que explican la caída de la demanda. Este panorama está afectando a la actividad con especial intensidad en los últimos meses de 2008 y primeros de 2009, pero es previsible que sus efectos vayan disminuyendo y siendo gradualmente compensados por el impacto de los estímulos que las políticas fiscales y monetarias han introducido en numerosos países, entre ellos, España. Asimismo, estas proyecciones descansan en el supuesto de que, tras la agudización de la crisis financiera que tuvo lugar en los últimos meses de 2008, los planes de respaldo público al sistema financiero irán estabilizando la situación, con lo que el grado de restricción crediticia se irá viendo aliviado. La disminución de la inflación también contribuirá a mejorar la renta real de los agentes y, si el clima económico se hace menos pesimista, a impulsar el gasto.

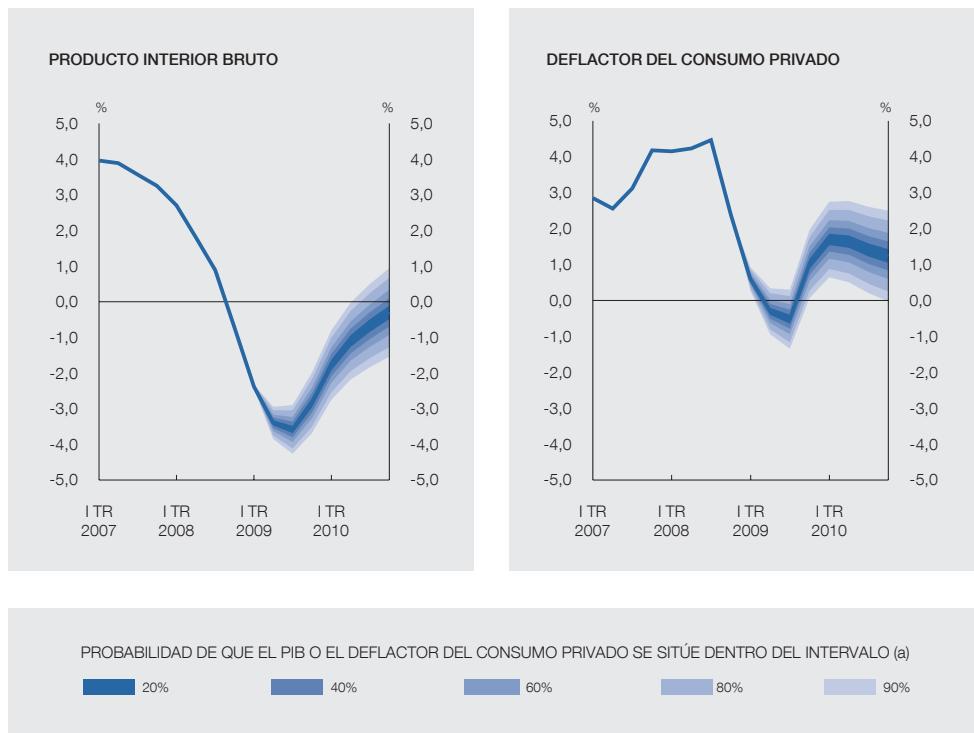
Se espera que para 2010 la fase más aguda del ajuste haya pasado. De hecho, una parte del descenso de la actividad que se proyecta para 2010 obedece al arrastre que ejercen las tasas negativas estimadas para el presente año, pues se prevé que en la segunda mitad del próximo ejercicio el producto se estabilice e, incluso, que empiece a crecer de nuevo, aunque con tasas aún muy modestas. La demanda nacional todavía mostrará tasas negativas, aunque estas serán más moderadas, y, dentro de ese agregado, el consumo privado volverá a experimentar pequeños incrementos. Además, a lo largo de 2010, la mejora en el clima económico internacional, que es un supuesto común a las proyecciones de los distintos organismos e instituciones, alentará las exportaciones.

En el caso de la inflación, el cambio de panorama desde mediados de 2008 ha sido también considerable. En el promedio del año, el IPC se situó en el 4,1%, con un máximo de 5,3% en julio, provocado por el intenso incremento de los precios del petróleo y de otras materias primas. Desde el pasado verano, cuando el agravamiento de la crisis internacional modificó drásticamente el panorama mundial, la tendencia alcista de los precios de esos productos revirtió rápidamente, dando lugar a un proceso de caídas continuadas en la tasa de inflación, que terminó el año en el 1,4%. En los meses recientes, al abaratamiento de las materias primas se ha unido el impacto del debilitamiento de la demanda, con lo que la tasa de inflación ha bajado adicionalmente, y se prevé que en el promedio de 2009 el deflactor del consumo privado se sitúe en tan solo el 0,2%. En 2010, la tasa de inflación volvería a repuntar, una vez que los fuertes efectos de base registrados en 2009 hayan desaparecido, aunque se estima que se estabilizará en un ritmo bastante moderado, en torno al 1,5%.

En cualquier caso, la acusada debilidad de la demanda interna y, en menor medida, de la actividad económica que se pronostica para el horizonte de proyección contribuirá a corregir algunos de los desequilibrios que la economía española ha acumulado en los últimos años, acercando la tasa de inflación a los registros de la zona del euro, reduciendo la necesidad de financiación de la nación y recortando las ratios de endeudamiento del sector privado, que se han alcanzado después de muchos años de intenso crecimiento del crédito concedido a familias y empresas.

El grado de incertidumbre que acompaña siempre a la elaboración de proyecciones macroeconómicas es, en esta ocasión, excepcionalmente alto. El fuerte deterioro de las perspectivas económicas en los últimos meses, el carácter generalizado de la presente recesión a nivel mundial, la persistencia de la crisis financiera internacional y la respuesta, asimismo, contundente de la política económica suponen el protagonismo simultáneo de potentes fuentes de incertidumbre que afectan a un ejercicio de proyección macroeconómica realizado en un momento como el actual. Una forma habitual de representar esa incertidumbre es calcular los errores de predicción en los que se ha incurrido históricamente y, sobre esa base, mostrar las bandas en torno a las cuales podría encontrarse con una cierta probabilidad la evolución efectiva de cada variable macroeconómica. Este es el enfoque que se ha utilizado para mostrar la incertidumbre que existe en torno a las proyecciones de crecimiento e inflación (véase gráfico 1). Sin embargo, este enfoque, al basarse en errores de predicción históricos, tiende a minusvalorar el grado de incertidumbre actual, que es mucho más elevado que el que ha prevalecido en los últimos años y que se ha tomado como base para calcular esos errores.

La sustancial revisión a la baja que se ha realizado en las proyecciones de crecimiento supone, entre otras cosas, un reconocimiento del hecho de que los riesgos a la baja identificados en los últimos trimestres se han ido materializando. En el nuevo escenario que recogen las proyecciones existen, sin embargo, riesgos de desviación en ambas direcciones: a la baja y al



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20%, 40%, 60%, 80% y 90%, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos. Se debe hacer hincapié en que la incertidumbre actual es considerablemente superior a la histórica.

Último dato observado: IV trimestre de 2008.

alza, encontrándose probablemente equilibrados en el conjunto del período, porque, si bien a corto plazo los peligros de desviación están más sesgados a la baja, a medio plazo puede que prevalezca la probabilidad de que se produzcan desviaciones al alza. De un lado, entre los riesgos bajistas, no puede descartarse que la recesión mundial se haga más profunda, de modo que los mercados de exportación caigan con más intensidad en 2009 y su recuperación en 2010 sea más tenue. Asimismo, la inestabilidad financiera podría prolongarse, especialmente si la propia caída de la actividad tuviera un efecto de retroalimentación, agravando los problemas financieros de las entidades de crédito. La pérdida de valor de la riqueza de las familias, tanto financiera como inmobiliaria, también podría ser más sustancial que la implícita en estas proyecciones, deprimiendo la demanda de los hogares. Pero, por otro lado, entre las posibilidades de desviación al alza hay que subrayar que las proyecciones aquí presentadas son coherentes con un fuerte incremento de la tasa de ahorro de las familias en 2009 y 2010, que, si fuera algo menor, supondría una menor contribución negativa del consumo privado al crecimiento. Además, las medidas extraordinarias adoptadas por los gobiernos y bancos centrales de todo el mundo podrían también tener un impacto más intenso o más rápido en la recuperación de tasas positivas de crecimiento, en el mundo y también en España, donde la sensibilidad de la carga financiera de las empresas y familias a los tipos de interés es muy elevada.

En el caso de la inflación, los riesgos que rodean estas proyecciones también parecen equilibrados. La debilidad del gasto se ha considerado como un factor determinante en la desaceleración de los precios que habían mostrado una mayor rigidez en el pasado, como los servicios, al tiempo que se supone una cierta moderación de los salarios, de los costes laborales

unitarios y de los márgenes empresariales. Una caída más fuerte o prolongada de la actividad, o un mayor abaratamiento de las materias primas, podrían hacer que esos movimientos fueran algo más intensos, aunque tampoco puede descartarse que la economía española mantenga algunos de los rasgos de rigidez en la formación de precios y costes que ha mostrado en el pasado.

En suma, la economía española ha experimentado a lo largo del último año un ajuste muy severo y la situación económica en 2009 y 2010 se presenta complicada, dentro de un patrón de recesión profunda que previsiblemente dará paso a una reanudación incipiente del crecimiento en la última parte del horizonte de proyección. La superación de la crisis internacional desempeñará un papel fundamental en la modulación de la recuperación. La corrección de los desequilibrios propios inducida por el fuerte ajuste de la demanda y la actividad ayudará a restablecer las condiciones del crecimiento, pero la política económica tiene que desempeñar un papel fundamental para limitar los elevados costes que ya está produciendo ese proceso de ajuste. La fuerte caída del gasto justifica la utilización de políticas de estímulo a la demanda. La política monetaria de la zona del euro ha adquirido un tono abiertamente expansivo, que tendrá importantes efectos estimulantes del gasto, que se harán notar de forma progresiva, conforme se vayan trasladando las bajadas de tipos de interés y los planes de saneamiento del sistema financiero internacional proporcionen elementos de alivio de las tendencias a la contracción del crédito, a lo que también contribuirá el descenso previsto de la inflación. La política presupuestaria también se ha utilizado de modo expansivo en los últimos meses, reforzando el papel ya sustancial que desempeñan los estabilizadores automáticos. Sin embargo, el margen de actuación disponible es limitado, dado el rápido aumento del déficit público que se ha producido como consecuencia de una elevada sensibilidad de los ingresos públicos a algunos rasgos del ciclo de la economía española y del aumento del gasto público que la crisis y las medidas adoptadas para combatirla comportan. En este sentido, hay que tener en cuenta que los elevados déficits presupuestarios que se proyectan para 2009 y 2010, por encima del 8% del PIB en ambos casos, se basan en el supuesto de que no se adoptan medidas discrecionales adicionales a las ya aprobadas. En cualquier caso, el rápido deterioro de las cifras de déficit y de deuda pública es muy ilustrativo de la importancia que reviste la adopción de planes de consolidación presupuestaria que permitan la reconducción de las finanzas públicas a la senda de estabilidad cuando la actividad vuelva a recuperar tasas positivas de crecimiento. En todo caso, más allá del uso de las políticas de demanda, la intensidad de la recuperación y la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía española dependen, sobre todo, de la realización de los ajustes estructurales necesarios que promuevan la mejora de la productividad a largo plazo y el relevo en las inversiones productivas. En particular, dada la evolución tan negativa que se proyecta en el mercado de trabajo, con un aumento de la tasa de paro muy sustancial en 2009 y 2010 en ausencia de medidas, adquiere gran relevancia el avance en las reformas orientadas a mantener la intensidad y la persistencia del ajuste del empleo, incorporando mecanismos que incentiven que los ajustes se realicen en mayor medida a través de los salarios y condiciones de empleo, y no mediante la destrucción de puestos de trabajo.

Tras este resumen, en la siguiente sección del informe se hacen explícitos los supuestos externos que subyacen a las proyecciones formuladas. El tercer apartado realiza un diagnóstico detallado de las perspectivas de la economía española, mientras que, en el último, se analizan cuáles son los principales riesgos que gravitan sobre el escenario central descrito.

Los supuestos externos de las proyecciones

Las proyecciones elaboradas por el Banco de España se fundamentan en un conjunto de supuestos sobre la trayectoria de los principales condicionantes exógenos de las variables de actividad, precios y costes de la economía española.

Tasas de variación anual salvo indicación en contrario							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Proyección
	Entorno internacional						
Producto mundial	4,0	5,3	5,3	4,9	4,7	3,2	-0,6
Mercados mundiales	5,2	10,8	7,9	9,2	6,5	3,7	-6,5
Mercados de exportación de España (a)	3,8	8,2	6,5	8,1	6,1	3,4	-4,6
Precio del petróleo en dólares (nivel)	28,9	38,3	54,4	65,4	72,7	98,0	46,5
Precios de exportación de los competidores en euros (b)	-5,6	-0,5	3,5	3,1	0,2	2,3	0,7
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,13	1,24	1,24	1,26	1,37	1,47	1,27
Tipos de interés a corto plazo (EURIBOR a tres meses)	2,3	2,1	2,2	3,1	4,3	4,6	1,7
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a 10 años)	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4	4,3
							4,7

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

(*) Fecha de cierre de las predicciones: 13.3.2009.

a. Ponderados por su participación en las exportaciones de España.

b. Ponderados por su participación en las exportaciones españolas ajustada por el efecto de terceros mercados.

Las proyecciones de los tipos de cambio, tipos de interés y precios del petróleo se basan en la evolución de los respectivos mercados en el momento inmediatamente anterior al de la formulación de las previsiones¹. En el caso del tipo de cambio del euro, el supuesto realizado es que esta variable permanece constante en el valor vigente en el mercado de contado en el período de referencia, lo que se traduce, en términos del tipo de cambio bilateral frente al dólar, en un valor del euro un 14% más depreciado en el promedio de 2009 frente al de 2008 (véase el cuadro 1). La senda de los tipos de interés a corto plazo (medidos por el EURIBOR a tres meses) se obtiene de las expectativas implícitas en los mercados de futuros. De acuerdo con esta información, el tipo de interés a corto plazo se situaría, por término medio, en el 1,7% en 2009, casi 3 pp menos que en 2008, y en el 2% en 2010. Por su parte, la trayectoria de los tipos de interés a largo plazo, aproximada a través de las expectativas de mercado de la evolución del rendimiento de la deuda pública a diez años, es bastante estable, situándose en el 4,3% en 2009 y en el 4,7% en 2010. El precio del petróleo se colocaría en 46 y 51 dólares en el promedio de 2009 y 2010, respectivamente, de acuerdo con las expectativas de los mercados de futuros de esta materia prima en el período de referencia, lo que supone un descenso de más del 50% en 2009 respecto al año previo. En cuanto al precio de la vivienda, se esperan tasas negativas de variación en 2009 y 2010, prolongando el perfil de caídas observado recientemente.

Por lo que se refiere a las condiciones crediticias, se supone que los márgenes sobre los tipos de interés de mercado aplicados a los créditos se mantienen en niveles similares a los observados en el período más reciente y que el endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos continúa, aunque a menor ritmo, moderándose progresivamente a lo largo del horizonte de proyección. Con todo, es preciso reconocer las dificultades de incorporar en un ejercicio de proyección los efectos de las restricciones financieras, cuyo impacto en el gasto de los agentes está sometido a una gran incertidumbre.

1. Al objeto de evitar que estas proyecciones se vean distorsionadas por los efectos de la volatilidad de un día concreto, se adoptan valores promedio de un período de referencia algo más largo que la propia fecha de cierre de la información (en concreto, las dos semanas que la preceden). El cálculo de estos supuestos externos está en línea con los procedimientos que se aplican habitualmente en los ejercicios de proyección del Eurosistemas.

Por lo que respecta al contexto internacional, la evolución futura de las variables de comercio exterior de la zona del euro se corresponde con la incorporada en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que se presentan en el Boletín Mensual del BCE de marzo de 2009. En este año, se espera una contracción del producto mundial, ligada, sobre todo, a la debilidad de los países industrializados, mientras que los países emergentes conservarían tasas de expansión positivas, pero muy inferiores a las experimentadas en los últimos años. Esta recesión mundial está conduciendo a un descenso de los mercados de exportación españoles, que disminuirían un 4,6% en 2009, tasa inferior en 10 pp a la estimada hace un año. Para 2010 se espera una recuperación modesta de los mercados exteriores, con un incremento del 1,2%.

Finalmente, debe destacarse que estas previsiones incorporan los efectos de las diversas medidas presupuestarias aprobadas en España en los últimos meses, que afectan a diferentes partidas de los ingresos públicos (como IVA, IRPF o impuesto de sociedades) y del gasto (como inversión pública o prestaciones por desempleo). En cambio, no se han incluido los efectos de las eventuales medidas presupuestarias o de otro tipo que pudieran adoptarse en el futuro.

Perspectivas de la economía española

El crecimiento del PIB se situó en el 1,2% en 2008, 1,2 pp menos que lo previsto en el informe publicado en marzo de ese año, como consecuencia de una evolución más desfavorable de casi todos los componentes de la demanda nacional, salvo el consumo público (véase cuadro 2). Las exportaciones también se comportaron peor de lo proyectado hace un año, aunque el intenso ajuste a la baja que tuvo lugar en las importaciones hizo que la demanda exterior neta presentara una aportación positiva al crecimiento, de 1 pp, más elevada que la prevista.

En el primer semestre de 2008 la actividad todavía mostró tasas de crecimiento intertrimestral positivas, aunque más modestas que las que habían caracterizado la fuerte expansión del producto en los años precedentes. La evolución negativa de la riqueza de las familias, con caídas de las cotizaciones bursátiles y una desaceleración continuada de los precios de la vivienda, y el inicio del proceso de destrucción de empleo y el aumento de la tasa de paro comenzaron a hacer mella en las decisiones de gasto de los hogares, moderando el consumo y deprimiendo la inversión residencial. La inversión en equipo también dio muestras de una mayor atonía, en tanto que las exportaciones presentaron una evolución todavía favorable. En la segunda mitad de 2008, el entorno internacional y financiero sufrió un severo deterioro, en especial, con la agudización de la crisis bancaria en Estados Unidos y la propagación de esas tensiones al resto del mundo. En el caso español, estas tendencias desencadenaron un ajuste más intenso del consumo y de la inversión, al tiempo que la rápida contracción de las principales economías mundiales condujo a una sustancial disminución del comercio y de las exportaciones en los últimos meses del año. Todo ello se reflejó en un descenso de los niveles de confianza hasta mínimos históricos y en una actitud más restrictiva de las entidades en su política de oferta crediticia, y condujo a que la economía española experimentara caídas de la actividad en el segundo semestre. Los efectos de estos desarrollos se observan claramente en las decisiones de gasto de las familias, pues, aunque su renta disponible registró en 2008 un aumento bastante intenso (por encima del 3%), entre otras razones por el impulso fiscal suministrado, el consumo se estancó en los niveles de 2007, de modo que la tasa de ahorro de los hogares se incrementó significativamente.

En 2009 se prevé una continuación de la tendencia recesiva observada en los dos últimos trimestres, de modo que el PIB caería un 3% en el conjunto del año, tasa inferior en 5 pp a la proyectada en marzo de 2008. Esta revisión tan sustancial ofrece una idea del cambio tan

	Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB							
							Proyección	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB	3,1	3,3	3,6	3,9	3,7	1,2	-3,0	-1,0
Consumo privado	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	0,1	-3,1	-0,4
Consumo público	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	5,3	3,5	2,1
Formación bruta de capital fijo	5,9	5,1	7,0	7,1	5,3	-3,0	-15,1	-10,3
<i>Inversión en bienes de equipo</i>	4,1	5,1	9,2	10,2	10,0	-1,1	-24,3	-12,6
<i>Inversión en construcción</i>	6,2	5,4	6,1	5,9	3,8	-5,3	-12,9	-11,6
Exportación de bienes y servicios	3,7	4,2	2,5	6,7	4,9	0,7	-8,9	2,9
Importación de bienes y servicios	6,2	9,6	7,7	10,3	6,2	-2,5	-15,1	-2,6
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,9	4,9	5,3	5,3	4,4	0,1	-5,6	-2,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,8	-1,7	-1,7	-1,5	-0,8	1,0	2,5	1,4
Deflactor del consumo privado	3,1	3,6	3,4	3,4	3,2	3,8	0,2	1,5
Costes laborales unitarios	2,9	2,4	3,3	3,2	2,9	3,4	0,8	1,5
Remuneración por asalariado	3,6	3,0	3,7	3,9	3,7	5,3	3,1	2,7
Productividad aparente del trabajo	0,7	0,6	0,4	0,7	0,8	1,8	2,3	1,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,4	2,7	3,2	3,2	2,9	-0,6	-5,2	-2,1
Tasa de paro (% de la población activa)	11,1	10,6	9,2	8,5	8,3	11,3	17,1	19,4
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	12,0	11,3	11,3	11,2	10,2	12,9	16,2	16,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-2,9	-4,8	-6,5	-8,4	-9,7	-9,1	-5,3	-4,4
Capacidad(+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-0,2	-0,4	1,0	2,0	2,2	-3,8	-8,3	-8,7

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE).

(*) Fecha de cierre de las predicciones: 13.3.2009.

Último dato publicado de la CNTR: IV trimestre de 2008.

brusco que ha tenido lugar en las economías mundial y española en el último año. Aunque el comienzo de las turbulencias financieras data del verano de 2007, a comienzos de 2008 las perspectivas existentes apuntaban a una gradual absorción de los efectos de esas tensiones, con un impacto limitado en las economías. Sin embargo, los acontecimientos de los últimos meses han dado lugar a una nueva fase del período de inestabilidad, que se ha convertido en una severa crisis bancaria y financiera, que ha conducido a la economía mundial a una recesión generalizada. En España, estos efectos se han superpuesto al ajuste que ya estaba experimentando la economía, especialmente en el sector inmobiliario, agudizando la contracción en las variables macroeconómicas que ya habían comenzado a moderarse y extendiendo la caída a otras más sensibles a las condiciones financieras y a la situación de la economía mundial. El abrupto cambio en las proyecciones económicas en el último año en España y en otras áreas del mundo se describe con detalle en el recuadro 1.

La caída del PIB en 2009 se basa en el descenso de todos los componentes de la demanda nacional, salvo el consumo público, con un impacto en el crecimiento que solo amortiguaría parcialmente la mejora de la contribución del sector exterior al producto, debido al fuerte ajuste en el nivel de importaciones, que compensaría el efecto negativo de la sustancial caída del comercio mundial sobre las ventas al exterior (véase gráfico 2). El consumo privado disminuirá un 3% en 2009, pese al ligero incremento que se proyecta en la renta disponible en términos reales. Este aumento se basa en el mantenimiento de una contribución positiva de las Administraciones Públicas a la renta de los agentes a través de mayores prestaciones y menores impuestos; en unos menores pagos netos por intereses, debido a la bajada de los tipos de interés a corto plazo; y en la disminución de la inflación, que se situará en torno al 0,2% en el promedio del año, lo que contribuiría favorablemente al mantenimiento del poder adquisitivo de las rentas. En este contexto, la caída del consu-

Las proyecciones macroeconómicas realizadas a lo largo del último año para las distintas economías del mundo han sufrido continuas y sustanciales revisiones a la baja, que han ido acompañando el proceso de agudización de la crisis financiera y de extensión de la recesión a diferentes áreas y mercados. El *Informe de proyecciones de la economía española* publicado por el Banco de España el 1 de abril de 2008 también anticipaba una expansión del PIB en el pasado ejercicio que era notablemente superior a la que se produjo finalmente, conteniendo, asimismo, una proyección mucho más favorable para 2009. En concreto, frente a la expansión del producto del 2,4% prevista para 2008, el año se cerró finalmente con una tasa de crecimiento del 1,2%, según las estimaciones más recientes del INE. Para el presente ejercicio, el ritmo de avance proyectado hace un año era del 2,1%, 5 pp más alto que el previsto ahora. La elevada magnitud de esta revisión ilustra el considerable empeoramiento de las perspectivas de la economía española en el lapso de tiempo transcurrido desde la publicación del anterior *Informe de proyecciones*.

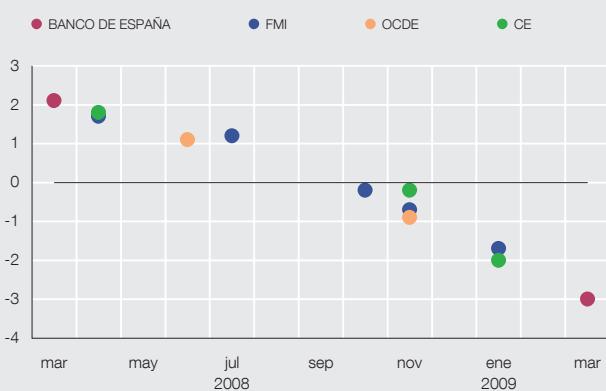
Este deterioro se pone de manifiesto también en las sucesivas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB en España en 2009 realizadas por las principales instituciones internacionales. En el gráfico de la izquierda se recogen las previsiones sobre esta variable formuladas en el último año por la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional y la OCDE para el año 2009, junto con las propias proyecciones del Banco de España de marzo de 2008 y marzo de 2009. El cambio en las perspectivas desde marzo del año pasado ha venido determinado crucialmente por los efectos negativos sobre la confianza de los agentes económicos y sobre sus posibilidades de financiar sus decisiones

de gasto derivados de la persistencia de la crisis financiera internacional, además de por el impacto de esta en la economía mundial. El deterioro de esas perspectivas se intensificó tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, lo que explica que, aunque las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento de la economía española han sido continuadas a lo largo de los últimos doce meses, se hayan hecho más pronunciadas a partir de octubre.

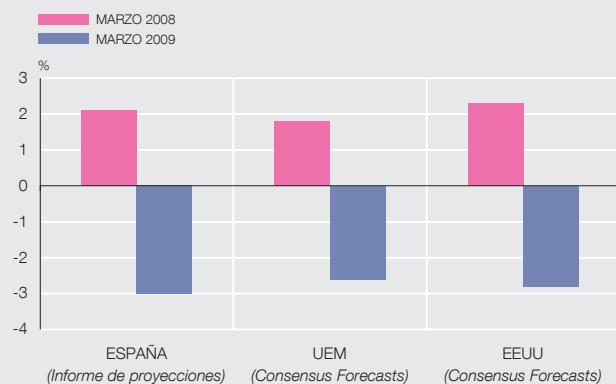
Pero, además, como se comentó al principio, los efectos de la crisis financiera y económica han sido un fenómeno global, que ha afectado muy intensamente a todas las economías mundiales, de modo que, de forma análoga a lo ocurrido en España, todas ellas han experimentado sustanciales revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento del producto formuladas por las distintas instituciones. A modo de ejemplo, en el gráfico de la derecha se comparan las proyecciones del crecimiento del PIB de España en 2009 en el presente Informe y en el publicado hace un año con las previsiones en períodos similares para la UEM y Estados Unidos incluidas en el *Consensus Forecasts*, publicación que recoge periódicamente las previsiones de diversas instituciones y analistas sobre la economía mundial. Como puede apreciarse, la revisión a la baja realizada por el Banco de España en la tasa de crecimiento de 2009 no es muy distinta de los cambios en las previsiones elaboradas por la media de los analistas tanto para la UEM como para Estados Unidos en el último año. La elevada intensidad de estas revisiones en las proyecciones de crecimiento en 2009 realizadas por las diversas instituciones para las distintas economías pone de relieve la magnitud inusualmente elevada de la perturbación sufrida por la actividad mundial en el curso de 2008.

CRECIMIENTO DEL PIB EN 2009

Previsiones para España de distintas instituciones (a)

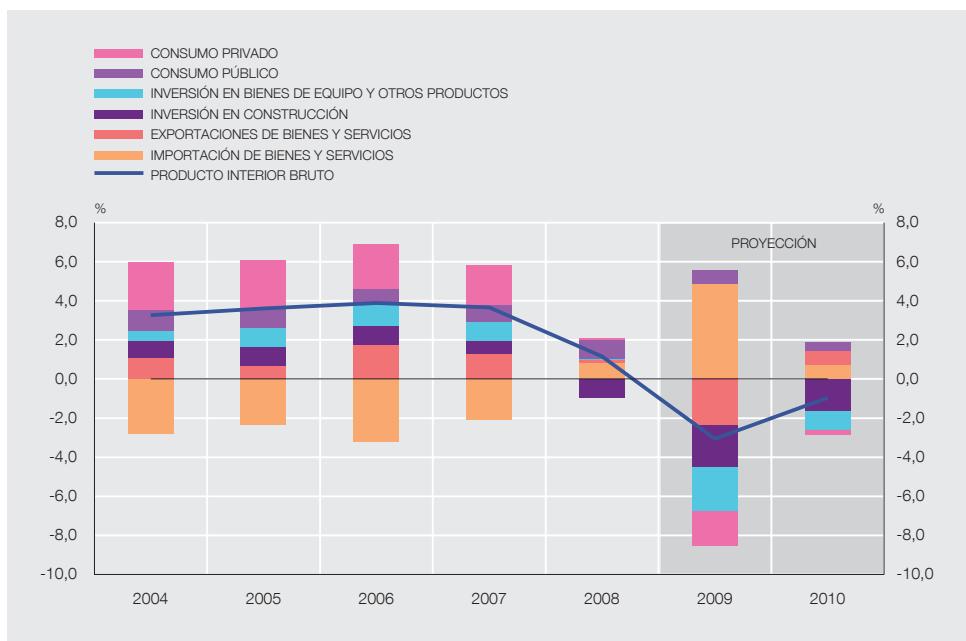


Previsiones realizadas para las distintas áreas geográficas



FUENTES: Banco de España, FMI, OCDE y Comisión Europea.

a. El eje de abscisas señala el momento en que se formuló cada previsión.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: IV trimestre de 2008.

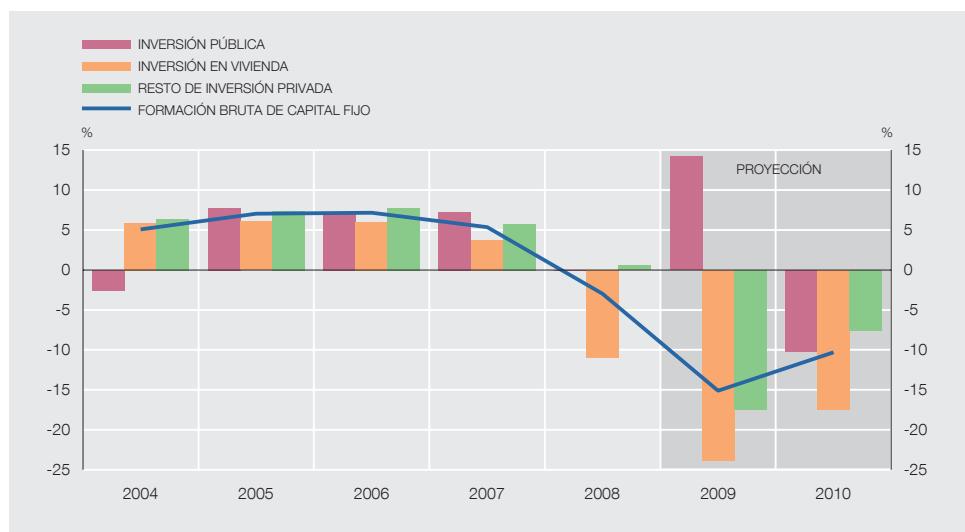
mo en 2009 se refleja, como ya lo hizo el año pasado, en un pronunciado aumento de la tasa de ahorro de las familias, hasta situarse por encima del 16%; esto es un síntoma del elevado grado de incertidumbre que rodea a las decisiones de estos agentes, de la pérdida de valor de su riqueza, de la necesidad de reducir el endeudamiento acumulado en los últimos años y, en suma, de la precaución con que los hogares afrontarían sus decisiones de gasto en el futuro próximo.

La inversión residencial también experimentará un descenso sustancial en 2009, con una caída superior al 20%, en la medida en que la oferta se está ajustando rápidamente a la disminución de la demanda y al exceso de capacidad existente en el sector (véase gráfico 3). La inversión total en construcción —que comprende, además de la inversión residencial, la realizada por las empresas y la obra civil— descenderá en menor magnitud, debido al efecto positivo del Fondo Estatal de Inversión Local que se pondrá en marcha en el segundo trimestre del presente año. De acuerdo con nuestras estimaciones, ese plan podría tener un efecto positivo de 0,3 pp de crecimiento del PIB en el promedio de 2009 y 2010. La contracción más acusada se registraría en la inversión en bienes de equipo, pues la disminución de la demanda nacional y externa, y la gran incertidumbre sobre las perspectivas económicas, deprimirán la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión.

Para 2010 se estima que la actividad siga cayendo, aunque a un ritmo más modesto, del 1%. Esta proyección —que supone que el mínimo cíclico se situaría en 2009— se fundamenta en la recuperación esperada del entorno exterior, con un crecimiento mundial algo por encima del 2%, y en la gradual absorción de los efectos más intensos de la crisis financiera. En realidad, buena parte de la caída del producto proyectada para 2010 obedece al arrastre que suponen las tasas negativas del presente ejercicio, pues se estima que en la segunda mitad del año próximo la actividad se estabilizaría e, incluso, podría empezar a crecer de nuevo. La demanda nacional seguiría contrayéndose en ese año, aunque a un ritmo menor, mientras que las exportaciones repuntarían al abrigo de la recuperación del comercio mundial. La demanda

DESAGREGACIÓN DE LA INVERSIÓN
Tasas de variación en términos reales

GRÁFICO 3



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: IV trimestre de 2008.

exterior neta continuaría realizando una aportación positiva al crecimiento del PIB, aunque inferior a la de 2009.

La caída de la actividad conducirá a una disminución significativa del empleo, que descendería un 5,2% en 2009 y un 2,1% en 2010, con lo que la tasa de paro se situaría en el 17% en 2009 y por encima del 19% el próximo año, si no se toman medidas. La tendencia al aumento de la productividad aparente del trabajo que se inició en 2008, y que se encuentra ligada al rápido ajuste de la mano de obra, especialmente en la rama de construcción, se prevé que continúe en 2009, hasta alcanzar un 2,3% (frente al 1,8% de 2008), pero se moderaría hasta el 1,2% en 2010, una vez que el grueso de la destrucción de puestos de trabajo en la construcción ya se hubiera producido. Por otro lado, se estima que el crecimiento de la remuneración por asalariado del total de la economía descenderá significativamente en 2009, como consecuencia, sobre todo, del menor impacto de las cláusulas de salvaguarda, causado por las bajas tasas de inflación observadas a finales de 2008, aunque se situaría aún en tasas relativamente elevadas, en torno al 3%, poco coherentes con la caída de la actividad y con el estancamiento de los precios de consumo. En 2010 se proyecta un descenso adicional en el incremento de la compensación por empleado, hasta el 2,7%, que es señal de un impacto modesto de la debilidad del producto en las negociaciones salariales. En cualquier caso, también hay que resaltar que, dentro de la compensación por empleado, se estima que la evolución de los salarios de los trabajadores del sector privado puede mostrar mayor sensibilidad a las condiciones cíclicas que la remuneración del empleo público.

La sustancial disminución de la inflación prevista para 2009, medida a través del deflactor del consumo privado (hasta el 0,2%, frente al 3,8% de 2008), se debe, sobre todo, a la fuerte caída de los precios del petróleo y de otras materias primas en los últimos meses, que contrasta con la escalada que experimentaron esos precios hasta el verano del pasado año. Pero también refleja, en parte, la moderación de los precios provocada por la debilidad de la demanda, que se observa en la disminución de las tasas interanuales de los precios de los servicios y de los bienes industriales. Para 2010, los efectos de base de los precios del petróleo y de otras materias primas desaparecerán, lo que supondrá un repunte de las tasas interanua-

les de inflación, aunque la atonía de la demanda debería favorecer que el crecimiento del deflactor del consumo privado se mantuviera en niveles moderados, en torno al 1,5%.

Este escenario recesivo supondrá la disminución de algunos desequilibrios que la economía española había venido acumulando a lo largo de su larga fase de expansión previa. En particular, la contracción del gasto privado en 2009 y 2010 va a conducir a una reducción del endeudamiento del sector, así como a una menor necesidad de financiación de la nación. Esta podría descender en casi 4 pp del PIB en 2009 y en otro punto porcentual adicional en 2010, pasando de estar situada por encima del 9% del PIB en 2008 a un registro del 4,4% del PIB en 2010. El déficit de bienes y servicios se vería recortado sustancialmente en estos dos años, con lo que el grueso de la necesidad de financiación al final del horizonte de proyección vendría determinado por los pagos netos por intereses (las denominadas *rentas de inversión*), que responden a la intensa acumulación de pasivos netos frente al exterior derivada de los elevados déficits registrados durante los últimos años.

Desde el punto de vista del endeudamiento neto de los sectores, la mejora de la necesidad de financiación de la nación sería el resultado del ajuste en el gasto de familias y empresas no financieras, mientras que se estima que el déficit público aumentará notablemente. Durante los últimos trimestres, la financiación captada por las familias y las empresas ha mostrado una pauta de fuerte desaceleración, proceso que en el caso de las sociedades ha sido más intenso en los sectores de la construcción y de la promoción inmobiliaria, mientras que el crédito a las compañías manufactureras y de servicios todavía avanzaba con un cierto dinamismo a finales de 2008. Esta evolución ha venido motivada en gran medida por factores cíclicos que han incidido tanto sobre la demanda como sobre la oferta de fondos, aunque también han influido otros elementos más directamente ligados a la crisis financiera internacional, como las mayores dificultades de obtención de recursos en los mercados internacionales adonde acudían las entidades españolas para financiar una parte de su actividad o las presiones del mercado para aumentar las ratios de capital.

La necesidad de ajustar el nivel de endeudamiento de las familias y las empresas, junto con la debilidad macroeconómica que se proyecta para los dos próximos años, sugieren que el ritmo de crecimiento de la financiación captada por estos sectores puede continuar reduciéndose. Esta pauta llevaría a un cierto descenso en las ratios de endeudamiento agregadas, lo que, junto con el recorte que se anticipa en el coste medio de la deuda viva, haría retroceder la carga financiera asociada, afectando positivamente a la renta disponible de estos agentes. Este proceso ayudará a sanear la situación patrimonial de los hogares y las sociedades, permitiendo una expansión del gasto a medio plazo sobre bases más robustas. No obstante, estos desarrollos podrían ser compatibles con un aumento del grado de presión financiera sobre determinados segmentos, y, en especial, sobre aquellos con un mayor volumen de recursos ajenos y más afectados por la recesión económica. Por otra parte, el patrimonio neto de los hogares, que se habría reducido durante el pasado ejercicio como consecuencia del curso desfavorable del valor de los activos financieros e inmobiliarios, podría continuar cayendo, a la luz del supuesto de caída del precio de la vivienda incorporado en las proyecciones macroeconómicas, generando un efecto riqueza negativo sobre el consumo y la inversión en inmuebles.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2008 con un déficit del 3,8% del PIB, lo que supone un deterioro de 6 pp respecto al año anterior, sustancialmente superior al inicialmente previsto. La magnitud de ese incremento da idea del fuerte impacto que ha tenido la recesión en las cuentas públicas a través del funcionamiento de los estabilizadores automáticos, aunque también es consecuencia de las diversas medidas discrecionales adoptadas para amor-

tiguar los efectos de la crisis sobre la demanda y de la brusca disminución de los ingresos que tenían un componente transitorio sustancial, vinculados, sobre todo, al auge inmobiliario. En 2009 se proyecta, de nuevo, un aumento del déficit significativo, hasta situarse por encima del 8% del PIB, que se debe al adverso contexto macroeconómico y a las medidas de carácter expansivo aprobadas hasta el momento. El incremento del déficit sería fruto, sobre todo, de la ampliación del gasto público en porcentaje del PIB, al aumentar los fondos dedicados a prestaciones por desempleo, inversión y consumo público, en un contexto de disminución del PIB en términos nominales. Los indicadores de impulso fiscal —que tratan de caracterizar la situación de la política presupuestaria en relación con la posición cíclica de la economía— apuntan a una orientación expansiva en 2009. El déficit se incrementaría adicionalmente en 2010. Finalmente, la ratio de deuda pública se situaría cercana al 50% en 2009 y al 60% en 2010. Debe recordarse que este deterioro tan sustancial de las finanzas públicas se basa en el supuesto de que no se adoptan nuevas medidas expansivas, lo que subraya el escaso margen de maniobra disponible para seguir utilizando la política presupuestaria como instrumento para impulsar la demanda y la importancia de los planes de consolidación para retomar la senda de estabilidad a medio plazo.

Riesgos en las previsiones

Las proyecciones presentadas describen una caída intensa del PIB en 2009 y, algo menos, en 2010, basada en una contracción de la demanda nacional que solo es amortiguada por la mejora de la contribución de la demanda externa al crecimiento económico. El año 2008 marcó con claridad la entrada de la economía española en una fase de ajuste, que, en un contexto financiero e internacional crítico, ha desembocado en una recesión severa. Se prevé que a lo largo de 2009 los agentes sigan revisando a la baja sus decisiones de gasto de consumo e inversión, y que la tasa de avance de su endeudamiento continúe moderándose, con lo que la demanda nacional disminuirá a un ritmo intenso, superior al 5%. El fuerte ajuste ya incorporado en 2009 y las ambiciosas medidas de política económica de estímulo a la demanda adoptadas nacional e internacionalmente permitirían proyectar una recuperación muy tenue en 2010, aunque en el conjunto del año la tasa de crecimiento sería todavía negativa.

Como se comentó en el primer apartado, la materialización efectiva de estas proyecciones está sometida a un grado de incertidumbre excepcionalmente alto. En el caso de la actividad, muchos de los riesgos identificados en el pasado se han materializado, de modo que se han incorporado al escenario central de las proyecciones. Hacia el futuro, los riesgos que rodean el actual ejercicio están posiblemente más equilibrados que en el pasado, con un predominio de los riesgos a la baja en los plazos más inmediatos y una probabilidad mayor de desviaciones al alza al final del período de proyección. No cabe duda de que la actividad económica mundial —tanto en los países industrializados como en los emergentes— puede resentirse todavía en mayor medida que lo actualmente anticipado de la crisis financiera internacional. También la propia crisis económica podría tener un efecto de retroalimentación de los problemas financieros, deteriorando la capacidad de las entidades de crédito para intermediar los flujos financieros y contribuir a la salida de la recesión. Tampoco podría descartarse una mayor contracción del gasto de las familias y empresas a la vista del empeoramiento de su situación patrimonial, del deterioro de la confianza y de las malas perspectivas económicas. Pero, al mismo tiempo, el estímulo proporcionado por las políticas presupuestaria y monetaria a nivel global podría conducir a una salida más rápida e intensa de la actual recesión, aunque, probablemente, ya en 2010. Asimismo, las diversas medidas adoptadas para apoyar a los sistemas financieros podrían aliviar algunas de las restricciones financieras presentes en los últimos trimestres. En el caso español, además, el saneamiento de los balances de familias y empresas podría colocar a estos agentes en una situación mejor en 2010 para emprender nuevas decisiones de gasto, aunque para ello resulta decisivo que el panorama actual de pesimismo se despeje. Un esfuerzo más decidido por parte de las autoridades para llevar a cabo refor-

mas estructurales que mejoren la regulación de los mercados e incentiven la productividad y competitividad de la economía sería también de gran ayuda para mejorar la confianza.

Por lo que se refiere a la inflación, los riesgos resultan también equilibrados. Es obvio que las proyecciones a corto y medio plazo dependen estrechamente de la evolución de los mercados de petróleo y de materias primas, que han mostrado una gran volatilidad en los últimos años. Estas proyecciones descansan en unos precios del petróleo que aumentan ligeramente en el horizonte de proyección, de acuerdo con los mercados de futuros, pero es evidente que la mayor o menor atonía en el desenvolvimiento de la actividad económica mundial podría modificar ese supuesto. Las proyecciones también incorporan un cierto efecto moderador de la debilidad del gasto sobre el proceso de fijación de precios, en línea con la mayor sensibilidad que están mostrando los precios de consumo en los últimos meses al tono más frágil de la demanda. Igualmente, una caída de la actividad más intensa o prolongada podría fortalecer esa presión bajista sobre los precios, aunque algunas rigideces presentes en la economía española, manifestadas en una escasa sensibilidad de los salarios a la evolución de la productividad y del ciclo, y en un insuficiente grado de competencia en algunos sectores, como los servicios, podrían entorpecer esa transmisión del descenso de la demanda a los precios.

20.3.2009.