

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

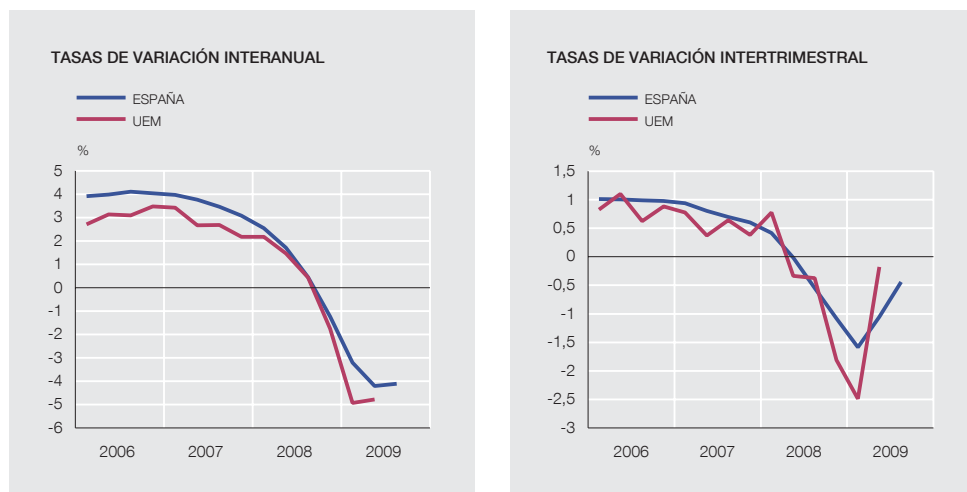
1 Rasgos básicos

Durante el segundo trimestre de 2009 la actividad económica siguió retrocediendo, aunque a un ritmo menos intenso que en el primero, cuando se alcanzó la fase más aguda de la contracción. El PIB registró una disminución intertrimestral del 1,1% (frente a una tasa del -1,6% observada en los tres primeros meses del año), mientras que se redujo un 4,2% en tasa interanual. El descenso del producto se debió a la caída de la demanda nacional (del 6,9%, en tasa interanual), en tanto que la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva de 3,1 puntos porcentuales (pp) del PIB.

Los indicadores referidos al tercer trimestre confirman la tendencia a la ralentización del ritmo de contracción de la actividad, en un entorno en el que prosiguió la normalización de los mercados financieros y en el que las condiciones macroeconómicas globales dieron signos de estabilización. Las estimaciones realizadas a partir de la información disponible, todavía incompleta, apuntan a un descenso intertrimestral del PIB del 0,4%, el menos pronunciado desde que se inició el episodio recesivo, si bien esta evolución más favorable está ligada en parte a medidas públicas con efectos transitorios. En términos de su tasa interanual, el PIB se contrajo un 4,1% en el período julio-septiembre (una décima menos que en el trimestre anterior), como resultado de un menor retroceso de la demanda nacional (hasta el 6,5%) y de una aportación positiva de la demanda exterior neta (de 2,7 pp). La suavización del perfil de caída intertrimestral se extendió a los principales componentes del gasto interno, aunque fue más acusada en el consumo de los hogares, sobre el que incidieron las ayudas directas a la adquisición de automóviles, y en la inversión pública, que reflejó el avance en la ejecución de los proyectos del Fondo de Inversión Local. En sintonía con estos desarrollos, la disminución del valor añadido bruto de las principales ramas productivas fue inferior a la de los trimestres precedentes y el mercado de trabajo ralentizó su ritmo de deterioro. La información de la EPA correspondiente al período julio-septiembre, muestra un descenso interanual de la ocupación del -7,3%, mientras que la tasa de paro se estabilizó en el 17,9% de la población activa. Finalmente, la tasa de variación del IPC registró una reducción adicional en el período comprendido entre julio y septiembre, hasta situarse en el -1%, como consecuencia, en buena medida, de la intensa corrección que está registrando la inflación subyacente, tal y como refleja el IPSEBENE, que al final del trimestre se situó en el 0,1%, la tasa más reducida de la serie histórica.

En el panorama económico internacional continuó la mejoría en los mercados financieros iniciada en marzo y aparecieron signos de reactivación económica en numerosas economías, tras un segundo trimestre en el que el descenso en la actividad se había moderado notablemente, como consecuencia de las políticas de estímulo de la demanda agregada y de apoyo al sistema financiero. En estas circunstancias, el PIB de los países desarrollados podría registrar tasas de crecimiento intertrimestral positivas en el tercer trimestre, así como, de modo más intenso, el de las economías emergentes, lideradas por los desarrollos en Asia, y en particular por China e India. Por su parte, la inflación mundial siguió reduciéndose, con lo que las tasas de variación de los precios de consumo volvieron a ser negativas en un buen número de países. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció con respecto a las principales divisas y, en los de materias primas, los precios del petróleo repuntaron en las últimas semanas de octubre, hasta situarse en torno a 77 dólares por barril de tipo Brent, y el oro alcanzó un máximo con el dólar.

La mejoría de la situación económica y financiera en los últimos trimestres ha determinado una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento en 2009 y en 2010, año para el que el FMI



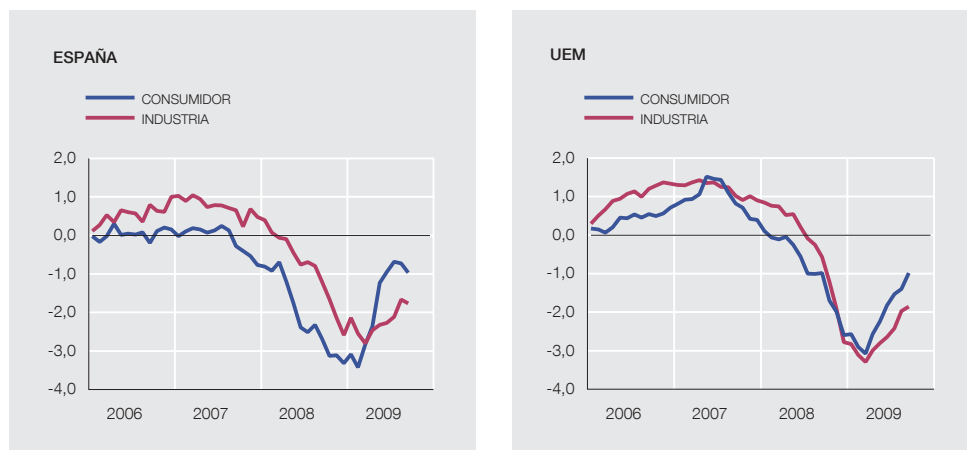
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

prevé un aumento del producto mundial próximo al 3% (frente a un descenso del 1,1% estimado para este año). No obstante, la incertidumbre sobre la secuencia y la intensidad de la recuperación continúa siendo elevada, debido principalmente a las dudas que prevalecen sobre la capacidad de crecimiento de las principales economías cuando los estímulos fiscales y monetarios se vayan replegando. La continuación de los ajustes en los mercados de trabajo, el deterioro de las finanzas públicas y la tendencia al desapalancamiento del sector bancario son elementos que pueden comprometer la senda de recuperación. Al mismo tiempo, existe una preocupación creciente por los efectos a largo plazo del ingente apoyo público, que ha centrado la atención en la necesidad de diseñar de manera adecuada las posibles estrategias de salida. En este sentido, mientras que las prioridades a corto plazo continúan siendo —tal y como ha refrendado la reciente cumbre del G 20 en Pittsburgh— el restablecimiento del correcto funcionamiento de los mercados financieros y el mantenimiento de políticas de estímulo de la demanda agregada, es necesario al mismo tiempo identificar el momento apropiado para la retirada de las medidas extraordinarias adoptadas y diseñar la manera de hacerlo sin socavar logros conseguidos.

En el período analizado, la orientación de las políticas monetarias y fiscales continuó siendo muy expansiva. En el ámbito de las finanzas públicas, la combinación de las medidas discrecionales de estímulo a la demanda agregada junto con la acción de los estabilizadores automáticos ha provocado un fuerte incremento de los déficits públicos, cuya financiación ha requerido la emisión de importantes volúmenes de deuda pública. Según las previsiones del FMI, el déficit público en el conjunto de las principales economías desarrolladas podría situarse en el 10% del PIB en 2009.

En cuanto a la política monetaria, los bancos centrales mantuvieron los tipos de intervención en los niveles mínimos históricos alcanzados en trimestres precedentes y continuaron suministrando una oferta ilimitada de liquidez. En Estados Unidos, el tipo de interés oficial permaneció en el rango del 0% al 0,25%, al tiempo que se producía un cierto repliegue de algunas de las facilidades de liquidez y financiación, acomodándose a una menor demanda por parte de las entidades financieras, aunque el uso de otras siguió intensificándose. El Banco de Inglaterra, por su parte, no modificó los tipos oficiales, que continuaron en el 0,5%, mientras que amplió su programa de compra de activos en agosto, hasta 175 mm de libras.



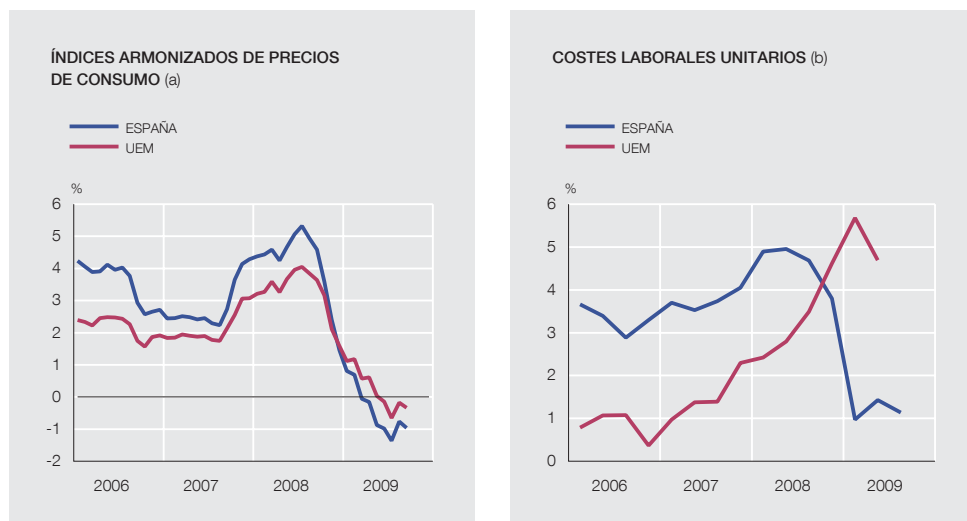
FUENTE: Comisión Europea.

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

El área del euro ha participado de estas tendencias generales. Así, los indicadores disponibles apuntan a que el crecimiento podría retomar tasas positivas en el tercer trimestre, impulsado por la mejoría del comercio internacional y las políticas de estímulo de la demanda agregada y de apoyo al sistema financiero que han ayudado a estabilizar los mercados. Las previsiones más recientes de los organismos internacionales e instituciones privadas han revisado al alza también el avance de la actividad en la UEM en 2009 y 2010, aunque siguen anticipando que la previsible recuperación será muy gradual y no exenta de dificultades. La inflación, que continuó estando muy condicionada por la evolución del precio del petróleo, se mantuvo en valores negativos a lo largo del tercer trimestre (-0,3% en septiembre), si bien el agotamiento en los próximos meses de los efectos base asociados a incrementos pasados de los precios de las materias primas hará que, previsiblemente, se retomen tasas de inflación moderadamente positivas hacia finales de año. Más a medio plazo, el elevado grado de holgura que registra la capacidad productiva hace muy improbable que puedan surgir presiones inflacionistas.

En el ámbito de las políticas económicas, las cifras más recientes notificadas por los Estados miembros en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo indican que el déficit de las AAPP se situaría en el 6,1% del PIB en 2009, frente al 1,9% del año anterior. Por su parte, el Consejo del BCE, en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre, decidió mantener los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 0,25% y el 1,75% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. Esta decisión se tomó en un contexto de signos crecientes de estabilización económica, perspectivas de que en los próximos meses la tasa de inflación vuelva a situarse en niveles moderadamente positivos y de anclaje de las expectativas de inflación en el medio y largo plazo en niveles compatibles con el objetivo de política monetaria. Además, el BCE continuó proporcionando un volumen amplio de liquidez, a través de los distintos instrumentos disponibles, incluyendo la segunda subasta de financiación a un año, que realizó a un tipo fijo del 1% a finales de septiembre. Por otro lado, el Eurosistema inició el programa de compras de bonos garantizados y cédulas hipotecarias emitidos en la zona del euro, que está teniendo un impacto muy positivo en el funcionamiento de los mercados.

Como resultado de todas estas medidas, en el tercer trimestre y en los días transcurridos de octubre los indicadores de tensión financiera, tanto en el ámbito global como en el área del



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

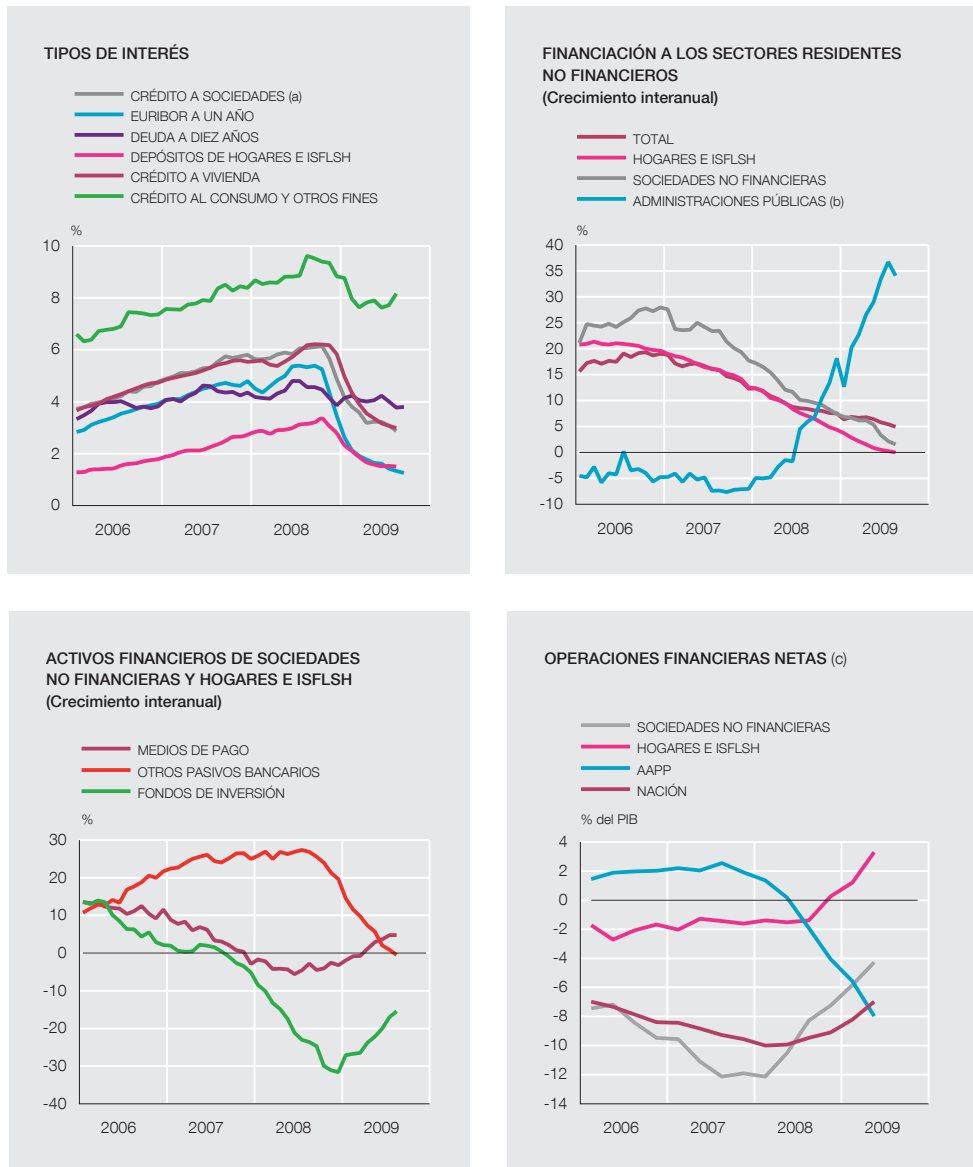
a. Tasas de variación interanual.

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

euro, prolongaron el tono de mejoría iniciada el pasado mes de marzo. En los mercados interbancarios, los tipos de interés siguieron descendiendo, al tiempo que se reducía nuevamente el diferencial entre los tipos negociados y los correspondientes a las operaciones bancarias con garantías. También se recortaron las primas de riesgo en los mercados de derivados crediticios y las cotizaciones bursátiles experimentaron notables ascensos, a la vez que redujeron su volatilidad. Finalmente, en los mercados de deuda pública se observaron recortes en las rentabilidades a largo plazo, a pesar de la mejoría de las perspectivas económicas y del aumento de las emisiones.

Por tanto, el entorno exterior de la economía española ha comenzado a dar signos de mejoría y las condiciones de financiación prosiguen su trayectoria de normalización. En España, los costes de financiación bancaria de los hogares y de las sociedades continuaron, por lo general, reduciéndose, aunque permanecen en niveles superiores a los que existían antes de que se iniciara el último ciclo de tipos de interés, sobre todo en las operaciones de mayor riesgo. Esta evolución refleja una política de concesión de crédito más cauta por parte de las entidades, en respuesta al deterioro de las perspectivas macroeconómicas y al incremento de la morosidad, lo que también se plasma en el resto de condiciones de concesión de financiación, que se habrían vuelto a endurecer, aunque a un ritmo más moderado que en los trimestres anteriores. En cuanto a los mercados bursátiles, las cotizaciones prolongaron la trayectoria ascendente iniciada en el mes de marzo, impulsando una recuperación de este componente de la riqueza financiera (el IBEX acumuló una revalorización durante la parte transcurrida de 2009 del 28%). En cambio, el precio de los inmuebles continuó su trayectoria de caída, del 0,9% entre julio y septiembre (del 8% en términos de la tasa interanual), aunque de forma menos pronunciada que en los tres meses anteriores.

Con este trasfondo, el retroceso del gasto de los hogares se atenuó en el tercer trimestre, debido a la ralentización del perfil de caída del consumo, como consecuencia, sobre todo, del impulso proporcionado por el plan de las ayudas directas a la adquisición de automóviles (Plan 2000E). En cambio, la inversión residencial prolongó el tono de acusada debilidad, estimándose un retroceso interanual del 27%, ligeramente más negativo que en el período com-



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.

prendido entre abril y junio. Sin embargo, las bajadas de tipos de interés y de los precios de la vivienda han situado los indicadores de accesibilidad en niveles más moderados, lo que ayudará a estimular la adquisición de viviendas.

En cuanto al consumo de los hogares, se estima un descenso interanual del 4,9%, tasa que es ocho décimas inferior a la del trimestre precedente, pero que resulta indicativa de la considerable atonía que muestra este componente de la demanda nacional. En efecto, a pesar de los impulsos expansivos que están generando las voluminosas transferencias de renta realizadas por las AAPP, la disminución en los intereses pagados y la caída de la tasa de inflación sobre la renta disponible, persisten factores muy potentes que inhiben las decisiones de gas-

to de los hogares. En concreto, hay que mencionar el efecto directo de la fuerte destrucción de empleo sobre las rentas salariales de las familias, a lo que habría que sumar los efectos riqueza negativos asociados a la reducción de los precios de los activos inmobiliarios. En todo caso, el ajuste del consumo está siendo superior al que explicarían estos determinantes principales (renta disponible y riqueza) y la tasa de ahorro de los hogares está intensificando su trayectoria ascendente, hasta situarse, en datos acumulados de cuatro trimestres, en el 17,5% de su renta disponible, lo que marca un máximo histórico y es 7 pp mayor que la tasa mínima que alcanzó en el primer trimestre de 2008. Este comportamiento refleja la reacción de las familias ante la incertidumbre de la actual coyuntura y, de forma muy particular, frente al aumento del desempleo, lo que incentiva el ahorro por motivo precaución. No obstante, el aumento del ahorro constituye una base imprescindible para la recuperación de una senda sostenible de gasto y forma parte del ajuste necesario para la mejora de su posición financiera.

En el contexto descrito, la deuda de los hogares siguió descendiendo, pero a menor ritmo que en trimestres previos, de modo que su crecimiento interanual en agosto fue nulo. Esta trayectoria se observó tanto en los préstamos destinados a la adquisición de vivienda como en los que financian el consumo y otros fines, que mostraron tasas de variación interanual del 0,5% y del -1,4%, respectivamente. No obstante, la caída del crédito apenas se reflejó en la ratio de endeudamiento de las familias, que permaneció en niveles similares a los del trimestre previo, en todo caso, por debajo del máximo que se alcanzó a finales de 2008, si bien la carga financiera continuó disminuyendo. Pese a esta relativa mejoría en la posición financiera del sector, el deterioro de las condiciones económicas y, en particular, el aumento de la tasa de paro habrían contribuido a que aumentara la proporción de hogares con dificultades para hacer frente al servicio de la deuda.

La puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las empresas siguió retrocediendo, en línea con su evolución en los meses previos, lo que resulta coherente con la debilidad de la demanda —tanto de su componente nacional como del exterior—, la existencia de expectativas de beneficios negativas y la incertidumbre sobre el inicio de una recuperación sostenida. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la caída de la inversión empresarial había propiciado una reducción de la necesidad de financiación en el segundo trimestre, hasta situarse en el 5,2% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres. Las condiciones de financiación, por su parte, experimentaron una incipiente mejoría en el período comprendido entre julio y septiembre, que se manifestó en la disminución del coste de financiación —tanto de la bancaria como de la que se materializa a través de la emisión de valores— y en un cierto alivio en la percepción del grado de dificultad de financiación que percibe el sector empresarial, aunque las condiciones de acceso al crédito continuaron siendo globalmente restrictivas. Con estos determinantes, el ritmo de crecimiento del crédito de las empresas continuó reduciéndose, hasta descender en agosto un 1,1%, en comparación con el mismo período del año anterior. No obstante, se estima que su ratio de endeudamiento en el tercer trimestre se habría mantenido estable, pues la desaceleración de la financiación ajena se habría compensado con la evolución desfavorable de las rentas empresariales. Por su parte, el descenso en los costes de financiación habría frenado la carga financiera soportada por las empresas, aunque siguieron aumentando los ratios de morosidad, principalmente en los sectores de la construcción y los servicios inmobiliarios.

Por lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la información todavía incompleta apunta a que en el tercer trimestre la demanda exterior volvió a amortiguar el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, como viene ocurriendo desde principios de 2008. Se estima una aportación positiva de la demanda exterior neta muy elevada (de 2,7 pp), pero inferior a la del período abril-junio. Tanto las exportaciones de bienes y servicios como las

compras al resto del mundo moderaron su ritmo de caída, en un contexto internacional menos desfavorable, que se reflejó en el retorno a tasas de crecimiento positivas de algunos de nuestros principales socios comerciales.

Precisamente, la contracción de la demanda interna está en la base de la profunda disminución que ha registrado el déficit comercial en lo que va de año —que se cifra en un 52% en los ocho primeros meses del ejercicio, en comparación con igual período del año anterior—, así como del recorte del saldo exterior, que, según los datos de la Balanza de Pagos, disminuyó hasta julio un 48%. Este comportamiento anticipa un descenso adicional de las necesidades de financiación de la nación en el tercer trimestre, tras haberse situado el trimestre previo en el 7% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, casi 3 pp por debajo del nivel alcanzado un año antes. No obstante, esta corrección del desequilibrio exterior se basa, sobre todo, en el retroceso de las importaciones, por lo que para consolidar esta trayectoria es necesario fortalecer la base exportadora y fomentar la competitividad de las empresas españolas.

Por el lado de la oferta, el ritmo de caída del valor añadido bruto de las principales ramas productivas fue también inferior al observado en el segundo trimestre, tendencia en todo caso más visible en términos del perfil intertrimestral. Cabe destacar, en particular, la trayectoria menos desfavorable de la actividad en el sector de la construcción, como consecuencia del repunte de la obra civil motivada por el volumen notable de ejecución de los proyectos ligados al Fondo Estatal de Inversión Local. Por el contrario, la edificación residencial se habría reducido a ritmos similares a los del trimestre precedente, en un contexto en el que, además del deterioro en las perspectivas de demanda y del aumento de la presión financiera que afronta el sector, el volumen de viviendas terminadas continúa siendo elevado y el exceso de la capacidad permanece en cotas altas.

La ralentización del ritmo de disminución del valor añadido bruto estuvo acompañada de un menor retroceso del empleo, que, de acuerdo con las estimaciones realizadas, podría haber caído un 7% en términos interanuales (frente a una tasa interanual del -7,1% en los tres meses previos). Como en trimestres precedentes, la destrucción de puestos de trabajo fue más pronunciada en las actividades de mercado, para las que se estima un descenso interanual de la ocupación por encima del 9%, e incidió, como en los últimos trimestres, muy especialmente en los contratos temporales, con lo que la ratio de temporalidad se situó, en el tercer trimestre de este año, en el 25,9%. La aminoración del ritmo de destrucción de empleo se concentró en la construcción, por los motivos ya mencionados, y, sin embargo, no se habrían producido mejoras en la industria ni en los servicios de mercado, si bien en estas ramas el ritmo de destrucción de puestos de trabajo ha sido comparativamente inferior durante la presente fase cíclica. El crecimiento de la productividad continuó siendo intenso, en línea con el del trimestre anterior.

Los costes laborales, por su parte, mostraron una cierta moderación, aunque posiblemente insuficiente a tenor de la extrema debilidad del mercado laboral y de la evolución de los precios. Los convenios colectivos registrados hasta septiembre incorporaron un incremento de las tarifas salariales del 2,7%, casi un punto inferior al pactado en 2008, aunque ello se ha debido principalmente a la ausencia de impacto de las cláusulas de salvaguarda este año, como consecuencia del comportamiento de los precios. No obstante, la información procedente de otras estadísticas laborales y la propia evolución de la remuneración por asalariado en la primera mitad del ejercicio muestran tasas de avance de los costes laborales más altas, próximas al 4%, una tasa que, aunque podría estar reflejando en parte los efectos inducidos por la destrucción de empleo en las actividades con salarios más bajos, debe considerarse muy elevada,

dada la situación por la que atraviesan la economía y, muy en particular, el mercado de trabajo. El aumento de la remuneración por asalariado de la economía de mercado en el tercer trimestre podría haberse situado en un nivel similar al de trimestres previos, lo que supondría un repunte significativo de los costes laborales en términos reales. En todo caso, el incremento de la productividad está permitiendo una significativa contención de los costes laborales unitarios, que registran avances muy inferiores a los de la UEM en los últimos trimestres.

Por su parte, la inflación respondió con intensidad a la debilidad de la demanda, de modo que los precios de consumo, tras haber alcanzado en julio un mínimo en su tasa de variación interanual del $-1,4\%$, siguieron mostrando tasas negativas en agosto y septiembre, hasta registrar un descenso del 1% en dicho mes. Una parte significativa de esta evolución se debió al fuerte retroceso de los precios de los productos energéticos, en comparación con los altos niveles que habían alcanzado un año antes, pero refleja asimismo la intensa corrección de la inflación subyacente, que finalizó el trimestre con una crecimiento interanual de tan solo el $0,1\%$. Cabe destacar, en particular, la caída de los precios de los productos industriales no energéticos, amplificado por la reducción de los precios de los automóviles, y la brusca desaceleración de los precios de los servicios, que históricamente se habían mostrado escasamente sensibles a la situación cíclica, pero que en esta ocasión han recortado su tasa de variación interanual en casi 2 pp en un año, hasta registrar un $1,8\%$ en septiembre. La evolución de los precios en España continuó siendo más moderada que en la zona del euro, de modo que el diferencial de precios en el tercer trimestre, medido por el IAPC, siguió siendo negativo ($-0,7$ pp). Sería altamente deseable preservar la tónica actual de ausencia de presiones inflacionistas y aprovecharla para consolidar una cierta ventaja comparativa en la que asentar la recuperación. Y, para ello, sería necesario abordar las reformas pertinentes en los mercados de bienes y servicios que ayuden a mantener la pauta de moderación en la formación de precios cuando se recupere el gasto.

El fuerte ajuste de la actividad se está manifestando, asimismo, en las cuentas públicas, que continuaron su proceso de deterioro en el tercer trimestre del ejercicio, impulsado adicionalmente por el impacto recaudatorio de las medidas expansivas adoptadas y por la caída de los ingresos extraordinarios. El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2010, recientemente aprobado por el Consejo de Ministros, plasma este deterioro en el déficit previsto para 2009, que se sitúa en el $9,5\%$ del PIB, al tiempo que proyecta situarlo en el $8,1\%$ en 2010. Por su parte, la ratio de deuda pública se elevaría al $62,5\%$ del PIB en ese mismo año. El descenso programado del déficit, en un entorno cíclico menos adverso que el de 2009, provendría, principalmente, del aumento previsto en los ingresos por la reversión de los efectos temporales de algunas de las medidas expansivas tomadas en estos últimos años, así como por las subidas programadas para el IRPF, el IVA y la imposición del ahorro, y, en menor medida, por determinados ajustes en el gasto público. Los Presupuestos Generales del Estado para 2010 confirman el compromiso con la estabilidad presupuestaria, en línea con los acuerdos europeos, pero no están exentos de riesgos, por lo que su estricto cumplimiento requiere un seguimiento y control riguroso de las desviaciones de ingresos y gastos que se pudieran producir, así como el concurso de los entes territoriales en la reducción del déficit.

2 Entorno exterior del área del euro

Tras los indicios de estabilización previos al verano, durante el tercer trimestre de 2009 se han observado señales generalizadas de reactivación de la actividad, liderada por las economías emergentes de Asia, mientras continuaba la tendencia hacia la normalización de los mercados financieros. Esta normalización viene caracterizada por un incremento del apetito por el riesgo de los inversores, un menor tensionamiento de las condiciones financieras y una mayor actividad en algunos segmentos del mercado, como el de renta fija privada. No obstante, el proceso de recuperación se prevé gradual y frágil. Por un lado, la mejora de la producción está siendo impulsada en el corto plazo por la recomposición de inventarios, que tiene un carácter transitorio, y, por otro lado, la actividad económica y financiera continúa siendo muy dependiente de las medidas de apoyo público implementadas por la mayoría de los países. Además, la recuperación económica se encuentra condicionada por los procesos de ajuste financiero aún en marcha en las economías desarrolladas y, en particular, por el desapalancamiento de hogares y empresas, la necesaria recomposición de su riqueza y la atonía del crédito, en un contexto en el que ciertos segmentos de los mercados de financiación, como el de titulizaciones, aún no se han recuperado.

La reactivación de una parte de los mercados financieros permitió que las grandes entidades financieras estadounidenses —salvo algunas excepciones— presentaran durante el tercer trimestre unos resultados mejores de lo esperado, lo cual ha contribuido a que muchas de ellas hayan podido reducir la participación pública en su accionariado. Asimismo, en Estados Unidos y en algunos otros países se ha comenzado a reducir el recurso a algunos planes de apoyo público al sector financiero, como las garantías y el uso de facilidades de liquidez y financiación. Aun así, la situación dista mucho todavía de haberse normalizado.

En todo caso, los indicadores de precios de la mayor parte de los mercados financieros mostraron una evolución positiva durante el trimestre. Los diferenciales de los mercados interbancarios y de crédito mantuvieron una senda descendente, y los mercados bursátiles registraron notables ascensos, alcanzando niveles anteriores al colapso de Lehman Brothers, en septiembre de 2008. Pese al incremento de las emisiones de deuda pública y del clima de mayor apetito por el riesgo, los tipos de interés a largo plazo registraron descensos significativos, en un contexto de fuerte demanda proveniente de los programas de compras de bonos de algunos bancos centrales y de incertidumbre en torno al vigor de la recuperación económica. En los mercados cambiarios destacó la depreciación del dólar, del renminbi —que sigue fijado al dólar— y de la libra esterlina, frente a prácticamente todas las divisas. Los mercados emergentes también mostraron una evolución muy favorable, que, en algunos segmentos, fue incluso mejor que en las economías desarrolladas. Por último, en los mercados de materias primas el petróleo se ha mantenido en el rango de precios alcanzado tras las subidas del trimestre anterior, evolución compartida por los principales metales industriales y por los alimentos, mientras que el precio del oro experimentó un rápido ascenso en su cotización en dólares, pero no así en otras monedas como el euro o el yen.

En Estados Unidos, según la estimación final del PIB del segundo trimestre, la economía se contrajo un 0,2% trimestral (–0,7% en tasa anualizada), sensiblemente menos que en el trimestre anterior (–1,7%). Los indicadores de mayor frecuencia del tercer trimestre continuaron ofreciendo señales mixtas. Por un lado, los indicadores de actividad mostraron avances positivos: los índices ISM apuntaron a una expansión de actividad y la producción industrial aumentó en septiembre por tercer mes consecutivo, a la vez que el uso de la capacidad instala-

Aunque la caída de la actividad derivada de la crisis económica parece haber tocado fondo y en los últimos meses se han revisado al alza las previsiones de crecimiento en la mayoría de las economías, la economía global está atravesando la recesión más profunda y generalizada desde mediados del siglo pasado.

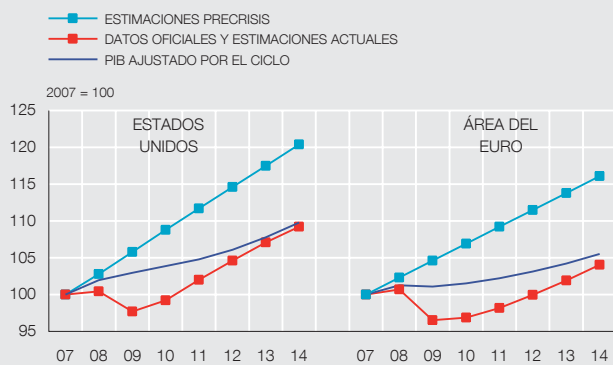
El coste de la crisis en términos de pérdida de producto solo será posible de calibrar con cierta perspectiva temporal. No obstante, es posible hacer una aproximación sencilla al impacto esperado de la crisis comparando las previsiones del PIB a medio plazo realizadas antes del desencadenamiento de las turbulencias con las más recientes, tomando en consideración los datos de actividad correspondientes a 2008. En concreto, en el ejercicio que se presenta en este recuadro se comparan las previsiones del *World Economic Outlook* del FMI, correspondientes a los meses de abril de 2007 y septiembre de 2009. También es conveniente considerar, en la medida en que los datos lo permitan, la trayectoria del producto ajustado por el ciclo económico. Dada la intensidad de la recesión, esta variable permite valorar mejor el impacto de la crisis sobre la capacidad de crecimiento de la economía en el medio plazo, pudiéndose interpretar, con ciertas cautelas, como una aproximación a la previsión de

crecimiento potencial futuro. El recuadro 2 presenta un análisis más detallado acerca del posible impacto de la crisis sobre el producto potencial en el área del euro.

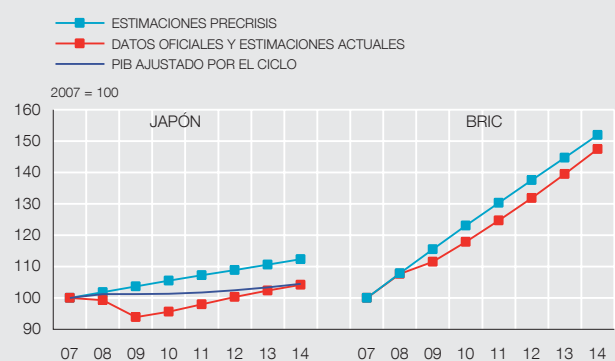
En los gráficos 1 y 2 se presentan, para un grupo seleccionado de países, las trayectorias del PIB entre los años 2007 y 2014, tomando el primero como año base (2007 = 100). En el caso de las previsiones actuales, se distingue entre la evolución del producto y las previsiones del PIB ajustado por el ciclo, para lo que se restan de aquel las brechas de producción estimadas por el FMI. Para las economías emergentes no se dispone de brechas de producción, por lo que no es posible derivarlo. El cuadro 1 recoge algunos resultados significativos del ejercicio comparativo para las principales economías avanzadas.

La recesión ha abierto unas brechas de producción muy amplias en todos los países, como se observa en el gráfico. La brecha máxima, que se alcanza en la mayoría de los casos en 2009, oscila entre los 3 pp del PIB en el área del euro y los 7 pp en Japón. Sin embargo, la crisis también ha afectado notablemente a la previsión de crecimiento del PIB ajustado por el ciclo, como muestra la caída de la pendiente

1A EVOLUCIÓN PREVISTA DEL PIB ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS



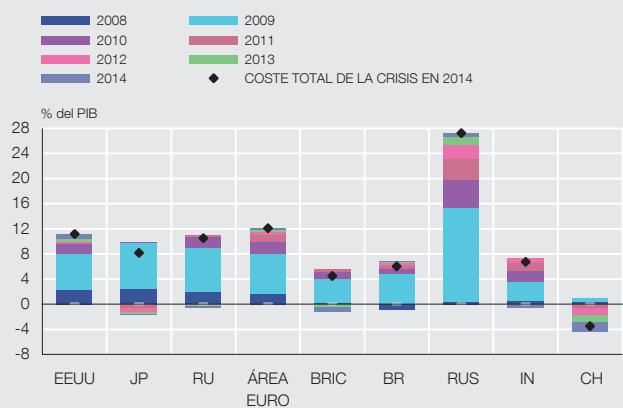
1B EVOLUCIÓN PREVISTA DEL PIB ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS



1 RESULTADOS DEL EJERCICIO PARA LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

	Brecha de producción máxima (a)	Δ PIB ajustado de ciclo. Promedio 2005-2007	Δ PIB ajustado de ciclo. 2014	Coste total acumulado de la crisis 2007-2014 (% del PIB) (b)
Estados Unidos	-4,5	2,4	2,0	11,2
Japón	-7,0	1,7	1,2	8,2
Reino Unido	-4,9	2,4	1,8	10,5
Área del euro	-3,1	2,5	2,1	12,1

2 EL COSTE DE LA CRISIS EN TÉRMINOS DE ACTIVIDAD ENTRE 2007 Y 2014. TOTAL Y CONTRIBUCIONES ANUALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO abril de 2007, art. IV Staff Reports 2007, y WEO octubre de 2009) y Banco de España.

a. En porcentaje del PIB ajustado de ciclo.

b. Diferencia entre el PIB previsto antes y después de la crisis para 2014, respecto al PIB de 2007.

te de la línea que lo representa en el gráfico. En la mayoría de los casos, la línea de producto ajustado por el ciclo se aplanan en el período posterior a la crisis, indicando tasas de crecimiento potencial cercanas a cero, debido a la reducción del stock de capital y del empleo inducida por la profunda recesión. A medida que se avanza en el horizonte de predicción, las brechas de producción se van cerrando y, con la recuperación del empleo y de la inversión, el crecimiento ajustado de ciclo comienza a repuntar. En el gráfico 1 se observa que, hacia el final del horizonte de previsión, las brechas de producción se cierran en todos los países, salvo en el área del euro. Sin embargo, en las economías avanzadas el crecimiento no recupera las tasas previas a la crisis ni siquiera cuando los factores cíclicos dejan de ser significativos. Como se observa en el cuadro, el crecimiento en el año 2014 es en torno a medio punto inferior al registrado, como promedio, en los tres años anteriores a la crisis. El Reino Unido es el país con una mayor revisión a la baja, del 2,4% al 1,8%. En Estados Unidos y en el área del euro la revisión es de cuatro décimas, pasando del 2,4% al 2% y del 2,5% al 2,1%, respectivamente. Aunque para las economías emergentes no hay datos del PIB ajustado de ciclo, la evolución paralela de las estimaciones precrisis y posteriores a partir de 2010-2011 sugiere que la reducción esperada del crecimiento a medio plazo no es significativa.

El coste de la crisis en términos de actividad en el horizonte de predicción (2008-2014) queda reflejado por la diferencia entre el nivel de producto en 2014 esperado antes de la crisis y con las previsiones actuales. En el gráfico 3 se ofrece una comparación del coste total

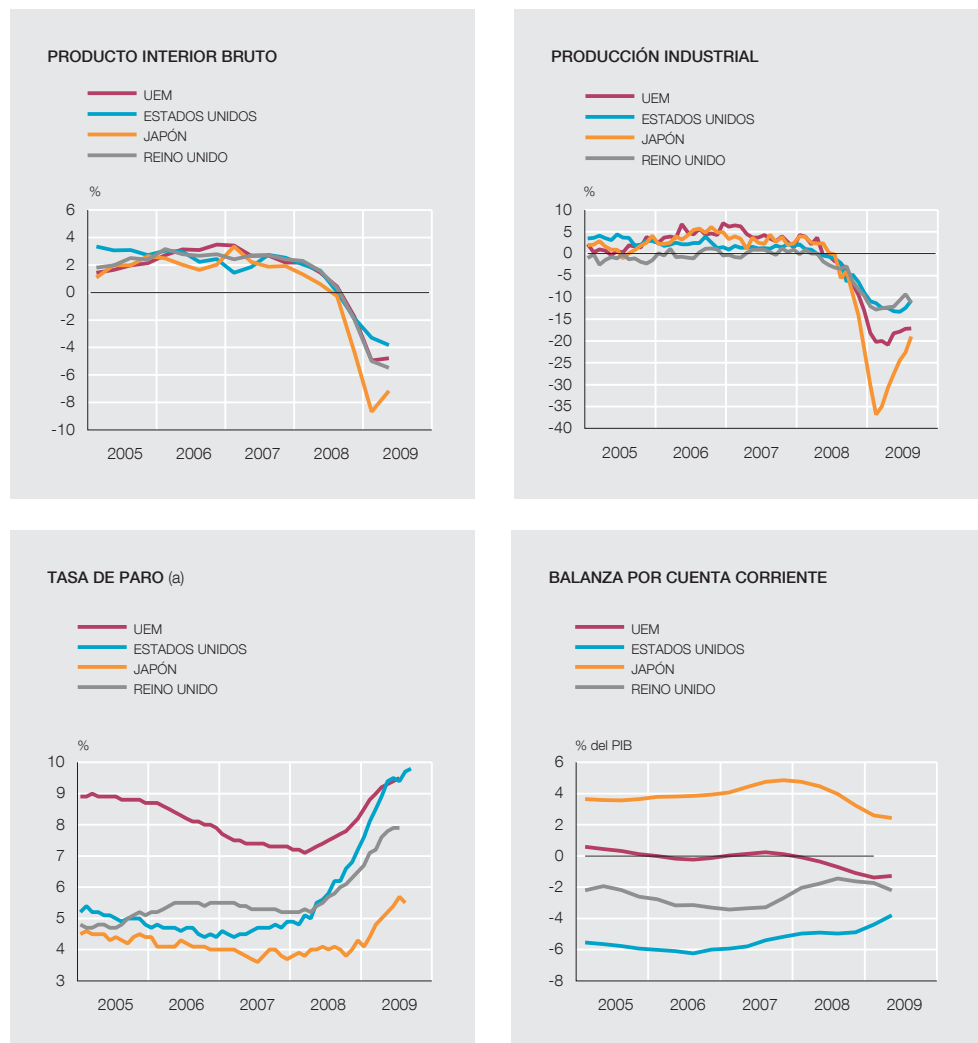
para diferentes países, expresada en porcentajes del PIB de 2007 y señalando la contribución de cada año al coste acumulado. Contribuciones negativas indican que la previsión actual de crecimiento es mayor que la previa a la crisis. Como era de esperar, dada la amplitud de las brechas de producción y la reducción del crecimiento potencial estimado, los costes se materializan, principalmente, en el año 2009.

Según esta aproximación, el coste de la crisis se sitúa en torno al 10% del producto en las economías avanzadas. Para Estados Unidos el coste estimado superaría los 11 pp del PIB, mientras que para el área del euro es del 12,1%, para Reino Unido del 10,5% y para Japón del 8,2%. Para las economías emergentes, el coste es notablemente menor —4% para el conjunto de las cuatro principales, los llamados BRIC—, pero muy heterogéneo. Para Rusia las pérdidas superan el 25% de su PIB, mientras que en China el coste es negativo, dado que las previsiones actuales son mejores que las que se proyectaban antes del verano de 2007.

Los resultados de este ejercicio comparativo muestran que se espera que la crisis tenga un coste elevado en términos de actividad, siendo bastante mayor en las economías avanzadas que en las emergentes (4%), salvo excepciones. Además, la significativa reducción del crecimiento al final del horizonte de predicción, respecto al previo a la crisis, en las economías avanzadas tiene implicaciones de más largo plazo, pues sugiere una reducción permanente o, al menos, muy persistente, de la capacidad de crecimiento de esas economías.

da recuperó el nivel de marzo. Por el lado de la demanda, continuó la mejora en el sentimiento del consumidor en el trimestre, que recuperó niveles de enero de 2008. Los indicadores de gasto mostraron avances positivos en el trimestre, aunque apoyados en las ayudas públicas destinadas a consumo. Por su parte, los indicadores del mercado de la vivienda mantuvieron las señales de estabilización observadas en el trimestre anterior y se frenó la caída de los precios. Sin embargo, el ritmo de destrucción de empleo se mantuvo elevado —aunque más moderado que en el primer trimestre—, lo que llevó la tasa de paro desde el 7,2% de finales de 2008 al 9,8% de agosto. En cuanto a los precios, el índice general descendió un 1,3% interanual en septiembre, mientras que la tasa de inflación subyacente aumentó ligeramente, hasta el 1,5%. En este contexto, en su reunión de septiembre, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0% al 0,25%. Aunque la mayoría de las medidas de apoyo persisten, algunas facilidades de liquidez y garantías introducidas tras la crisis se han dejado prescribir, debido a su escasa utilización ante la mejoría de la situación financiera. Por último, se presentaron las cifras de cierre del año fiscal 2009: el déficit ascendió a 1,4 billones de dólares (10% del PIB), algo menor que el previsto por el CBO en agosto (1,6 billones), y la deuda pública neta ascendió a 6,7 billones de dólares (47,2% del PIB).

En Japón, el dato revisado del PIB del segundo trimestre mostró un crecimiento positivo del 0,6% trimestral (–7,2% interanual), frente a la caída del 3,3% del trimestre anterior. En el tercer trimestre, la economía siguió mostrando signos de mejora en la actividad, pero continuó ha-

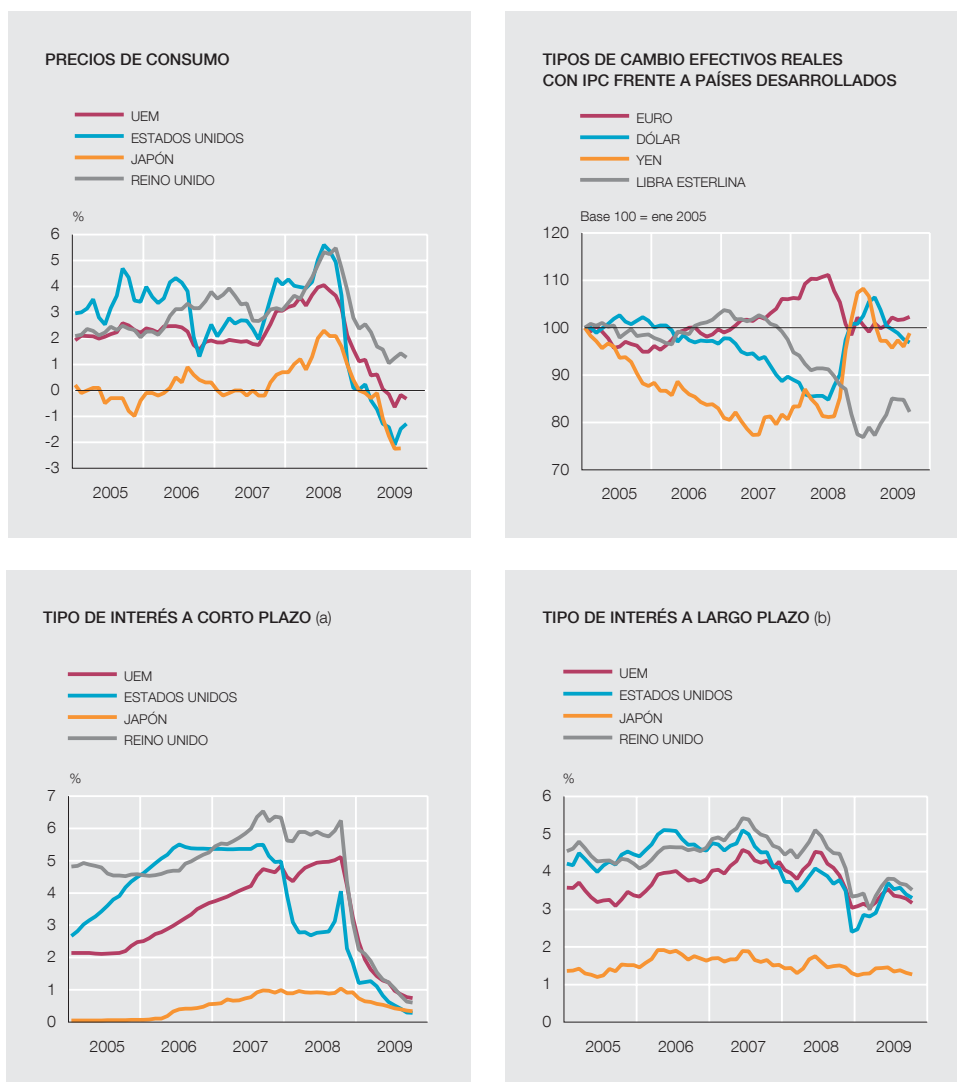


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

biendo un cierto desfase entre la fuerza de la demanda externa y la debilidad de la demanda interna. Todos los indicadores relacionados con las exportaciones prosiguieron su ascenso, mientras que los vinculados al consumo y a la inversión privada no acabaron de consolidarse. Cabe destacar que la producción industrial registró un aumento en agosto, por quinto mes consecutivo, mientras que el PMI de manufacturas se mantuvo, en septiembre, por encima del nivel asociado a una expansión. Pese a que hubo signos de mejora en el consumo de los hogares, ligados a las ayudas fiscales, las ventas al por menor siguieron contrayéndose en agosto respecto al año anterior. El mercado de trabajo mejoró en agosto, y la tasa de paro se recortó hasta el 5,5%. Por el lado de los precios, el IPC intensificó su caída en agosto, hasta el -2,4% interanual. En este contexto, el Banco de Japón no varió el tipo de interés ni su plan de adquisición de activos —aunque se dieron indicios de una salida gradual en el futuro— y se mostró cauto en sus previsiones.

En el Reino Unido, el PIB del segundo trimestre se contrajo un 0,6% trimestral (-5,5% interanual) y el dato preliminar del tercer trimestre volvió a señalar una caída del 0,4% intertrimestral (-5,2% interanual, a pesar de que los indicadores recientes de oferta y de demanda

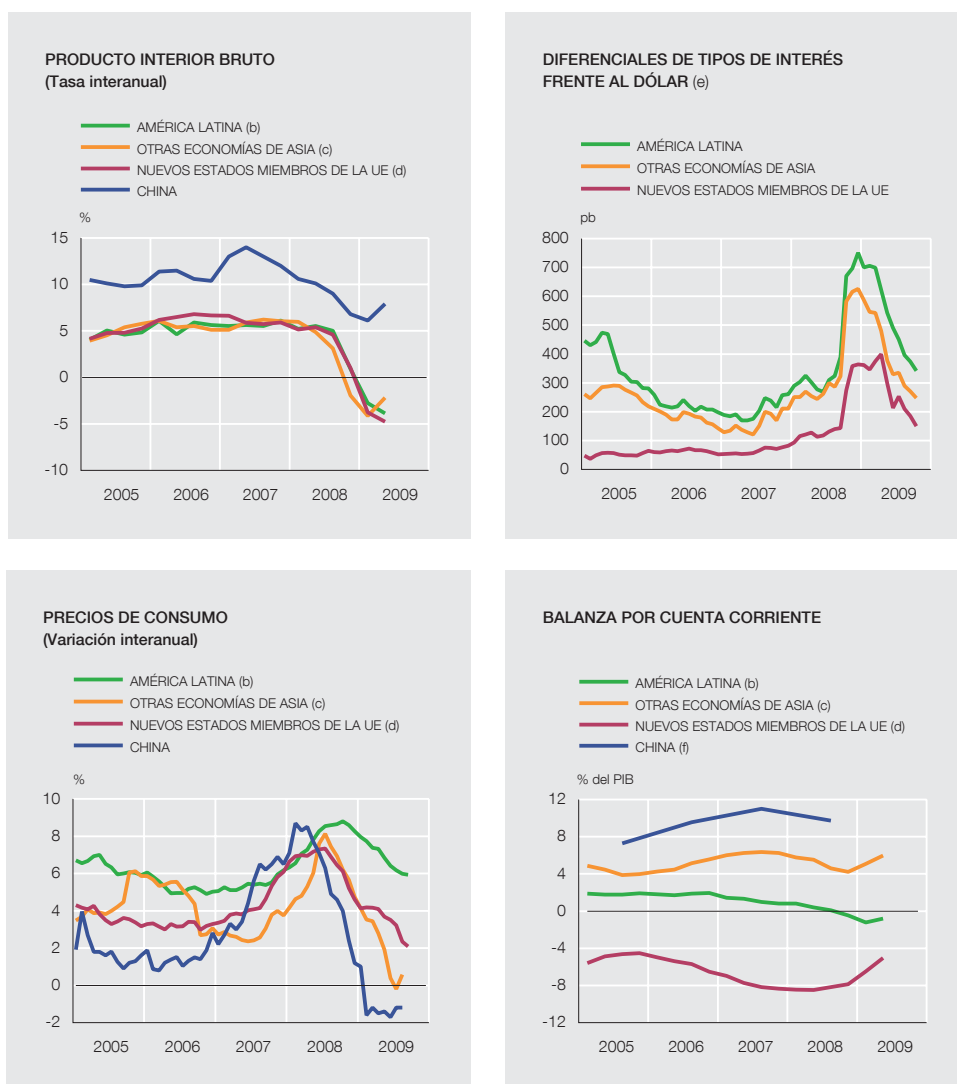


FUENTE: Banco de España.

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

—producción industrial, PMI y ventas al por menor— mostraron signos de recuperación. El contrapunto lo puso la debilidad del mercado laboral, donde, pese al menor deterioro de julio, la tasa de paro se mantuvo en el 7,9%. A ello se une la atonía del crédito bancario, en especial para las pequeñas y medianas empresas y para los hogares, si bien el crédito dirigido a la compra de vivienda está repuntando, reflejo, en parte, de la estabilización del mercado inmobiliario. La tasa de inflación se redujo cinco décimas en septiembre, hasta el 1,1%, por debajo del nivel objetivo del 2%, a la vez que el Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial y, en agosto, amplió el programa de compra de activos hasta 175 mm de libras.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB intensificó su caída interanual de forma generalizada en el segundo trimestre de 2009 (-4,6%, frente al -3,7% del primer trimestre). Polonia fue la excepción, pues su crecimiento pasó del 0,8% al 1,1% interanual. Esta evolución negativa fue consecuencia, fundamentalmente, del profundo ajuste de la demanda interna, aunque las exportaciones también mostraron una caída sustancial. No obstante, el desplome de las importaciones fue muy superior, por lo que la contribución de la demanda externa neta fue positiva y, además, se redujeron notablemente



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.

los déficits por cuenta corriente; en algún país, incluso, se pasó a registrar un superávit en la primera mitad del año. Por otra parte, el intenso deterioro de la actividad económica está repercutiendo en un aumento de los déficits públicos, que superarían el 3% del PIB en 2009 en todos los países, salvo en Bulgaria. Los indicadores de mayor frecuencia del tercer trimestre apuntan una cierta mejoría, con una caída algo menos pronunciada de la producción industrial, las ventas al por menor y los flujos comerciales. A lo largo del tercer trimestre, la tasa de inflación promedio siguió una senda de ligero descenso (3,1% interanual en septiembre), lo que propició nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en Rumanía y en Hungría.

En China, el PIB del tercer trimestre se aceleró hasta un 8,9% interanual, 1 pp más que en el trimestre anterior, basado, fundamentalmente, en los estímulos de política económica. En

cuanto a los indicadores de oferta, la producción industrial se aceleró gradualmente y la confianza empresarial continuó en terreno claramente expansivo. Los indicadores de demanda interna (inversión en activos fijos y ventas al por menor) han evolucionado también positivamente, mientras que el superávit comercial continuó en niveles moderados, aunque cabe destacar la recuperación de las importaciones reales. La acumulación de reservas internacionales fue intensa, posiblemente apoyada en continuas entradas de capital a corto plazo. La inflación interanual se situó en terreno menos negativo al final del tercer trimestre (un $-0,8\%$ según el IPC y un -7% según los precios de producción), debido a menores efectos base, en un contexto de acusado repunte de la oferta monetaria y del crédito, de forma que se han anunciado medidas para contener el incremento del crédito. En el resto de Asia, el crecimiento en el segundo trimestre se situó en el 2% interanual, subrayando la posición cíclica adelantada de la región frente a otras áreas. La mejora de la actividad económica en el tercer trimestre, en buen número de países del área, se plasmó en un crecimiento de la producción industrial y de las exportaciones. Por su parte, la caída de los precios tendió a estabilizarse y las políticas monetarias mantuvieron el tono, sin que se registraran apenas variaciones de los tipos de interés oficiales.

En América Latina la actividad se recuperó en el segundo trimestre del año, período en el que se registró un crecimiento trimestral del $0,5\%$ ($-3,9\%$ interanual), tras la caída del $2,3\%$ en el primer trimestre. Esta evolución se debió al buen comportamiento de Brasil —que creció un $1,9\%$, apoyado en la mejoría de sus exportaciones—, Colombia y Argentina. En el lado opuesto se situó México, cuyo PIB descendió un $1,1\%$ trimestral ($-10,3\%$ interanual). El desplome de las importaciones, debido en gran medida a la contracción del consumo privado, junto con el incremento de los precios de algunas materias primas, propició una mejoría de los saldos de las balanzas comerciales. Los indicadores correspondientes al tercer trimestre apuntarían a una ligera recuperación, incluso en los países que más han sufrido la crisis, como México. La inflación continuó descendiendo, hasta situarse en el $5,9\%$ interanual en septiembre, la menor tasa desde noviembre de 2007, gracias a la caída de los precios de los alimentos y de la energía y, en menor medida, de los precios administrados. Tan solo Argentina y Venezuela registraron alzas significativas en la tasa de inflación. En este contexto, los bancos centrales de la región llevaron a cabo recortes adicionales de tipos de interés oficiales entre los meses de julio y septiembre, acumulando descensos de entre 775 puntos básicos (pb) en Chile y 375 pb en México. El deterioro de los indicadores fiscales fue acusado en toda la región, especialmente en el caso de México, país que registró en el segundo trimestre el peor déficit anualizado desde 1990.

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

A lo largo del tercer trimestre se consolidaron las expectativas de una cierta recuperación de la actividad económica del área del euro. Los indicadores de coyuntura disponibles apuntan a que, tras cinco trimestres de crecimiento negativo, el producto podría haber retomado tasas positivas, impulsado por la mejoría del comercio internacional y las políticas de estímulo de la demanda agregada y de apoyo al sistema financiero que han ayudado a estabilizar los mercados. En este contexto, las previsiones más recientes de organismos internacionales e instituciones privadas han revisado al alza el crecimiento de la actividad en la UEM en 2009 y 2010, si bien se sigue anticipando que la previsible recuperación será muy gradual y no exenta de dificultades. El mercado de trabajo, hasta la fecha relativamente resistente en el conjunto del área, el notable deterioro de las cuentas públicas y las tendencias al desapalancamiento que prevalecen en el sector bancario —muy afectado por la crisis financiera y la recesión económica— son elementos de fragilidad cuya evolución en los próximos meses requerirá especial atención. Además, el avance del comercio mundial y de las exportaciones del área del euro podría frenarse si se produjeran movimientos desordenados de los tipos de cambio.

La inflación continuó estando muy condicionada por la evolución del precio del petróleo y se mantuvo en valores negativos a lo largo del tercer trimestre, registrando un crecimiento interanual del $-0,3\%$ en septiembre. No obstante, el agotamiento en los próximos meses de los efectos base asociados a incrementos pasados de los precios de las materias primas hará que, previsiblemente, se retomen tasas de inflación moderadamente positivas hacia finales de año. Más a medio plazo, el elevado grado de holgura que registra la capacidad productiva hace muy improbable que puedan surgir presiones inflacionistas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener los tipos de interés oficiales en el 1% , constatando que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de la política monetaria.

La mayoría de los países europeos siguió implementando las medidas fiscales de carácter temporal que, amparadas bajo el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica, han contribuido a contrarrestar las fuerzas contractivas existentes. Pero es precisamente ahora que los resultados de las medidas comienzan a materializarse y los principales indicadores de coyuntura empiezan a mostrar que la virulencia de la crisis está remitiendo cuando se debe buscar soluciones al difícil equilibrio entre, por un lado, evitar quebrar la senda de reactivación económica y, por otro, señalar adecuadamente el compromiso con la estabilidad presupuestaria a medio plazo. Mientras que las prioridades a corto plazo continúan siendo, tal y como ha refrendado recientemente la cumbre del G 20 en Pittsburgh, el restablecimiento del correcto funcionamiento de los mercados financieros y el mantenimiento de políticas de estímulo de la demanda agregada que apuntalen las señales de recuperación económica, es necesario al mismo tiempo identificar el momento apropiado para la retirada de las medidas extraordinarias en el ámbito fiscal y diseñar estrategias eficientes de salida que no minen los logros conseguidos y que permitan una senda firme y creíble de consolidación presupuestaria a medio plazo.

La situación actual debería también servir de catalizador para emprender reformas estructurales en áreas clave, tales como los mercados de trabajo y de productos y el sector bancario, que necesita un proceso de reestructuración y consolidación. Estas reformas estructurales incrementarían el crecimiento potencial en un momento en que la crisis financiera podría afectarle negativamente (véase recuadro 2), aportarían la flexibilidad necesaria para aprovechar plena-

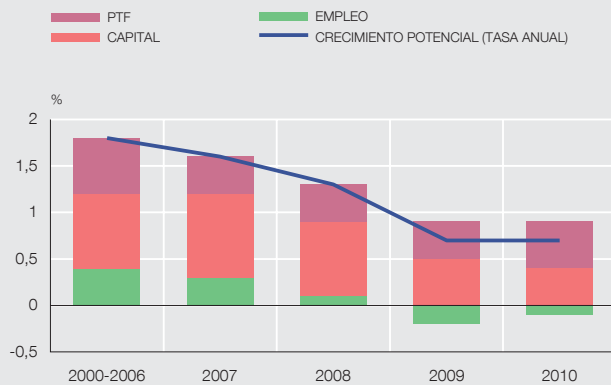
La estimación del impacto que puede tener la crisis sobre el potencial de crecimiento es una tarea compleja y los resultados, por tanto, están sujetos a muchas cautelas. Ello es así, en primer lugar, por la dificultad inherente a la medición del producto potencial o tendencial de una economía. En la literatura existen diversos procedimientos generalmente aceptados (filtros estadísticos, funciones de producción, modelos VAR estructurales, etc.) que pueden ofrecer resultados cuantitativos distintos. Además, esta incertidumbre se acrecienta de manera notable en momentos de crisis tan intensas como la vivida en los meses recientes, que suponen una ruptura estructural en las relaciones entre las distintas variables y en las series de datos empleadas.

Los efectos de las crisis financieras sobre el crecimiento potencial transcurren a través de diversos canales, que afectan tanto a la acumulación de capital físico y humano como a la eficacia con que se emplean estos factores, la denominada «productividad total de estos factores» (PTF). En esta discusión resulta necesario distinguir entre: efectos transitorios sobre el nivel del producto; efectos de carácter transitorio también, pero sobre el crecimiento del PIB (y que, por tanto, reducen el nivel del PIB potencial de la economía de forma duradera), y aquellos otros mucho más persistentes que pueden provocar que la economía mantenga de manera permanente ritmos de crecimiento ten-

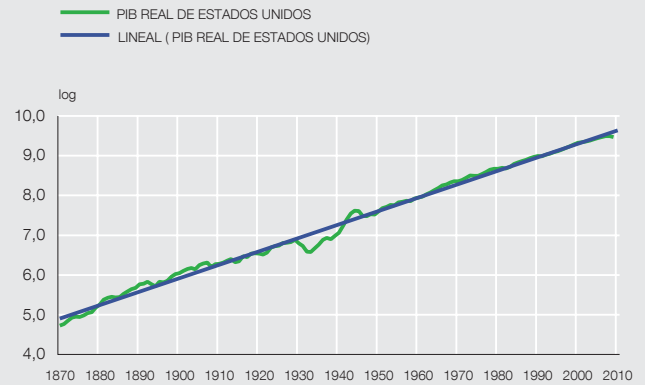
dencial inferiores a los observados en el período anterior a la crisis (y cuyo efecto negativo sobre el nivel es, por consiguiente, más acusado).

A corto y medio plazo, las crisis financieras suponen una drástica caída de la capacidad productiva de la economía a través de su impacto sobre el capital físico y humano. Por un lado, el aumento de los costes de financiación y las limitaciones de la oferta de crédito disminuyen de manera notable la inversión. Al mismo tiempo, la quiebra de numerosas empresas supone una depreciación acelerada del capital productivo instalado. Además, la caída de la actividad puede provocar un aumento del desempleo estructural en aquellas economías con menor flexibilidad para la reasignación de recursos. Por su parte, el impacto sobre la PTF es ambiguo, ya que, por un lado, se produce una caída de la innovación, que tiene un fuerte componente procíclico, y, por otro, desaparecen empresas que, en principio, son menos productivas y que pertenecen a sectores sobredimensionados. Para ilustrar estos efectos, en el gráfico 1 se presentan los resultados publicados por la Comisión Europea, que estima que la crisis podría reducir a más de la mitad el crecimiento potencial del área del euro en 2008-2010, desde tasas próximas al 2% registradas en el período 2000-2006. Esta caída se explica principalmente por la caída de la aportación del capital y por el retroceso de la aportación del factor trabajo.

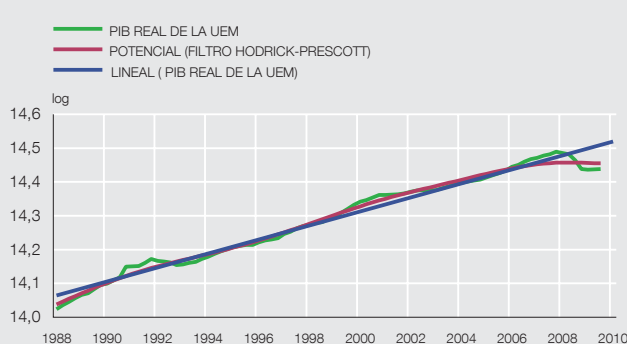
1 CONTRIBUCIÓN EN PUNTOS PORCENTUALES AL CRECIMIENTO POTENCIAL EN LA ZONA DEL EURO



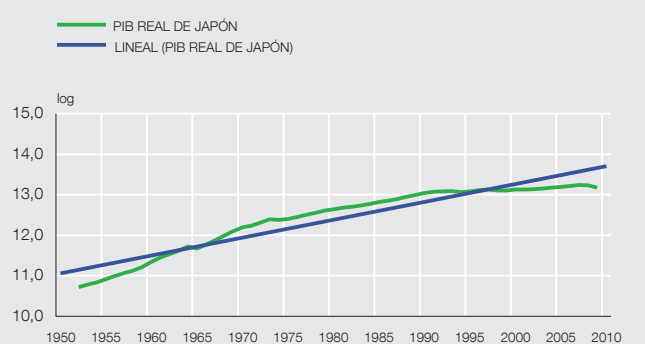
2 CRECIMIENTO DE ESTADOS UNIDOS CON RESPECTO A SU TENDENCIA (1870-2009)



3 CRECIMIENTO DE LA EUROZONA CON RESPECTO A SU TENDENCIA (1988-2009)



4 CRECIMIENTO DE JAPÓN CON RESPECTO A SU TENDENCIA (1952-2009)



FUENTES: Comisión Europea y Johnston y Williamson (2008).

Pero la cuestión que arroja mayor incertidumbre es si, una vez transcurrida la crisis y el necesario período de ajuste, la economía recuperará los ritmos de crecimiento tendencial pasados. El ejemplo más evidente de esta situación es el de Estados Unidos, que a lo largo de su historia ha mostrado un ritmo de crecimiento tendencial bastante estable, que ha retomado tras los episodios de crisis. De hecho, como se comprueba en el gráfico 2, una tendencia (log-lineal) estimada para todo el período muestral (1870-2008) se ajusta de una manera bastante estrecha a la senda de crecimiento de esta economía. También en Europa hay algunas experiencias similares en economías de pequeño tamaño, como Finlandia y Suecia, que tras la crisis realizaron un esfuerzo notable en innovación y cambios profundos en su modelo productivo.

No obstante, puede resultar arriesgado extrapolar estas experiencias a la situación actual. Una crisis tan profunda como la vivida en los últimos meses puede tener implicaciones duraderas sobre la actitud de los agentes frente al riesgo que ralentizaría la reestructuración productiva, al limitar la afluencia de capital hacia las nuevas actividades y empresas, y provocaría una caída más acusada de la innovación, con efectos de largo plazo sobre la productividad total de los factores. Además, los períodos de desempleo de larga duración entrañan una destrucción de capital humano de carácter permanente y pueden afectar negativamente a las tasas de parti-

cipación en el mercado de trabajo, al alterar los incentivos a la búsqueda de empleo o a la inmigración. También la política económica puede tener un impacto sobre el crecimiento a largo plazo si se incrementan las medidas proteccionistas o si se introducen medidas fiscales que acaban generando dudas sobre la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. La experiencia de Japón, donde se estima que el crecimiento potencial se redujo notablemente tras la crisis financiera de los noventa, sirve para ilustrar este escenario.

El FMI, en su reciente *World Economic Outlook*, analiza la experiencia de numerosas economías que en el pasado registraron crisis financieras y/o bancarias y proporciona evidencia que sugiere que tras un largo período de ajuste el crecimiento tendencial de la mayoría de las economías analizadas vuelve a recobrar tasas próximas a las registradas en el período previo a la crisis. Pero, aun así, transcurridos siete años desde la finalización de la crisis, el nivel del PIB potencial o tendencial es un 10% inferior al que se habría registrado si no hubiese habido crisis (cifra que supera el 20% en muchas economías en el caso de la Gran Depresión). Por ello, las políticas de reformas estructurales tendentes a eliminar rigideces, a aumentar el conocimiento y la innovación y a facilitar la reasignación de recursos hacia los nuevos sectores y oportunidades de negocio que surjan tras la crisis resultan esenciales.

mente los beneficios de la recuperación cuando esta se materialice y aumentarían las resistencias de las economías a las dificultades que puedan surgir en el camino hacia la recuperación.

3.1 Evolución económica

Los datos de la Contabilidad Nacional para el segundo trimestre de 2009 confirmaron el menor ritmo de contracción de la actividad en la zona del euro. Así, tras el descenso del 2,5%, en términos intertrimestrales, registrado en el período enero-marzo, la actividad retrocedió un 0,2% (véase cuadro 1). Esta menor caída se debió fundamentalmente a una disminución más moderada de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones, en línea con la recuperación del comercio mundial, impulsado por el mayor dinamismo de las economías asiáticas (véase gráfico 8). Por su parte, el consumo privado, tras registrar tasas negativas durante cuatro trimestres, creció ligeramente sobre la base del notable gasto de los hogares en automóviles y del avance de la confianza, mientras que el consumo público se expandió a una tasa similar a la del trimestre anterior. De esta forma, la demanda interna, excluidas las existencias, tuvo una aportación negativa al PIB que fue inferior en valor absoluto a la del trimestre precedente, mientras que la contribución positiva del saldo neto exterior aumentó hasta 0,5 pp, debido a la mayor disminución de las importaciones respecto de las exportaciones. Finalmente, la variación de existencias detrajo 0,6 pp al crecimiento de la actividad. Atendiendo al desglose por ramas de actividad, el valor añadido en la industria y en la construcción retrocedió, mientras que los servicios mostraron un avance respecto al trimestre anterior.

La menor contracción de la actividad fue una pauta común en la mayor parte de economías del área del euro y se debió, en gran medida, al progresivo restablecimiento de las exportacio-

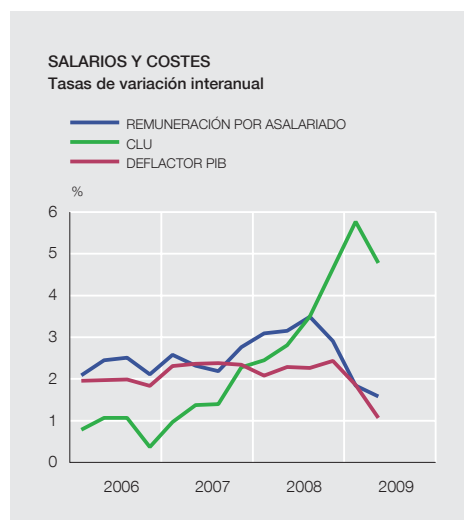
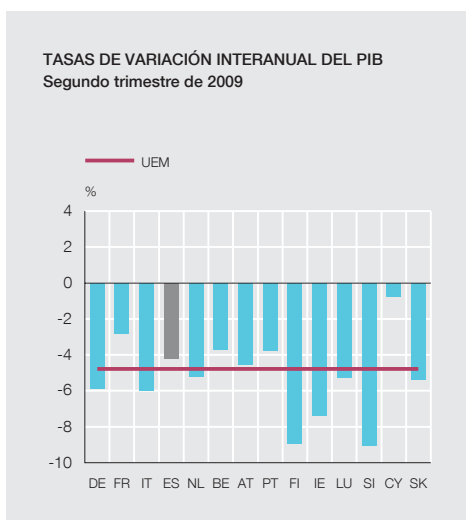
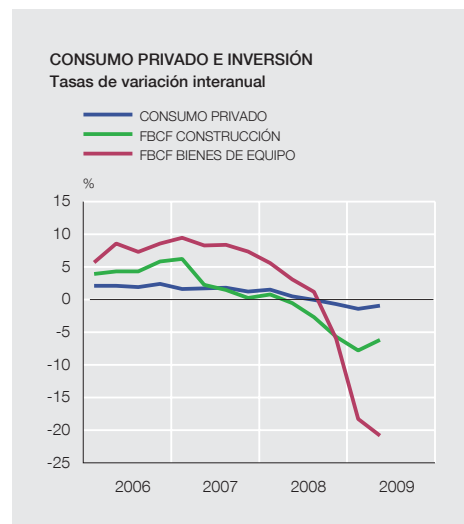
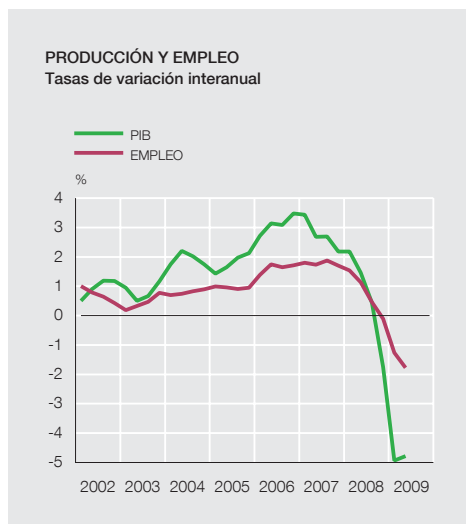
	2008				2009			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria):								
PIB	0,8	-0,3	-0,4	-1,8	-2,5	-0,2		
Consumo privado	0,2	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	0,1		
Consumo público	0,5	0,8	0,5	0,6	0,6	0,7		
Formación bruta de capital fijo	0,7	-1,3	-1,5	-3,5	-5,4	-1,5		
Importaciones	1,8	-1,1	0,3	-4,6	-7,9	-2,9		
Exportaciones	2,0	-0,5	-1,0	-7,0	-9,2	-1,5		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp):								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	<i>0,4</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,9</i>	<i>-1,3</i>	<i>-0,1</i>		
<i>Variación de existencias</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,6</i>		
<i>Demanda exterior neta</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,5</i>	<i>-1,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>0,5</i>		
PIB (tasa de variación interanual)	2,2	1,5	0,4	-1,8	-4,9	-4,8		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre):								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,0	-1,1	-1,6	-8,0	-8,5	-1,2	1,7	
Sentimiento económico	101,4	97,7	89,9	75,6	65,7	70,2	79,9	
PMI compuesto	52,1	50,8	47,6	40,2	37,6	43,2	49,5	53,0
Empleo	0,4	0,1	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5		
Tasa de paro	7,2	7,4	7,6	8,0	8,8	9,3	9,5	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período):								
IAPC	3,6	4,0	3,6	1,6	0,6	-0,1	-0,3	
IPRI	5,8	7,9	7,7	1,2	-3,2	-6,5	-7,5	
Precio del petróleo (valor en dólares)	104,3	132,0	98,1	40,5	46,8	68,8	67,7	72,3
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período):								
Rendimiento de la deuda pública a diez años UEM	4,2	4,9	4,5	3,8	4,1	4,2	3,8	3,9
Diferencial de la deuda pública a diez años EEUU – UEM	-0,69	-0,88	-0,88	-1,76	-1,31	-0,63	-0,47	-0,45
Tipo de cambio dólar/euro	1,581	1,576	1,430	1,392	1,331	1,413	1,464	1,502
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (b)	3,7	3,5	-0,6	2,7	-0,7	-1,1	0,1	1,9
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-17,5	-23,8	-30,9	-44,3	-15,5	-2,0	17,2	17,7

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

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

nes. Algunos países, como Alemania, Francia, Grecia y Portugal, registraron tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. En particular, el PIB creció en Alemania y en Francia un 0,3%, impulsado también por la mejor evolución de la formación bruta de capital fijo, mientras que en Italia experimentó un crecimiento negativo del 0,5%, lastrado por la contribución negativa de la demanda exterior neta.

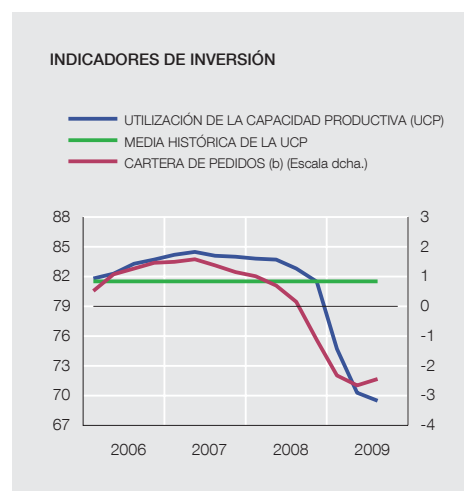
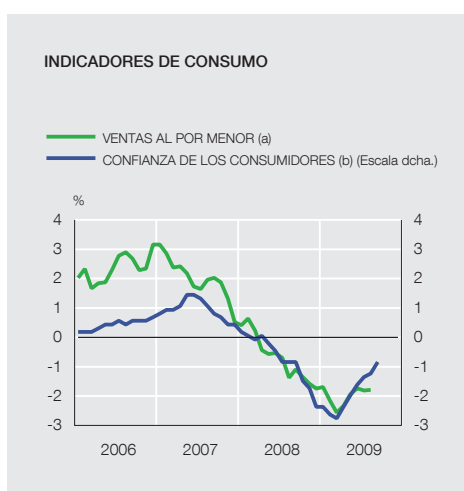
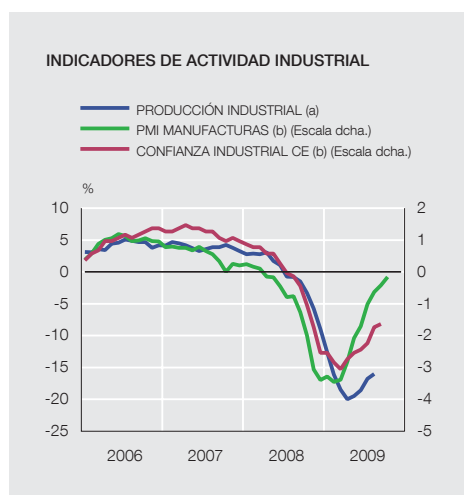
El empleo volvió a registrar una tasa de crecimiento negativa respecto al trimestre anterior (del -0,5%), algo superior a la del primer trimestre del año. La evolución del empleo en el conjunto de la UEM está siendo, no obstante, el resultado de ajustes heterogéneos de los respectivos mercados de trabajo, dependiendo de la composición sectorial y la estructura productiva de cada país, así como de los efectos específicos de las medidas de apoyo al empleo aplicadas en cada caso. En tasa interanual, el empleo experimentó una caída del 1,8%. La productividad aparente del factor trabajo volvió a registrar un fuerte retroceso, aunque menos intenso que en el período enero-marzo, dado que la contracción del PIB fue más aguda que la del empleo. El menor deterioro de la productividad, unido al crecimiento más atenuado de la remuneración por asalariado, provocó un avance cercano al 5% de los costes laborales unitarios (CLU), que, si bien fue inferior al experimentado en el trimestre anterior, se situó muy por encima del incremento de los precios finales, por lo que los márgenes volvieron a estrecharse (véase gráfico 8).



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

La información coyuntural más reciente sugiere que los signos de estabilización que emergieron en meses anteriores se han consolidado y que la economía del área de euro se encamina hacia una fase de cierta recuperación, que podría ser muy gradual. Así, desde la vertiente de la oferta, la producción industrial registró tasas positivas y los nuevos pedidos industriales avanzaron significativamente (véase gráfico 9). Por otro lado, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea y los índices PMI relativos a la industria y los servicios registraron nuevos progresos, hasta superar el nivel de 50, que normalmente se corresponde con una expansión de la actividad. En el ámbito laboral, los indicadores de opinión sobre empleo mejoraron, aunque siguen marcando niveles históricamente muy reducidos y la tasa de paro aumentó hasta alcanzar el 9,6% de la población activa.

Los indicadores de demanda también mostraron, en general, una mejora a lo largo del tercer trimestre, que fue algo menos perceptible en el caso de los de consumo privado. En concreto, las ventas minoristas se redujeron en julio y agosto, mientras que las matriculaciones crecieron de forma más moderada que en el segundo trimestre, debido al agotamiento en algunos países de los fondos destinados a impulsar la demanda de este sector. En cambio, los indicado-



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 (septiembre 2009)	-4,1	0,4	0,2	1,2
Comisión Europea (septiembre 2009)	-4,0	0,4		
FMI (septiembre 2009)	-4,2	0,3	0,3	0,8
OCDE (septiembre 2009) (b)	-3,9	0,5		0,7
<i>Consensus Forecast</i> (octubre 2009)	-3,9	0,3	1,1	1,2
Eurobarómetro (octubre 2009)	-3,9	0,3	1,2	1,1

FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

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

res de confianza de los consumidores y del comercio minorista aumentaron. Con respecto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos de la encuesta de la Comisión Europea se recuperó ligeramente, después de ocho trimestres de caídas consecutivas. No obstante, el grado de utilización de la capacidad productiva sigue en mínimos históricos. La información relativa a la demanda exterior mejoró de manera notable en el tercer trimestre del año. Así, los datos nominales de la balanza comercial muestran, en media, un ascenso de las ventas al exterior, al tiempo que las expectativas de exportación procedentes de la encuesta trimestral de opinión de la industria de la CE progresaron sustancialmente. En sintonía con la mejora generalizada de la información relativa al sector exterior, la valoración media de la cartera de pedidos también experimentó un menor retroceso. Finalmente, el indicador de la valoración de las existencias de la Comisión Europea sugiere un menor ritmo de desacumulación de existencias a lo largo del tercer trimestre.

En definitiva, los últimos datos disponibles anticipan un ligero avance del PIB en el tercer trimestre del año, basado, en gran parte, en el empuje de la demanda procedente del exterior y en el importante estímulo macroeconómico de las políticas monetaria y fiscal. Además, cabe esperar que la notable contribución negativa que tuvo el ciclo de inventarios en el primer semestre de 2009 pase a ser positiva en la segunda mitad del año. En este contexto, la mayor parte de los analistas privados y organismos internacionales han revisado al alza sus previsiones de crecimiento de la actividad en la UEM, situando el retroceso del PIB en el entorno del 4% en 2009 (véase cuadro 2). Más a medio plazo, las previsiones de estos mismos organismos dibujan un escenario de recuperación lenta, ya que parte de los factores que pueden impulsar el PIB en el segundo semestre de 2009 es de naturaleza transitoria. Además, la economía del área presenta una serie de vulnerabilidades cuya resolución puede determinar el ritmo de salida de la crisis. En primer lugar, en los próximos meses se pondrá a prueba la relativa resistencia del mercado de trabajo y del empleo, el cual se ha mantenido contenido soportado por medidas temporales para mantener puestos de trabajo a partir de la reducción de horas. En segundo lugar, la tendencia a la apreciación del tipo de cambio del euro podría dificultar el aprovechamiento pleno del impulso del sector exterior (véase recuadro 3). Por otra parte, el notable deterioro de las cuentas públicas plantea riesgos a la sostenibilidad de las finanzas públicas, a menos que los gobiernos comiencen a diseñar estrategias de consolidación presupuestaria a medio plazo que, a la vez, no frustren la incipiente recuperación. Por último, la crisis financiera internacional y la recesión económica han afectado con severidad al sistema bancario, el cual continúa dependiendo de las ayudas del sector público y está sujeto todavía a un proceso de desapalancamiento, que podría limitar la expansión de la oferta de crédito.

En octubre, el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro se situó en sus máximos históricos, igualando los niveles alcanzados a mediados de 2008. Como se observa en el gráfico 1, desde finales del pasado año el tipo de cambio efectivo ha retomado la tendencia apreciativa que venía mostrando desde 2006 y que se había interrumpido a mediados de 2008, coincidiendo con el episodio de fuerte inestabilidad en los mercados financieros globales en el que los activos públicos denominados en dólares llegaron a considerarse como «activos refugio» por parte de los inversores internacionales. Desde su mínimo más reciente, alcanzado en noviembre de 2008, el TCEN del euro ha registrado una apreciación superior al 8% a medida que la extrema aversión al riesgo se ha ido disipando. Si se considera su evolución desde esa fecha frente a las monedas de los principales socios comerciales de la UEM, se observa que el fortalecimiento del euro reviste un carácter generalizado, si bien es más intenso frente al dólar, el renminbi chino y la libra (véase gráfico 2).

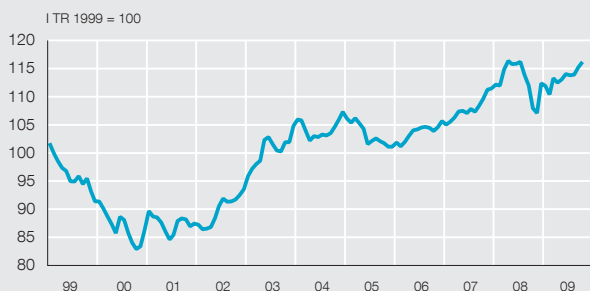
equilibrio, si bien la incertidumbre sobre la magnitud de esta posible sobrevaloración es elevada, por lo que estos cálculos deben tomarse con mucha cautela. En particular, el Fondo Monetario Internacional¹ estima a través de la aplicación de tres enfoques diferentes —el de «equilibrio macroeconómico», el de «tipo de cambio real de equilibrio» y el de «sostenibilidad externa»— que la desviación del tipo de cambio del euro respecto a su nivel estimado de equilibrio, con información hasta marzo de 2009, se podría situar entre un 0% y un 15%. En la actualidad, dada la evolución reciente del TCEN, la desviación mostraría una magnitud superior.

Una evaluación de los efectos sobre la actividad y los precios en la UEM de las variaciones del tipo de cambio del euro se puede realizar a partir de diversos modelos macroeconómicos, estimados, en los que el mecanismo de transmisión del tipo de cambio transcurre esencialmente a través de sus repercusiones sobre los intercambios

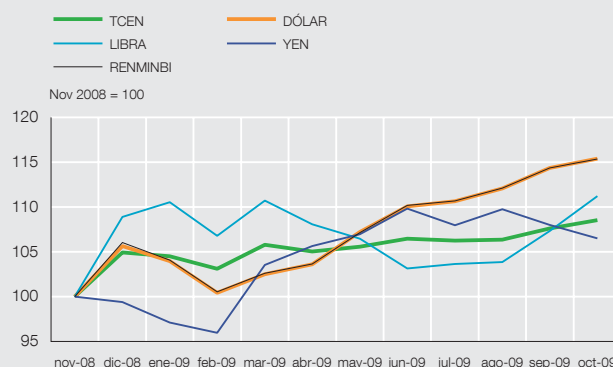
Existen algunos trabajos empíricos que permiten afirmar que los niveles actuales del TCEN del euro están por encima de su nivel de

1. FMI, *Euro Area Policies: 2009 Article IV Consultation-Staff Report*, julio de 2009.

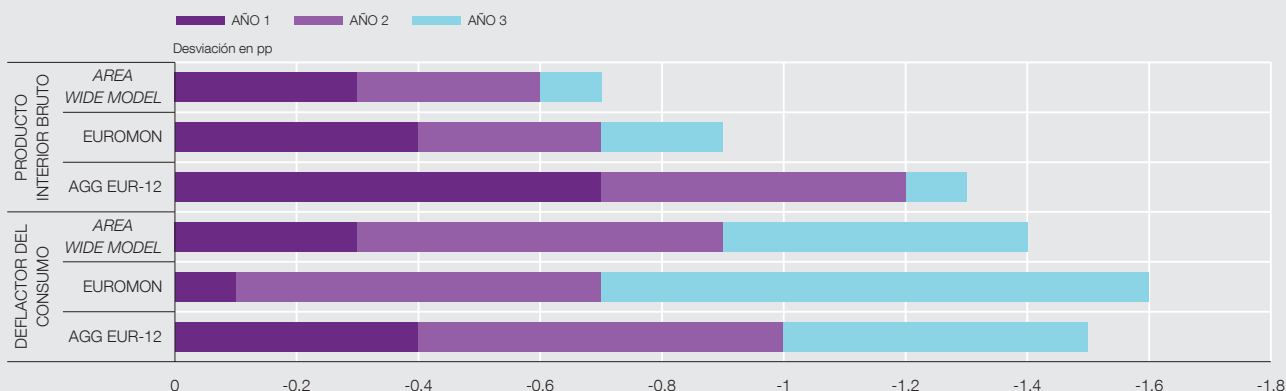
1 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL DEL EURO



2 TCEN DEL EURO Y TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



3 RESULTADOS DE UNA APRECIACIÓN DEL TCEN DEL EURO DEL 10% (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y G. Fagan y J. Morgan (2005), *Econometric Models of the Euro-area Central Banks*.

a. Estimaciones obtenidas a partir de los modelos del BCE y los bancos centrales nacionales que comprenden el Eurosistema; el «Area Wide Model» (AWM) es el modelo del BCE que trata de aproximar el comportamiento de la zona del euro como economía unificada; el EUROMON es un modelo multi-país del Banco Central de Holanda; y AGG EUR-12 resulta de la agregación de las elasticidades de los modelos macroeconómicos de los bancos centrales nacionales de la zona del euro.

comerciales con el exterior. Una apreciación del tipo de cambio del euro, por ejemplo, supone una reducción de los precios de las importaciones extra-UEM (medidos en euros) y, por tanto, de la tasa de variación de los precios de consumo y del deflactor del PIB. Asimismo, la pérdida de competitividad-precio inducida por el movimiento en el TCEN provocará variaciones en la demanda exterior neta a través de sus efectos sobre el volumen de exportaciones e importaciones. En una segunda ronda, el menor empuje de la demanda final —ligada a las menores exportaciones— da lugar a una reducción de la inversión productiva de las empresas y del empleo, y, por tanto, de la renta disponible de los hogares y de su gasto. Por otro lado, las demandas salariales reaccionarán a los cambios en la situación económica provocando una moderación de los costes de producción,

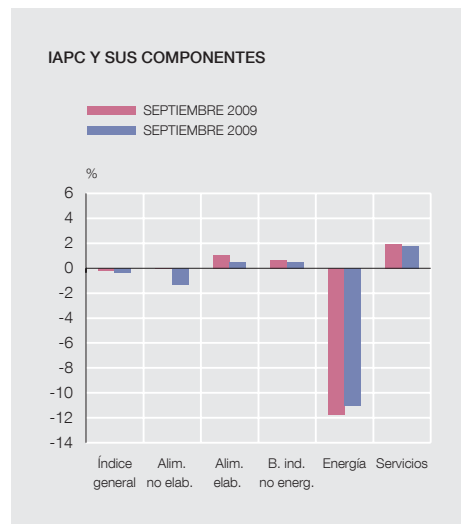
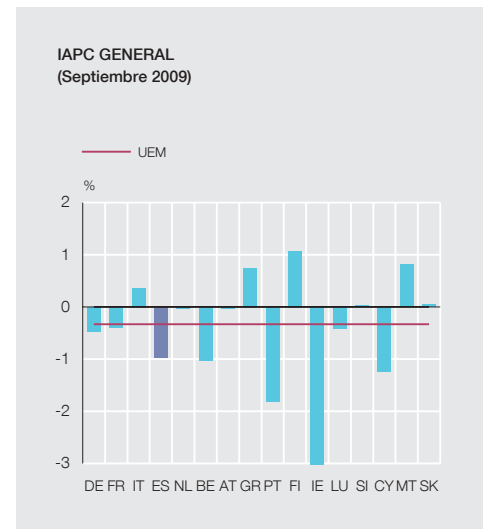
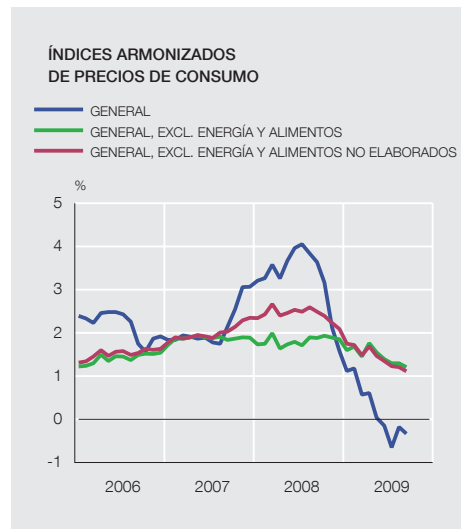
que tenderán a contrarrestar, al menos en parte, los efectos sobre la actividad y a reforzar los efectos sobre precios.

De acuerdo con los resultados de estos modelos, una apreciación permanente del 10% del TCEN del euro puede suponer una disminución de la tasa de expansión de la actividad que oscila entre 0,3 pp y 0,7 pp del PIB al cabo de un año, así como una reducción de la inflación, que, en términos del deflactor del consumo, se situaría entre 0,1 pp y 0,4 pp (véase gráfico 3). Además, se estima que la transmisión total a la economía del área se completaría en torno al tercer año, dando lugar, con respecto al escenario central, a una reducción acumulada del PIB de entre 0,7 pp y 1,3 pp, y del deflactor del consumo de entre 1,3 pp y 1,6 pp.

Como se anticipaba, la inflación en el conjunto del área del euro registró valores negativos a lo largo del tercer trimestre, como consecuencia de los efectos base derivados de los elevados precios de las materias primas del pasado año (véase gráfico 10). Por componentes, la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados prolongó su tendencia descendente, al igual que la de los alimentos no elaborados, que alcanzó valores negativos. En cambio, la inflación de los bienes industriales no energéticos mostró 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 moderado, reduciéndose tan solo una décima entre julio y septiembre, hasta el 1,1%. Es previsible que, hacia finales de año, el progresivo desvanecimiento de los efectos base impulse la tasa de inflación hasta retomar valores positivos, que, no obstante, permanecerán moderados por un período prolongado de tiempo, en un contexto de relativa atonía de la demanda y de exceso de capacidad instalada. Por su parte, los precios industriales continuaron dibujando un perfil de intensa contracción, al registrar en agosto una disminución del -7,5%, aunque evidenciando el comienzo de un cambio de tendencia.

De acuerdo con la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y julio de 2009, un déficit de 54,1 mm de euros (un 1% en términos del PIB), algo mayor que el déficit de 48,7 mm de euros (0,9% del PIB) del mismo período del año anterior. Esta evolución obedeció básicamente al empeoramiento de la balanza de servicios, que fue compensada solo parcialmente por la mejora de la de bienes, mientras que la balanza de renta y la de transferencias mantuvieron inalterados sus déficits. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, entre enero y julio las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 42,1 mm de euros (inferior a los 131 mm que salieron en el mismo período del año anterior), mientras que en forma de inversión de cartera se registró una entrada neta de 250,4 mm de euros, 100 mm mayor que lo acumulado en el mismo período del año anterior. Con todo, la balanza básica, que aúna la balanza por cuenta corriente con estos dos tipos de inversiones, mostró un saldo positivo de 154,2 mm de euros, en contraposición al déficit de 36 mm de euros observado entre enero y julio de 2008 (véase gráfico 11).

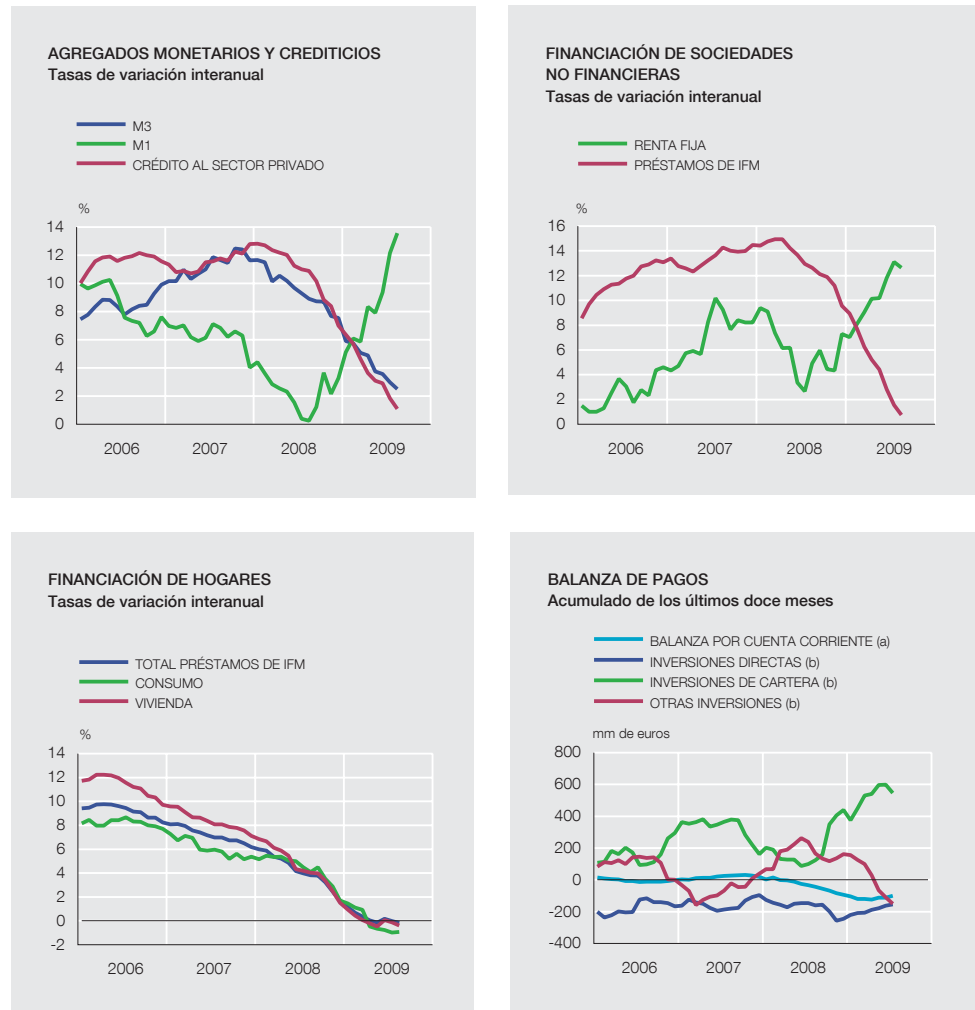
Los resultados disponibles sobre ejecución presupuestaria apuntan a un marcado deterioro de los saldos fiscales en 2009, superior al estimado por la Comisión Europea en las previsiones de primavera. Así, según recogen las cifras más recientes notificadas por los países en el



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

marco del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), el déficit de las AAPP del área del euro se situaría en el 6,1% del PIB en 2009, frente al 1,9% del año anterior (véase cuadro 3). Para 2010 se espera un aumento adicional del déficit, hasta alcanzar el 6,6% del PIB. Este empeoramiento se debe tanto a factores transitorios relacionados con el impacto del ciclo económico sobre las cuentas públicas y a la progresiva implementación de las medidas discrecionales de estímulo fiscal (que se estiman próximas al 1,1% en el conjunto de 2009 y al 0,8% en 2010) como a factores de carácter más permanente, relacionados principalmente con la desaparición de los ingresos extraordinarios recaudados durante el último período de auge económico, y en particular de los ingresos ligados a la expansión inmobiliaria y financiera.

A nivel desagregado, la mayoría de los países del área del euro registrará en 2009 un déficit público superior al límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Así, la Comisión Europea decidió el pasado 7 de octubre abrir el procedimiento de déficit excesivo a Austria, Bélgica, Alemania, Italia, Holanda, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia (además de a la República Checa), con lo que en la actualidad son solo Chipre, Luxemburgo y Finlandia los países del área que no tienen abierto este procedimiento.



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.

En este contexto, la deuda pública está registrando un aumento sustancial y se espera que en 2010 se sitúe en torno al 84% del PIB, frente al 69,4% de 2008. El marcado deterioro de las finanzas públicas, junto con los riesgos derivados de los pasivos contingentes adquiridos por las AAPP en el marco de los planes de rescate al sector bancario y los costes asociados al envejecimiento, evidencian el complejo equilibrio que ha de lograr la política fiscal para seguir contribuyendo a la estabilización de la actividad a corto plazo y, al mismo tiempo, preparar una estrategia de consolidación estructural a medio plazo que evite la incertidumbre sobre la sostenibilidad futura de la deuda. En este sentido, en la reunión del ECOFIN del 1 y 2 de octubre, los gobiernos se comprometieron a diseñar, en los programas de estabilidad que se presentarán a principios de 2010, estrategias de salida que comprendan la retirada de las medidas de estímulo de la demanda agregada cuando la recuperación económica se consolide. Debido al marcado retroceso de los saldos presupuestarios, se abogó por que los esfuerzos de consolidación fiscal deberían ser superiores al 0,5% del PIB anual establecido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, sobre todo en aquellos países con mayores déficit y deuda pública.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Durante el tercer trimestre, la situación financiera en la zona del euro, al igual que en el ámbito global, continuó mejorando, con un estrechamiento adicional en las primas de riesgo, una

% del PIB

	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2007	2008	2009		2010	
		PDE (c)	CE (b)	PDE (c)	CE (b)	FMI (d)
Bélgica	-0,2	-1,2	-4,5	-5,9	-6,1	-6,3
Alemania	0,2	0,0	-3,9	-3,7	-5,9	-4,6
Grecia	-3,7	-7,7	-5,1	-12,5	-5,7	-7,1
España	1,9	-4,1	-8,6	-9,5	-9,8	-12,5
Francia	-2,7	-3,4	-6,6	-8,2	-7,0	-7,1
Irlanda	0,3	-7,2	-12,0	-11,9	-15,6	-13,3
Italia	-1,5	-2,7	-4,5	-5,3	-4,8	-5,6
Luxemburgo	3,7	2,5	-1,5	-2,2	-2,8	-4,4
Holanda	0,2	0,7	-3,4	-4,8	-6,1	-5,7
Austria	-0,6	-0,4	-4,2	-3,9	-5,3	-5,6
Portugal	-2,6	-2,7	-6,5	-5,9	-6,7	-7,3
Eslovenia	0,0	-1,8	-5,5	-5,9	-6,5	-5,6
Finlandia	5,2	4,5	-0,8	-2,7	-2,9	-4,2
Malta	-2,2	-4,7	-3,6	-3,8	-3,2	-4,4
Chipre	3,4	0,9	-1,9	-2,9	-2,6	-6,3
Eslovaquia	-1,9	-2,3	-4,7	-6,3	-5,4	-4,4
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta):						
Saldo primario	2,3	1,1	-2,3		-3,3	
Saldo total	-0,7	-1,9	-5,3	-6,0	-6,5	-6,6
Deuda pública	66,0	69,3	77,7	78,4	83,8	

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
 b. Previsiones de la Comisión Europea de abril de 2009.
 c. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de otoño de 2009.
 d. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2009.

fuerte revalorización de las cotizaciones bursátiles y una caída de la volatilidad tanto en los mercados de valores como de divisas. Esta progresiva normalización también se reflejó en el impulso de los mercados primarios de emisiones y en el menor recurso de los bancos a los avales estatales, al tiempo que comenzaron a anunciarse casos de reembolsos del capital público recibido en el período de mayor inestabilidad.

Por otra parte, se produjeron importantes avances hacia una nueva arquitectura supervisora en Europa, con la propuesta normativa de la Comisión Europea para la creación de dos órganos de supervisión. El Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) se encargará de la vigilancia macroprudencial, es decir, de los riesgos con carácter sistémico, mientras que en el ámbito microprudencial la supervisión se reforzará con la red de autoridades supervisoras que constituye el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS).

La recuperación que experimentaron los mercados financieros desde marzo vino apoyada por las señales de que la situación macroeconómica habría comenzado a experimentar un giro en el ámbito global y estuvo sostenida por las actuaciones extraordinarias de los gobiernos y de las autoridades monetarias durante el último año. No obstante, además de la dependencia de las intervenciones públicas, la situación financiera se caracteriza todavía por una elevada incerti-

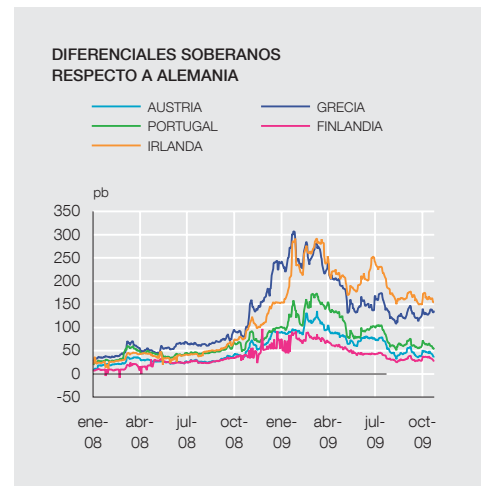
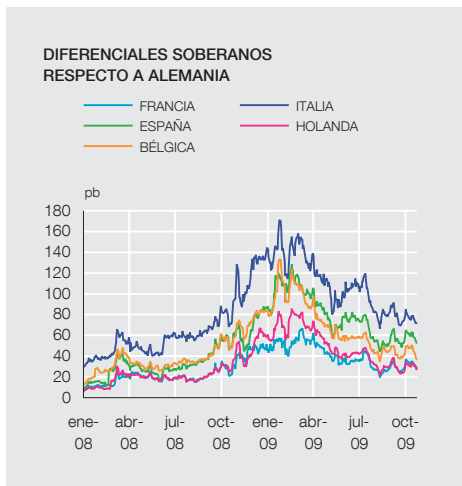
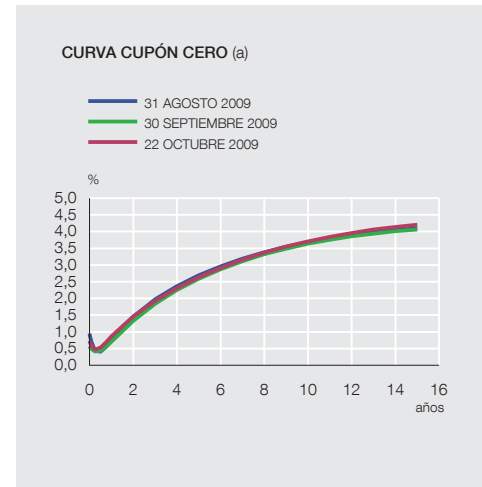
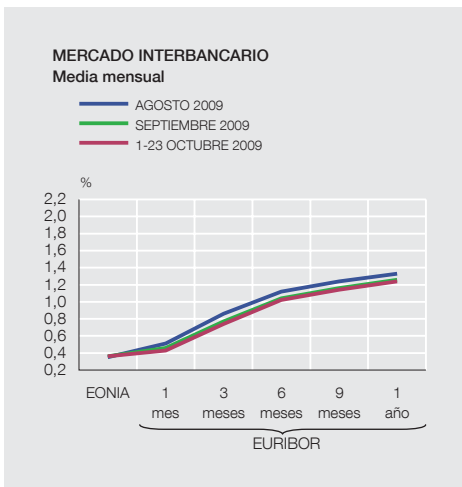
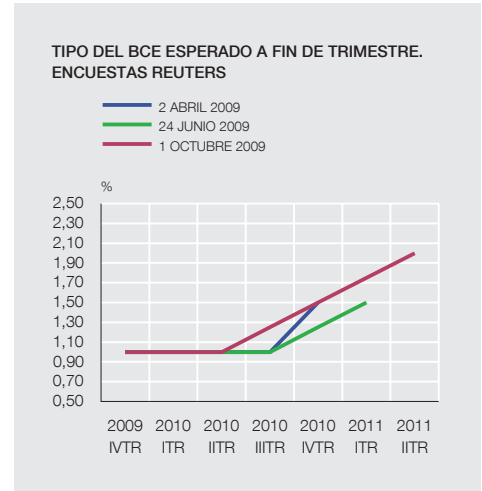
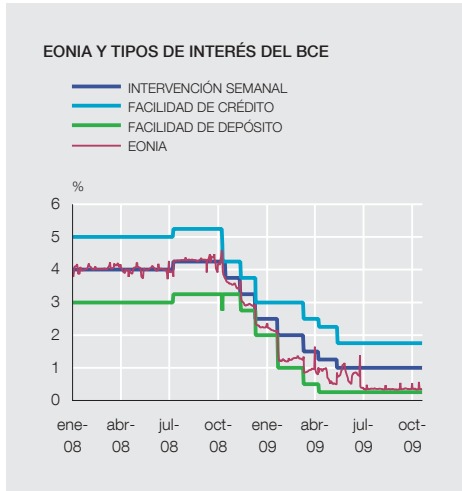
dumbre y encierra algunos elementos de fragilidad. Así, en primer lugar, el sistema bancario sigue sujeto a un proceso de reestructuración y desapalancamiento, y, como han revelado las estimaciones recientes del BCE o del FMI, continúa expuesto a elevadas pérdidas potenciales derivadas de la materialización del riesgo de crédito en sus activos. Además, los criterios de oferta de los préstamos siguieron siendo estrictos, lo que, junto con la atonía de la demanda, prolongó la desaceleración de la financiación al sector privado durante el verano.

El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo a lo largo del trimestre el tipo de las operaciones principales de financiación inalterado en el 1%, y los aplicados a las facilidades marginales de depósito y de crédito, en el 0,25% y en el 1,75%, respectivamente (véase gráfico 12). Esta decisión se tomó en un contexto de signos crecientes de estabilización económica, perspectivas de que en los próximos meses la tasa de inflación vuelva a situarse en niveles moderadamente positivos y de anclaje firme de las expectativas de inflación en el medio y largo plazo en niveles compatibles con el objetivo de política monetaria (tasas inferiores —aunque próximas— al 2%).

Además, el BCE continuó proporcionando un volumen de liquidez amplio, atendiendo toda la demanda de financiación en las operaciones semanales y en las de más largo plazo, incluyendo la segunda subasta de financiación a un año, que realizó a un tipo fijo del 1% a finales de septiembre. Por otro lado, el Eurosistema inició en julio el programa de compras de bonos garantizados —*covered bonds*— y a mediados de octubre ya se había efectuado más de un 30% de la cantidad objetivo (60 mm de euros hasta mediados de 2010). El impacto de esta iniciativa sobre el mercado de los *covered bonds* fue notable, tanto en términos de una reducción de las primas negociadas como por el aumento de las emisiones. Finalmente, en acuerdo con la Reserva Federal, el BCE decidió prorrogar las operaciones de liquidez en dólares (a 7 días) hasta enero de 2010 e interrumpir las operaciones a 84 días por su escasa demanda.

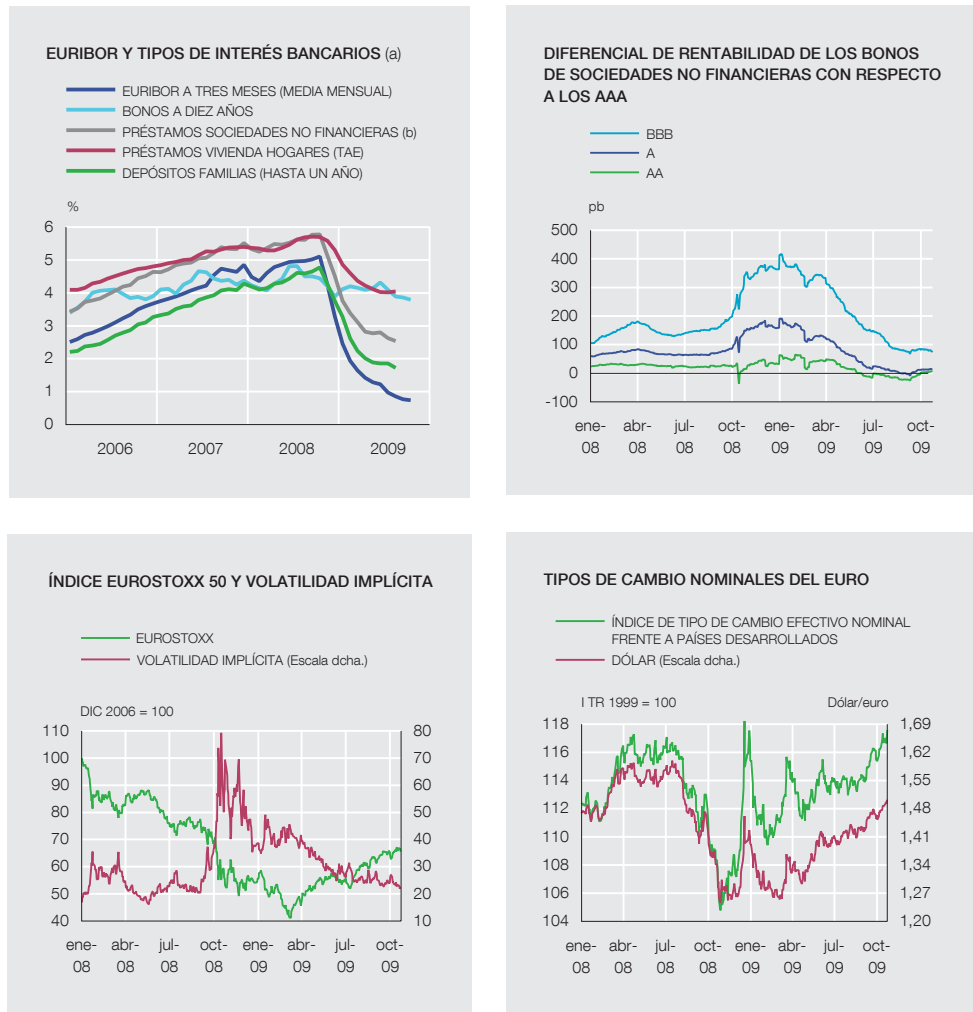
Los tipos de interés de los depósitos interbancarios siguieron reduciéndose en los últimos meses. Como reflejo de la situación de amplia liquidez, el tipo de mercado a un día (el EONIA) se situó muy por debajo del tipo de las operaciones principales de financiación, en unos niveles medios cercanos al 0,35% desde julio. Las primas de riesgo —aproximadas como el diferencial entre el EURIBOR y los *repos* de igual plazo— siguieron cayendo, hasta alcanzar valores inferiores a los 40 pb en las operaciones a tres meses, y el EURIBOR se redujo hasta niveles mínimos próximos al 0,75% y al 1,25% en octubre para los depósitos a tres meses y a un año, respectivamente (véase gráfico 13). La caída acumulada en los tipos de interés continuó trasladándose al coste de los préstamos, si bien de una forma desigual, que refleja, en gran medida, las diferencias en el riesgo y en el plazo de fijación del tipo de interés de los contratos. Así, mientras que el coste de la financiación al consumo se mantuvo en niveles altos superiores al 7% en agosto, el de los préstamos a empresas por importe superior a un millón de euros se situó por debajo del 2,5%, lo que supone una reducción acumulada de casi 320 pb desde hace un año.

La financiación al sector privado continuó perdiendo pulso como consecuencia de una menor demanda, que refleja la atonía de la actividad económica y de la inversión, y también de unos criterios de concesión de préstamos más estrictos. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de octubre, los criterios de oferta durante el tercer trimestre no experimentaron cambios significativos, por lo que continuaron siendo estrictos. Por otra parte, de acuerdo con la primera encuesta semestral sobre el acceso a la financiación de las pymes, la disponibilidad de los créditos bancarios para este colectivo se deterioró durante el primer semestre de 2009, y en torno a un 17% de las pymes reveló que el acceso a la financiación constituía un problema. No obstante, la mayoría de las empresas encuestadas —en torno a un 77%— recibió el total o parte de los fondos solicitados, mientras que un 12% de las peticiones fue rechazado.



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.

En estas condiciones, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios se redujo hasta el 0,7% en agosto para las empresas no financieras y se mantuvo en registros próximos a cero en el caso de los hogares. Por destino, los préstamos para la adquisición de vivienda y los destinados al consumo registraron ligeras caídas en términos interanuales. En el caso de las empresas, la desaceleración es general por plazo, pero los ritmos de crecimiento difieren sustancialmente, ya que los préstamos hasta un año cayeron a tasas interanuales cercanas al 9%, mientras que los de plazo superior presentaron avances positivos en torno al 4% interanual. Además, la notable ralentización que presentan los *overdrafts* de las empresas — asimilables a líneas de crédito en la mayoría de los países de la UEM— refleja el uso más intensivo que las empresas hicieron de esta fuente de financiación al inicio de la crisis para acomodar la pérdida de recursos internos y unas condiciones muy estrictas de oferta de nuevos préstamos. No obstante, la ralentización de los préstamos a empresas siguió compensándose, en parte, por un incremento de las emisiones de renta fija a largo plazo, cuyo saldo vivo creció por encima de un 20% en tasa interanual hasta agosto.

A pesar de la mayor estabilidad financiera y de los flujos de inversión hacia los activos con riesgo durante los últimos meses, la rentabilidad de la deuda pública en la UEM tendió a redu-

cirse, hasta unos niveles medios del 3,8% en los días transcurridos de octubre, desde el 4,3% en junio. Esta tendencia es similar a la que se observó en Estados Unidos, donde el tipo de los bonos soberanos a diez años se situó en octubre en torno a 40 pb por debajo del de la UEM. Los diferenciales de los distintos bonos soberanos dentro del área también se redujeron hasta agosto y posteriormente permanecieron relativamente estables.

La mejora de la confianza también se manifestó en una contracción de las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada, para empresas tanto financieras como no financieras. Asimismo, los diferenciales de riesgo en el mercado *covered bonds* siguieron reduciéndose, apoyados por el programa de compras del BCE.

La recuperación volvió a mostrarse con más intensidad en los mercados de renta variable internacionales, donde las cotizaciones prosiguieron con la tendencia alcista iniciada en marzo, que ha supuesto, en el caso del índice EUROSTOXX 50, una revalorización desde principio de año del 18% a la fecha de cierre de este artículo. Asimismo, el contexto de menor incertidumbre permitió que la volatilidad del mercado continuara cayendo (véase gráfico 13).

En los mercados de divisas, la volatilidad también siguió reduciéndose y el euro experimentó a partir de julio una apreciación notable con respecto al dólar y la libra esterlina, de un 3,6% y un 6,7%, respectivamente, en el tercer trimestre (véase gráfico 13). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, el euro volvió a alcanzar un nivel máximo en octubre, igualando los registros de mediados de 2008 (véase recuadro 3).

Finalmente, el agregado monetario M3 siguió perdiendo dinamismo hasta agosto y su crecimiento interanual se situó en el 2,5%. Los menores tipos de interés a corto plazo y la pendiente positiva de la curva de rendimientos siguieron impulsando salidas de inversión hacia instrumentos fuera de M3, 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 y hacia M1 —efectivo y depósitos—, cuyo avance interanual superó el 13% en agosto.

4 La economía española

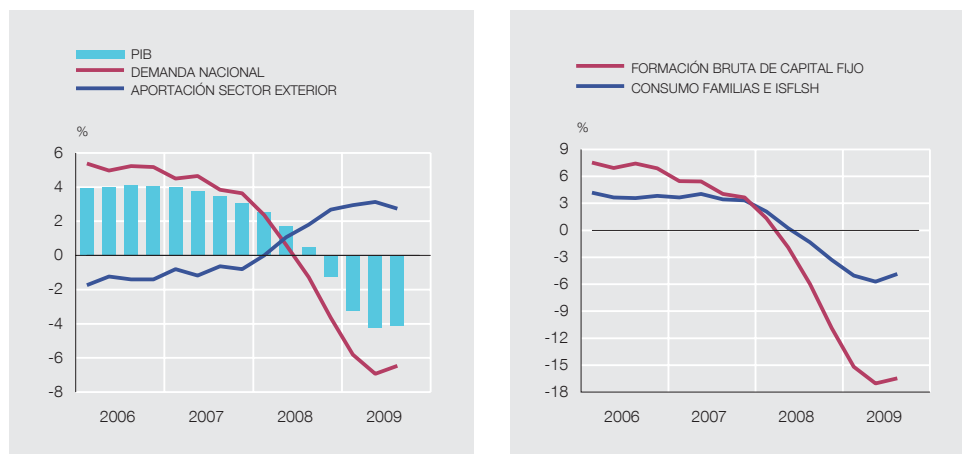
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el segundo trimestre de 2009 se ralentizó el ritmo de deterioro de la economía española, al registrar el PIB real una caída intertrimestral del 1,1% (frente al -1,6% de los tres primeros meses del año). Por el contrario, en términos interanuales, la disminución del producto se intensificó en 1 pp, hasta el -4,2%, como consecuencia del fuerte retroceso de la demanda nacional. En cambio, la aportación de la demanda exterior neta mejoró en 2 décimas, hasta 3,1 pp. Por el lado de la oferta, todas las ramas, excepto las primarias, registraron caídas más pronunciadas que en el primer trimestre, destacando la disminución interanual del 16,8% del valor añadido de la industria. La destrucción de empleo se intensificó, hasta una tasa del -7,1%, de modo que la productividad aparente mantuvo un elevado ritmo de crecimiento interanual (3,2%).

De acuerdo con la información coyuntural disponible, el descenso de la actividad en términos intertrimestrales siguió moderándose en el tercer trimestre. En concreto, se estima que la variación intertrimestral del PIB fue del -0,4% (frente al -1,1% del segundo trimestre), mientras que, en términos interanuales, la caída del producto fue del 4,1%, una décima menos acusada que la del período anterior (véase gráfico 14). Esta mejora del producto está ligada, en parte, a los efectos de algunas medidas públicas cuyo impacto es transitorio (como el Plan 2000E, que incentiva la compra de automóviles nuevos, y el Fondo Estatal de Inversión Local); dichas medidas se reflejaron en un retroceso menos pronunciado de la demanda nacional, hasta el 6,5% en términos interanuales. La contribución positiva del sector exterior continuó siendo elevada, aunque inferior a la del trimestre precedente, situándose en 2,7 pp.

También por el lado de la oferta, los indicadores más recientes apuntan hacia una cierta ralentización del ritmo de disminución del producto en el tercer trimestre, así como a un menor retroceso del empleo, que, de acuerdo con las estimaciones realizadas, descendió un 7% en términos interanuales. El crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo intenso, en línea con el trimestre anterior. Esto permitió que la tasa de expansión de los costes laborales unitarios se mantuviera relativamente moderada, a pesar de que la remuneración por ocupado siguió experimentando un crecimiento elevado, muy superior al de la inflación. De este modo, en el tercer trimestre el ajuste del mercado de trabajo español continuó recayendo exclusivamente sobre el empleo, en vez de sobre los salarios, a diferencia de lo observado en otros países de nuestro entorno. Finalmente, el IPC siguió mostrando tasas de variación interanual negativas en el tercer trimestre, alcanzando en septiembre un valor del -1%. Cabe destacar la notable respuesta de la inflación a la debilidad de la demanda, que condujo a que el crecimiento del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— se situara, al final del trimestre, en el 0,1%, que es la tasa más reducida de su serie histórica.

4.1 Demanda

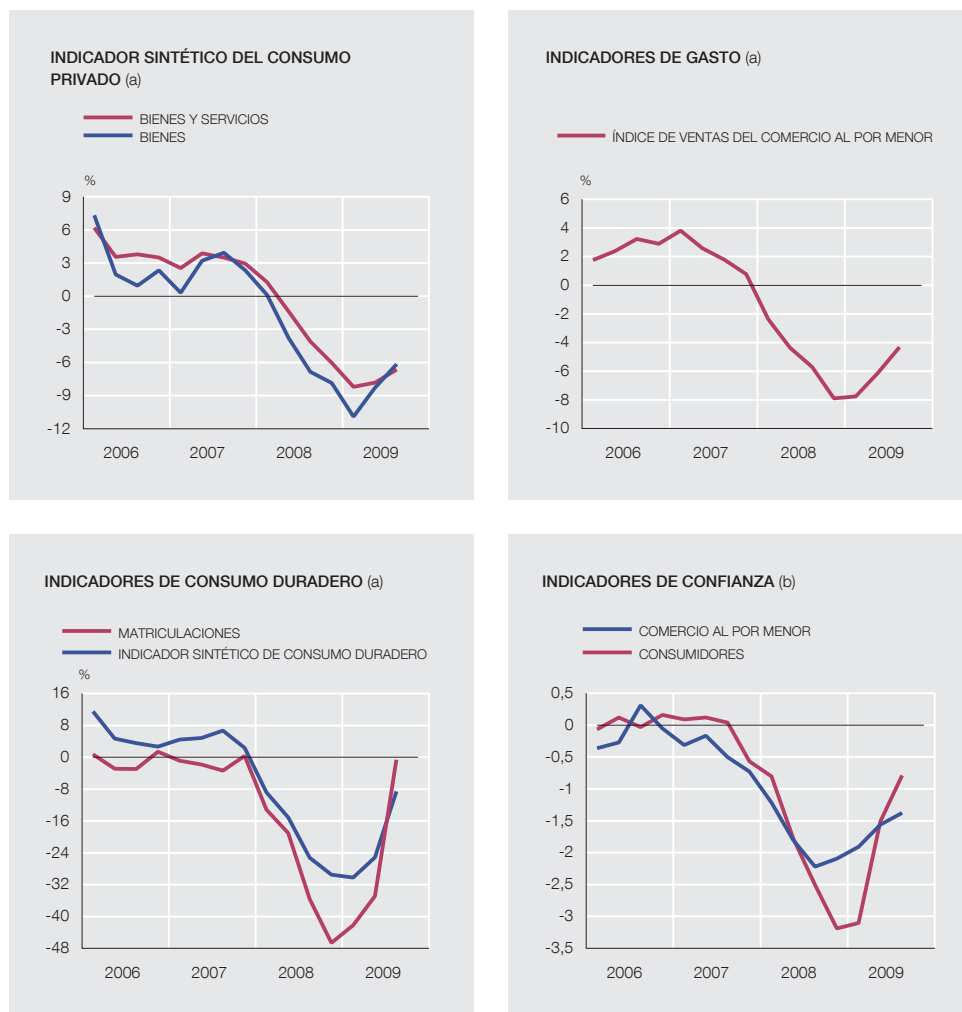
En el tercer trimestre de 2009 se prolongó la debilidad del gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH observada en los trimestres previos, si bien los indicadores apuntan de forma inequívoca a una menor intensidad de la caída (véase gráfico 15). Entre los indicadores de opinión, tanto la confianza de los consumidores como la de los comerciantes minoristas mejoraron por término medio en el tercer trimestre con respecto al segundo, si bien la evolución más reciente apunta en ambos casos a un cierto estancamiento en niveles reducidos, alejados aún de sus medias históricas. En cuanto a los indicadores cuantitativos, el índice del comercio al por menor real y las ventas interiores de grandes empresas en bienes y servicios destinados al consumo que proporciona la Agencia Tributaria experimentaron menores descensos interanuales en la media de julio y agosto. Por último, en los meses de verano repunta-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



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

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

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

ron las matriculaciones de automóviles, hasta el 18% en tasa interanual en septiembre, evolución muy ligada al impulso proporcionado por el Plan 2000E.

La persistente debilidad del consumo de los hogares se explica, sobre todo, por la incertidumbre derivada del marcado deterioro del mercado de trabajo, por el impacto negativo del proceso de destrucción del empleo sobre las rentas salariales y, en menor grado, por el mantenimiento de criterios y condiciones restrictivos en la concesión de créditos, y por los efectos negativos de la tendencia descendente del precio de la vivienda sobre la riqueza inmobiliaria de las familias. Estos elementos han prevalecido sobre otros cuya evolución está siendo más favorable, como las bajas tasas de inflación, la moderación de los tipos de interés del crédito, el efecto positivo sobre la renta disponible de las transferencias netas de las Administraciones Públicas (AAPP) y el aumento de la riqueza financiera, que se vio favorecido en el tercer trimestre por la continuidad de la fuerte recuperación de las cotizaciones bursátiles ya observada en el trimestre anterior. La incertidumbre de los hogares acerca de la evolución futura de sus rentas —marcada por la elevada destrucción de empleo— y del valor de su riqueza neta se tradujo, de acuerdo con los datos más recientes de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, correspondientes al segundo trimestre de 2009, en un intenso aumento de su tasa de ahorro, hasta alcanzar, en datos acumulados de cuatro trimestres, el 17,5% de su renta disponible, lo que marca un máximo histórico y es 2,8 pp mayor que la tasa registrada en el primer trimestre de este año. En el recuadro 4 se analizan con más detalle los determinantes de este acusado incremento de la tasa de ahorro.

Por su parte, se estima que el consumo final de las AAPP experimentó una notable desaceleración en tasa interanual en el tercer trimestre, según se desprende de la información sobre los gastos de personal y compras netas que ofrece la ejecución del presupuesto del Estado.

En el tercer trimestre de 2009, la inversión en equipo siguió cayendo intensamente, aunque probablemente no experimentó un deterioro adicional en términos interanuales. Entre la información coyuntural existente, las disponibilidades de bienes de equipo, con datos aún muy incompletos, y las matriculaciones de vehículos de carga (disponibles hasta septiembre) siguieron registrando fuertes contracciones, si bien el ritmo de caída de esta última variable se aminoró sustancialmente con respecto a los trimestres anteriores (véase gráfico 16). Por su parte, la confianza de los empresarios, tanto en el conjunto de la industria como, en particular, en la que produce este tipo de bienes, mostró un comportamiento más favorable en este período, mientras que la percepción sobre la cartera de pedidos no varió sustancialmente. El pronunciado descenso de la demanda nacional y la todavía débil demanda exterior, junto con el mantenimiento de condiciones restrictivas de acceso al crédito bancario y la incertidumbre sobre el inicio de una recuperación sostenida, continuaron frenando la puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras, sin que estos elementos pudieran ser contrarrestados por la disminución de los tipos de interés del crédito. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la caída de la inversión empresarial dio lugar, en el segundo trimestre, a una reducción de la necesidad de financiación del sector, hasta situarse en el 5,2% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, 1,5 pp menos que en los tres primeros meses del año. A este resultado también contribuyó, aunque en menor medida, el aumento del ahorro empresarial, gracias al descenso de los pagos por intereses e impuestos, que compensó holgadamente el menor crecimiento del excedente de explotación.

De acuerdo con la información existente, en el tercer trimestre el ritmo de descenso de la inversión en construcciones se estabilizó en términos interanuales, aunque en cotas muy negativas (véase gráfico 16). Los indicadores del conjunto del sector relativos a los consumos in-

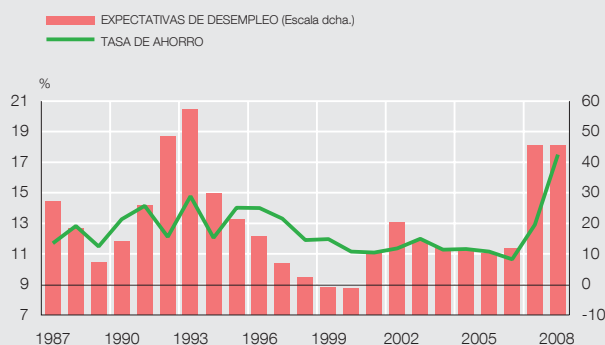
En la actual fase recesiva de la economía española se ha producido un fuerte descenso del consumo de las familias, que ha superado en intensidad al ajuste de su renta disponible, de tal forma que la tasa de ahorro ha experimentado un notable incremento. En términos de períodos móviles de cuatro trimestres, la tasa de ahorro se situó en el 17,5% en el segundo trimestre de 2009, casi 7 pp superior al nivel registrado en 2007 y también por encima de los valores observados en la crisis de los primeros años noventa (véase gráfico 1). Aunque la tasa de ahorro de los hogares suele incrementarse en España en las etapas de debilidad de la actividad económica, el aumento experimentado en la actualidad es mucho más sustancial que el de otros períodos, como 1991-1993 y 2002-2003.

Los factores que determinan potencialmente la evolución de la tasa de ahorro son diversos. En la medida en que las familias intentan suavizar su nivel de consumo a lo largo de su vida, los cambios en su renta corriente que se perciben como transitorios pueden no reflejarse en el gasto y conducir, por tanto, a variaciones del ahorro, con incrementos de esta variable en los períodos en que las rentas corrientes son más altas, y viceversa. Sin embargo, si esos cambios en la renta se juzgan como permanentes, es probable que las familias ajusten en mayor medida el consumo. Esta misma pauta puede ocurrir

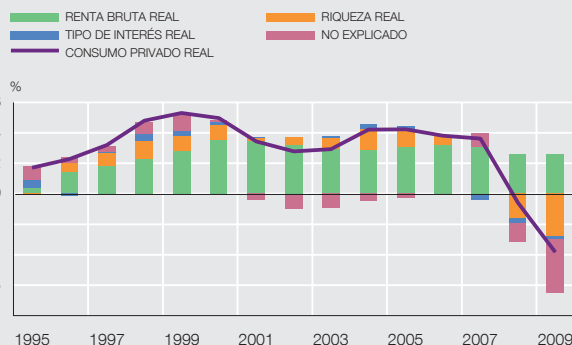
cuando existe incertidumbre sobre su evolución futura, dando lugar a un aumento del ahorro por motivo de precaución cuando las perspectivas económicas se deterioran. Asimismo, las variaciones en el valor de la riqueza (real o financiera) en poder de las familias afectarán a los recursos con los que pueden contar a medio y largo plazo, por lo que también pueden provocar un ajuste del consumo y cambios en la tasa de ahorro (*efecto riqueza*). Otras variables, como los tipos de interés reales, también afectan al consumo, pues tipos más altos abaratan en términos relativos el consumo futuro (*efecto de sustitución intertemporal*), lo que elevará la tasa de ahorro. Adicionalmente, cuando tiene lugar un endurecimiento de las condiciones bajo las cuales las entidades financieras conceden crédito a los hogares, algunos de ellos no pueden financiar su consumo presente mediante el recurso al crédito —o, en otras palabras, mediante una tasa de ahorro negativa— y se ven forzadas a aumentar esa tasa.

Estos argumentos ayudan a entender el aumento del ahorro observado en España en la actual recesión, si bien resulta difícil evaluar la importancia relativa de cada uno de ellos. El modelo macroeconómico del Banco de España (MTBE) pone de manifiesto que el retroceso del consumo en 2008 y, sobre todo, en 2009 habría ido más allá de lo que determina la evolución reciente de la renta corriente y del

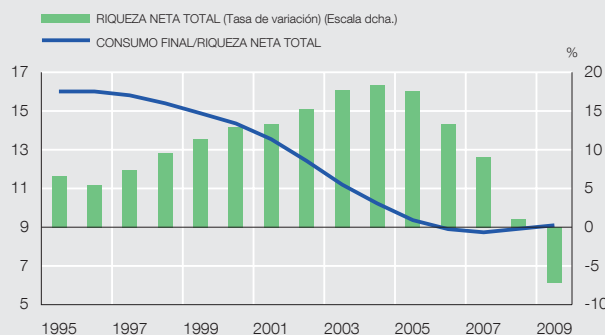
1 TASA DE AHORRO



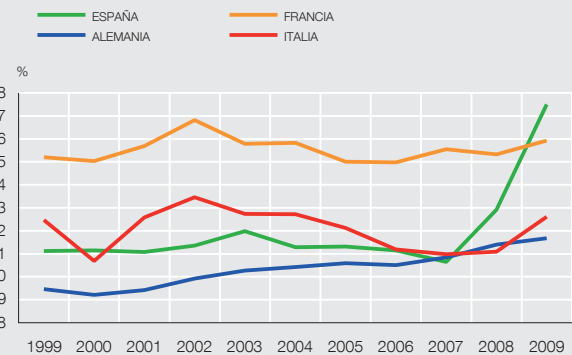
2 CONSUMO PRIVADO. APORTACIONES AL CRECIMIENTO REAL (a)



3 CONSUMO Y RIQUEZA



4 TASA DE AHORRO (b)



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

a. Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE). En 2009, aportaciones al crecimiento anual acumulado hasta el segundo trimestre.
 b. En 2009, en el caso de España se representa la tasa de ahorro de un período móvil de cuatro trimestres que finaliza en el segundo trimestre de dicho año. Para el resto de países, corresponde al dato del primer trimestre de 2009.

tipo de interés real, y el descenso de la riqueza de los hogares españoles (véanse gráfico 2 y 3). En concreto, estos factores solo explicarían en torno a la mitad del incremento que ha tenido lugar en la tasa de ahorro entre 2007 y el segundo trimestre de 2009. Entre los elementos que pueden explicar este mayor incremento del ahorro se encuentran las perspectivas de crecimiento de la renta familiar —afectadas negativamente por el intenso deterioro del mercado de trabajo—, el contexto de mayor incertidumbre en el que los consumidores tienen que adoptar sus decisiones —que se habría elevado ostensiblemente a raíz de la crisis financiera y económica—, el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria a través de mecanismos distintos del precio, y el posible comportamiento parcialmente ricardiano de los agentes, ante el empeoramiento de las finanzas públicas.

Estos factores —y, de forma muy especial, la situación de debilidad del mercado laboral— podrían estar desempeñando un papel muy relevante a la hora de explicar la trayectoria reciente de la tasa de ahorro en España. El hecho de que España sea el país con un mayor

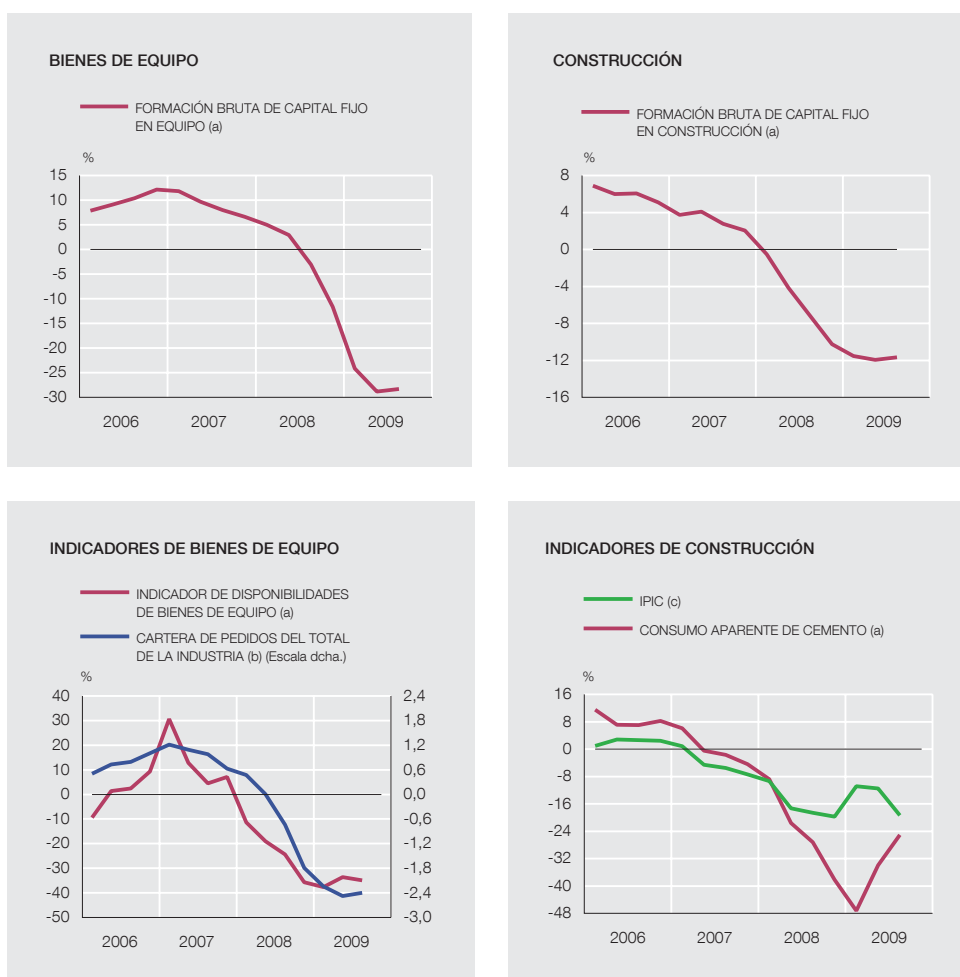
aumento de la tasa de paro y aquel cuya tasa de ahorro ha experimentado un mayor ascenso entre los países del área del euro subraya la relevancia de las perspectivas de empleo y su impacto sobre la incertidumbre que rodea las decisiones de los consumidores como factores explicativos del comportamiento de esa variable (véase gráfico 4).

A medio plazo cabría esperar un descenso del ahorro por motivo de precaución hacia cotas más moderadas, aunque posiblemente en los próximos años, al contrario de lo que ha pasado en la fase de expansión, la tasa de ahorro se mantendrá en unos niveles superiores a su media histórica. No obstante, de cara a 2010, la interpretación de la evolución de la tasa de ahorro podría verse oscurecida por la subida del IVA en julio de ese año, pues no se puede descartar que este cambio impositivo pudiera conducir a la anticipación de un cierto volumen de gasto en bienes duraderos en la primera mitad del año y, por tanto, a una disminución de la tasa de ahorro. No obstante, este efecto se vería contrarrestado por otro de signo opuesto en el segundo semestre.

termedios (como el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción), disponibles hasta agosto, y al empleo (afiliados y paro), con información hasta septiembre, presentaron caídas interanuales más moderadas que las de los trimestres previos. Adicionalmente, la encuesta de confianza de los empresarios de la construcción mostró, en los meses de verano, una mejora en la percepción de estos agentes sobre la evolución y perspectivas del sector.

La trayectoria menos desfavorable del conjunto del sector vino explicada por el repunte de las construcciones no residenciales, en particular, en su componente de obra civil, cuya revitalización fue el resultado de la ejecución de proyectos ligados al Fondo Estatal de Inversión Local. Este factor estaría compensando el deterioro adicional de la inversión en edificación residencial, que se habría reducido a un ritmo superior al observado en el trimestre precedente, como consecuencia del descenso en el saldo de viviendas en construcción, toda vez que el número de unidades finalizadas ha continuado superando al de las iniciaciones (medidas por las cifras de visados de obra nueva). Por el lado de la demanda de viviendas, durante los últimos meses se ha apreciado una moderación en el ritmo de descenso de las compraventas, de acuerdo con la Estadística de Transmisión de Derechos Patrimoniales y con el número de nuevas hipotecas constituidas. Esta evolución algo más favorable podría estar vinculada con la mejora de los indicadores de accesibilidad —medida a través del nivel de las cuotas que se tienen que pagar durante el año posterior a la compra—, que, a su vez, se explica por los descensos de los tipos de interés y de los precios de la vivienda. No obstante, como en trimestres anteriores, subsisten importantes factores que actúan como freno de la demanda de vivienda, tales como la incertidumbre sobre las rentas laborales de los hogares generada por el aumento de la tasa de paro. Finalmente, también los visados de edificación no residencial mostraron en el tercer trimestre una apreciable pérdida de tono.

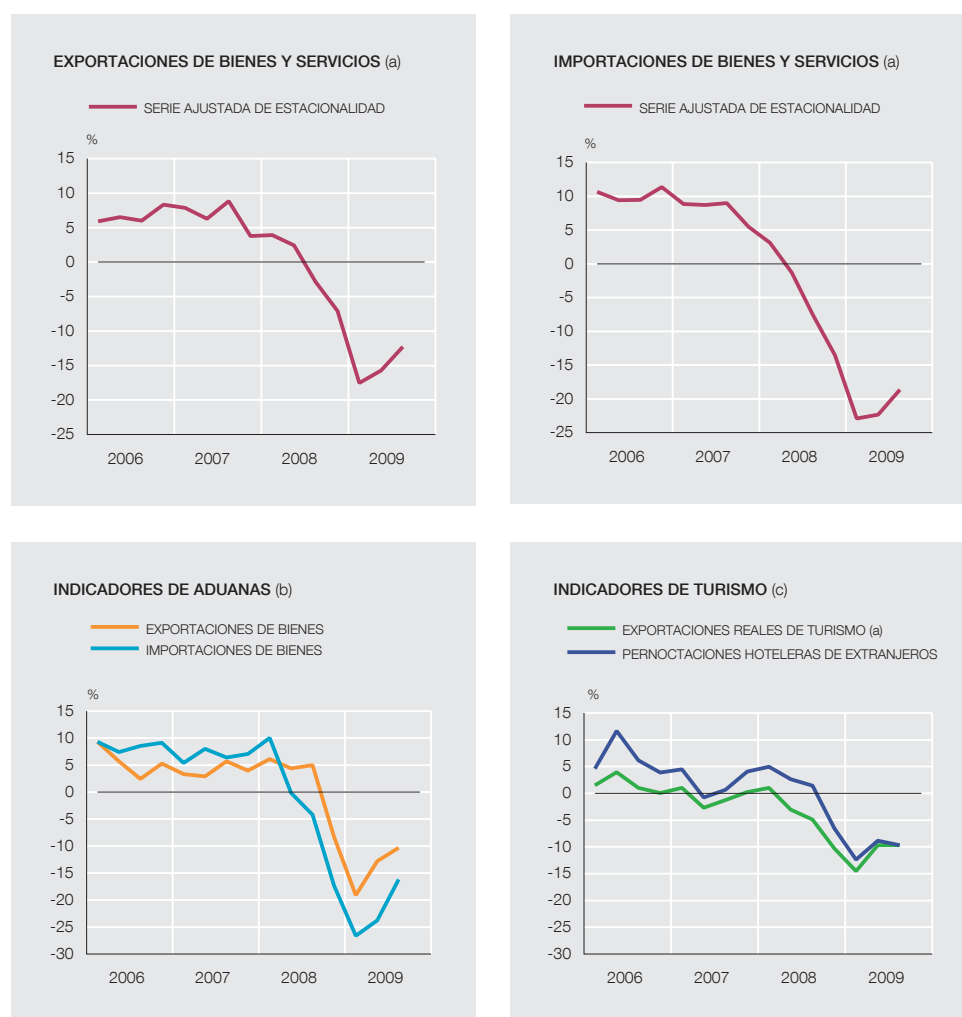
Por lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la última información disponible apunta a que en el tercer trimestre de 2009 la aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB habría continuado siendo elevada, aunque inferior a la observada en el se-



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

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

gundo trimestre. Esta evolución tuvo lugar en un contexto en el que tanto las exportaciones como, sobre todo, las importaciones continuaron registrando notables retrocesos interanuales (véase gráfico 17). No obstante, el ritmo de descenso interanual de ambos flujos se frenó, de modo que, en términos intertrimestrales, las exportaciones registraron, como el trimestre anterior, una tasa positiva, y las importaciones se estabilizaron, tras las fuertes caídas de los últimos trimestres. Esta recuperación de los intercambios está en línea con el contexto internacional menos desfavorable, que se refleja en el retorno a tasas de crecimiento positivas de algunos de nuestros principales socios comerciales, y con la evolución menos negativa de la demanda nacional y de la producción industrial en España. Como se analiza con detalle en el recuadro 5, el ajuste de las importaciones ha sido mucho más significativo que el de las ventas al exterior, lo que ha permitido reducir el déficit comercial sustancialmente. En cuanto a la evolución de los indicadores de competitividad, la información hasta agosto señala que tanto la depreciación del euro —medida en términos interanuales— como la reducción de los precios relativos permitieron un comportamiento favorable de los índices de competitividad-precio de España frente a los países desarrollados en comparación con los observados en iguales fechas del ejercicio anterior.



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.

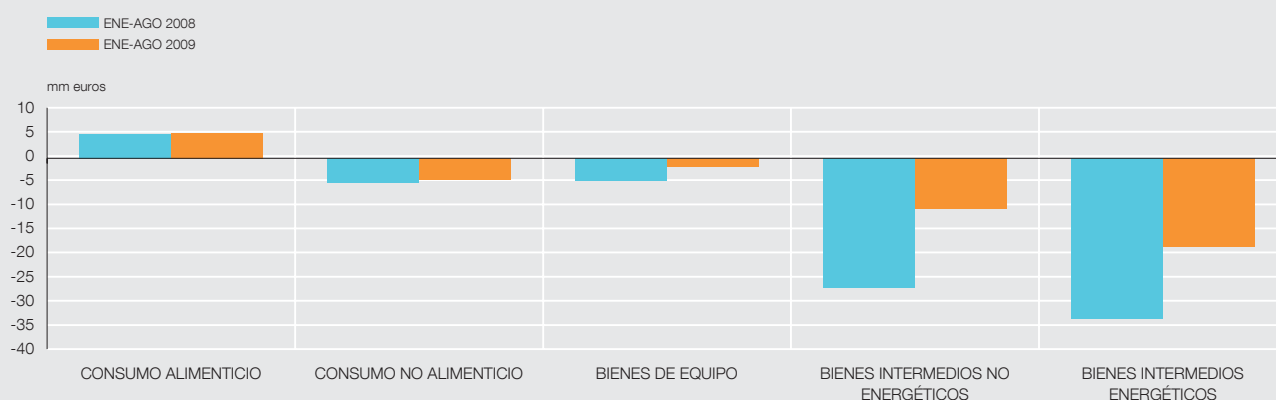
De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes disminuyeron un 8,1% en el promedio de julio y agosto, en tasa interanual, aminorando significativamente el ritmo de caída del segundo trimestre (-14,7%). En el conjunto de los ocho primeros meses del año, no obstante, las ventas exteriores acumulan un notable retroceso, del -14,4%, con descensos generalizados de los principales grupos de productos, especialmente intensos en las exportaciones de bienes de consumo duradero, productos intermedios y bienes de equipo. En los últimos meses, las exportaciones de automóviles han aminorado el intenso ritmo de deterioro de principios de año gracias a la recuperación que ha experimentado la demanda europea de automóviles —fruto de los planes de ayudas directas a la compra de vehículos que se han implementado en algunos de los principales países europeos—. Por otro lado, las exportaciones de alimentos mantienen caídas más moderadas hasta agosto (del -1,9%), al tiempo que ciertas manufacturas de consumo, como el textil, han acrecentado sus tasas positivas durante el período. Por áreas geográficas, en los últimos meses las exportaciones comunitarias han frenado su ritmo de deterioro notablemente, en consonancia con la incipiente recuperación que han mostrado las principales economías de esta zona. A tenor de

Desde finales de 2008, el elevado déficit comercial que la economía española había acumulado en los últimos años viene experimentando una corrección rápida y significativa. Según los datos de Aduanas, en los ocho primeros meses de 2009 el déficit acumulado fue un 52% inferior al registrado en el mismo período del año anterior. Este descenso reflejó, en un primer momento, la significativa caída de las importaciones españolas de bienes, y se acentuó, posteriormente, por la mejora de la relación real de intercambio, concretamente, por el abaratamiento del crudo y la apreciación del euro. A estos dos efectos se ha unido en los últimos meses una mejor evolución de las exportaciones, en particular, de las dirigidas a la zona del euro. Un análisis desagregado de la evolución del saldo comercial puede ayudar a identificar en qué tipo de bienes o frente a qué países se ha materializado el descenso del déficit, lo que también puede dar alguna señal sobre el carácter más o menos permanente de esa corrección.

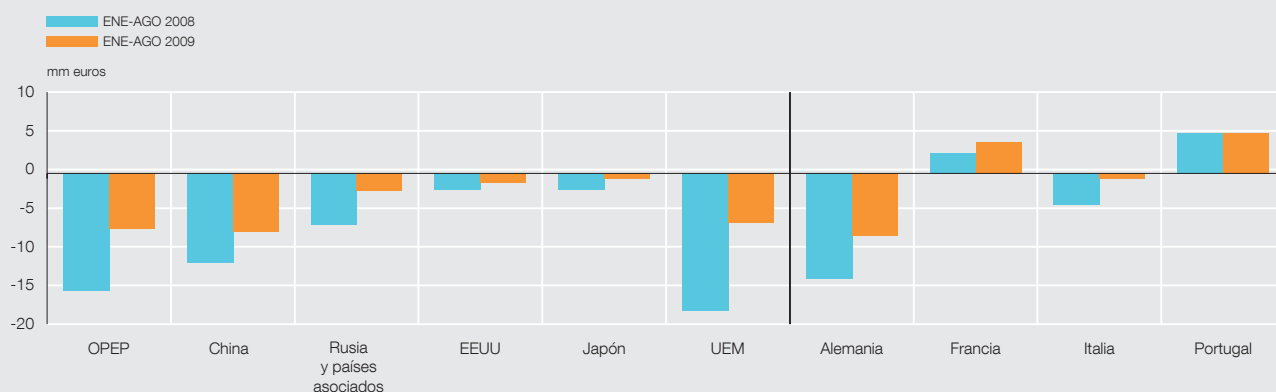
Entre los grandes tipos de productos, la economía española solo ha sido tradicionalmente superavitaria en los intercambios de alimentos y de automóviles, mientras que ha sido deficitaria tanto en las transacciones del resto de bienes de consumo y de equipo como, sobre todo, en las de bienes intermedios, cuyo saldo representaba en 2008

casi el 90% del déficit comercial. Los datos del comercio en el período enero-agosto de 2009 señalan que ha sido precisamente en estos bienes intermedios donde se ha concentrado el descenso del déficit comercial. El déficit energético se redujo casi a la mitad en ese período, y el de bienes intermedios no energéticos descendió un 60%. En el resto de bienes las variaciones han sido favorables, pero de menor magnitud: el superávit en alimentos —cuya demanda está menos expuesta a la situación cíclica de la economía— se amplió ligeramente, mientras que el déficit en bienes de consumo no alimenticio se corrigió levemente, y, algo más, el déficit en bienes de equipo (véase gráfico 1). Estos resultados reflejan tanto el descenso de las compras de *inputs* importados, en un contexto de fuerte contracción de la inversión y de la actividad industrial, y de debilidad del consumo privado en España, como el impacto del abaratamiento del petróleo y del resto de materias primas. Concretamente, según el índice de producción industrial, los sectores de construcción de maquinaria y equipo mecánico, de material y equipo eléctrico y electrónico, así como el de fabricación de material de transporte, todos ellos con un elevado contenido importador, registraron descensos próximos al 30% interanual en España en los primeros ocho meses de 2009. En el caso del comercio de bienes de consumo no alimenticios, debe

1 SALDO COMERCIAL POR TIPOS DE PRODUCTOS: NIVELES EN MM DE EUROS



2 SALDO COMERCIAL POR ÁREAS GEOGRÁFICAS: NIVELES EN MM DE EUROS



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

destacarse que el dato acumulado del año oculta la reducción del saldo negativo en el componente de bienes duraderos en los meses más recientes, debido, sobre todo, a la recuperación de las exportaciones de automóviles hacia la zona del euro, muy vinculada a los paquetes de ayuda directa para la compra de vehículos aprobados por diversos Gobiernos europeos.

En la desagregación por áreas geográficas, también España ha venido mostrando tradicionalmente un saldo negativo frente a la mayoría de los países, siendo Portugal, el Reino Unido y, en los últimos años, Francia las principales excepciones. Dada la evolución descrita del saldo comercial por tipo de bienes, no es de extrañar que el descenso del desequilibrio comercial haya sido especialmente significativo en el caso de los países exportadores de crudo, como es el caso de Rusia —nuestro principal proveedor— y de los países de la OPEP (véase gráfico 2). Estos países explicarían en torno a un 35% de la corrección total del déficit comercial. En segundo lugar, y en línea con el notable descenso de la inversión en equipo y de la actividad industrial, el déficit comercial con China se redujo sustancialmente (lo que explica el 11% del ajuste total). También fue importante la reducción del saldo negativo con Latinoamérica.

Entre los países más industrializados destaca la disminución del déficit con la zona del euro, que supuso casi una tercera parte de la

corrección en los ocho primeros meses de 2009, y, en menor medida, del déficit que España mantiene con Japón y con Estados Unidos. En el caso del comercio con los países de la zona del euro, el mayor descenso de las importaciones —en particular, de bienes intermedios industriales y de bienes de equipo— en relación con el registrado por las exportaciones en dicho período explica la reducción observada del déficit comercial. A esta corrección contribuyeron, sobre todo, las transacciones de bienes con Alemania, Italia y Francia, mientras que el superávit con Portugal se mantuvo prácticamente estable.

Hasta ahora, la corrección del saldo comercial se ha apoyado, sobre todo, en la debilidad de las importaciones, en un contexto de gran atonía de la demanda, y en el abaratamiento de las materias primas, por lo que, para lograr afianzar un saldo comercial más moderado de forma permanente, sería necesario que las exportaciones adquirieran un mayor protagonismo. En este sentido, las previsiones de crecimiento publicadas por la mayoría de los organismos internacionales apuntan hacia una recuperación del comercio mundial más rápida que la prevista para España. Por esto, las exportaciones españolas deberían aprovechar esa mejora de los mercados internacionales para consolidar e incrementar sus posiciones, lo que permitiría seguir avanzando en el descenso del déficit comercial y aumentaría la aportación de la demanda exterior al crecimiento de la actividad.

la información más desagregada, para la que solo están disponibles los datos nominales, en el conjunto de los ocho primeros meses de 2009 destacan por su magnitud los retrocesos especialmente acusados de las ventas a Rusia y el Reino Unido, mientras que las exportaciones a los países de la OPEP se estancaron.

En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos, disponible hasta julio, apunta hacia una ligera ralentización de su ritmo de caída en términos nominales. Por el contrario, de acuerdo con EGATUR, el gasto nominal de los visitantes extranjeros descendió un 7% en el conjunto de julio y agosto, frente al -5,3% del segundo trimestre. En el tercer trimestre, que es el de mayor afluencia turística, las entradas de turistas extranjeros moderaron su caída en torno a 0,4 pp, hasta el -7,8%, gracias a la evolución más favorable de los procedentes de Francia, mientras que el resto de nuestros principales mercados emisores continuaron debilitándose. En particular, la desagregación por países de origen muestra un descenso especialmente acusado en el caso del Reino Unido —nuestro principal mercado emisor—, debido tanto a la recesión económica que sufre el país como a la depreciación de la libra frente al euro. La disminución en el número de pernoctaciones hoteleras efectuadas por los viajeros extranjeros se intensificó en este trimestre, hasta el -9,5%, caída que supera en 1,6 pp a la observada en el segundo trimestre. En el conjunto de los nueve primeros meses del año, tanto las entradas de turistas como sus pernoctaciones hoteleras acumulan descensos en torno al 10%. Finalmente, los datos de Balanza de Pagos referidos a julio apuntan a una continuación de la elevada tasa de caída de las exportaciones reales de servicios no turísticos en el tercer trimestre, a pesar de la evolución menos desfavorable a nivel mundial del comercio de mercancías y del tráfico de pasajeros.

En la vertiente importadora, con la información más reciente se estima que las importaciones reales de bienes frenaron su caída en el tercer trimestre de 2009. En este sentido, de acuerdo con Aduanas, las compras de bienes al exterior cayeron un 15,8% en el promedio de julio y agosto, claramente por debajo del descenso del 25,7% que registraron en el promedio del segundo trimestre. En el período comprendido entre enero y agosto, las importaciones reales de bienes descendieron un 23,4% interanual, acusando la evolución negativa de la demanda nacional y de las exportaciones. Por grupos de productos, los mayores ajustes recayeron en las compras exteriores de bienes de equipo, bienes intermedios no energéticos y bienes de consumo duradero. No obstante, los datos de julio y agosto han reflejado una clara reducción del ritmo de deterioro de las compras de bienes duraderos, así como de las importaciones de productos intermedios para la industria química, la fabricación de material de transporte y la industria textil.

Por último, de acuerdo con los datos de Balanza de Pagos de julio, las importaciones reales de servicios habrían atenuado algo su ritmo de descenso en el tercer trimestre, debido al componente de pagos por turismo, mientras que los pagos por servicios no turísticos mantienen caídas similares a las del segundo trimestre.

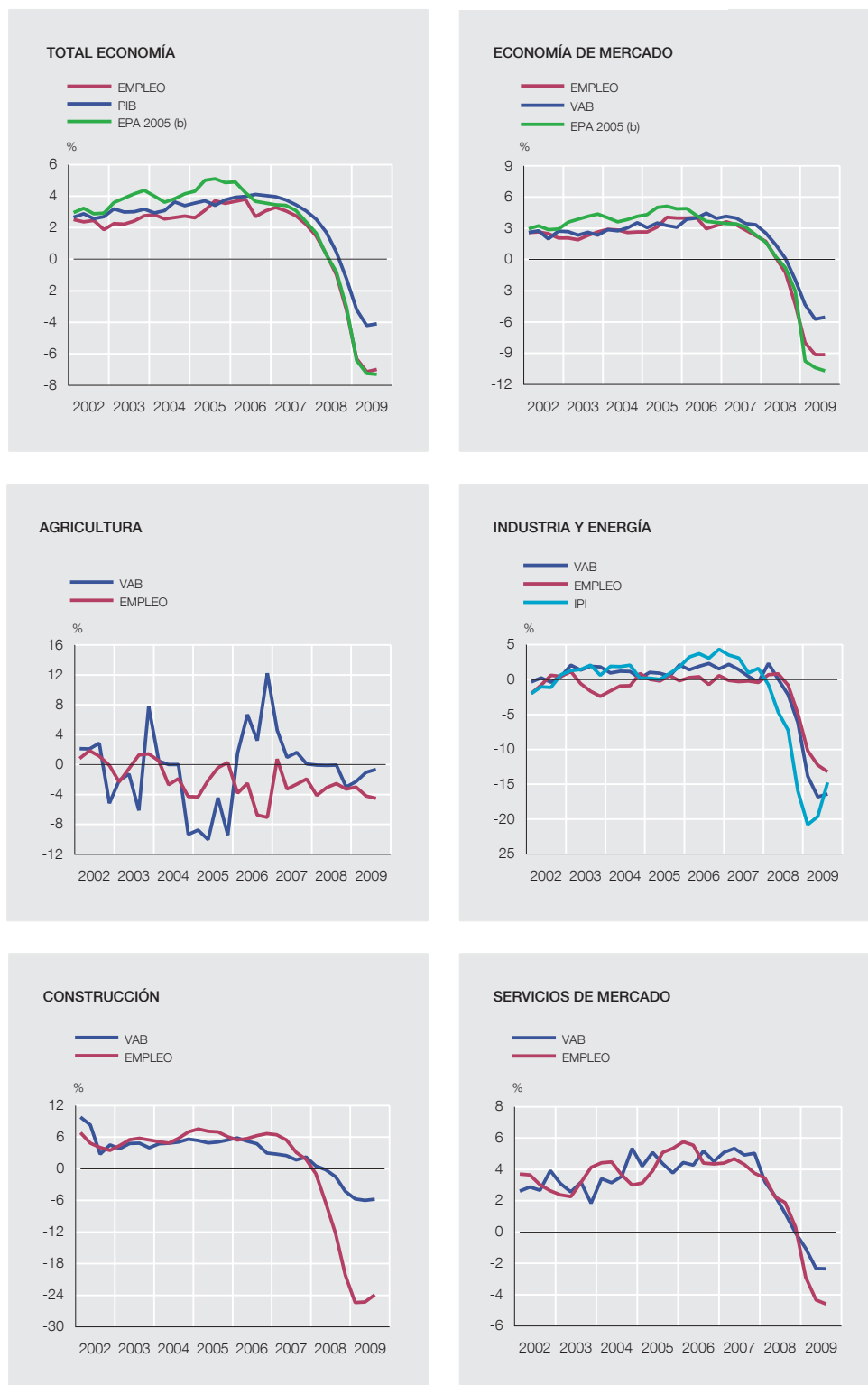
4.2 Producción y empleo

En el tercer trimestre, el ritmo de caída interanual del valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado continuó siendo muy elevado, aunque probablemente menos acusado que el observado en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el retroceso fue menos acusado por segundo trimestre consecutivo, tras el mínimo alcanzado en los tres primeros meses del año. Este comportamiento fue compartido, a grandes rasgos, por las principales ramas productivas (véase gráfico 18).

En concreto, en el tercer trimestre se espera una continuación de la caída, en términos interanuales, del valor añadido de la industria, aunque a un ritmo algo menor que el registrado en el segundo, a tenor de la información coyuntural disponible. Así, el índice de producción industrial (IPI) se contrajo en el conjunto de los meses de julio y agosto a una tasa inferior a la del período abril-junio. Esta ligera mejoría fue generalizada por tipos de productos, con la excepción de los bienes de consumo no alimenticio, que, no obstante, fueron los que experimentaron una menor caída. Entre los indicadores procedentes del mercado de trabajo, el número de afiliados a la Seguridad Social mostró disminuciones similares a las del período anterior. Por su parte, los principales indicadores de opinión del sector, como el de los directores de compras del sector manufacturero y el índice de clima industrial, continuaron mostrando signos de mejora, alejándose progresivamente de los mínimos alcanzados al inicio del año.

Por lo que se refiere al sector de servicios de mercado, la última información coyuntural disponible apunta a una caída interanual durante el tercer trimestre de 2009 de magnitud similar a la del segundo. Entre los indicadores cuantitativos, la cifra de negocios continuó aminorando su ritmo de descenso en julio, al tiempo que las ventas de servicios de las grandes empresas registraron, en términos reales y corregidos de calendario, un descenso del 11,4% en el promedio de julio y agosto, caída 2 pp inferior a la del trimestre anterior. Por lo que respecta a los indicadores de opinión, la confianza de los servicios mejoró en el conjunto del trimestre, y también lo hicieron, aunque de forma más tímida, la confianza del comercio al por menor y el indicador PMI, cuyo nivel permanece todavía en terreno recesivo. Por su parte, los indicadores de empleo siguieron mostrando una notable debilidad, con caídas interanuales en la afiliación media del sector similares a las del segundo trimestre.

En cuanto al mercado laboral, la información disponible hasta el mes de septiembre apunta a una ralentización en el ritmo de deterioro del empleo. Así, los afiliados a la Seguridad Social disminuyeron un 6% en el conjunto del tercer trimestre (6,7% en el segundo), lo que supone,



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

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

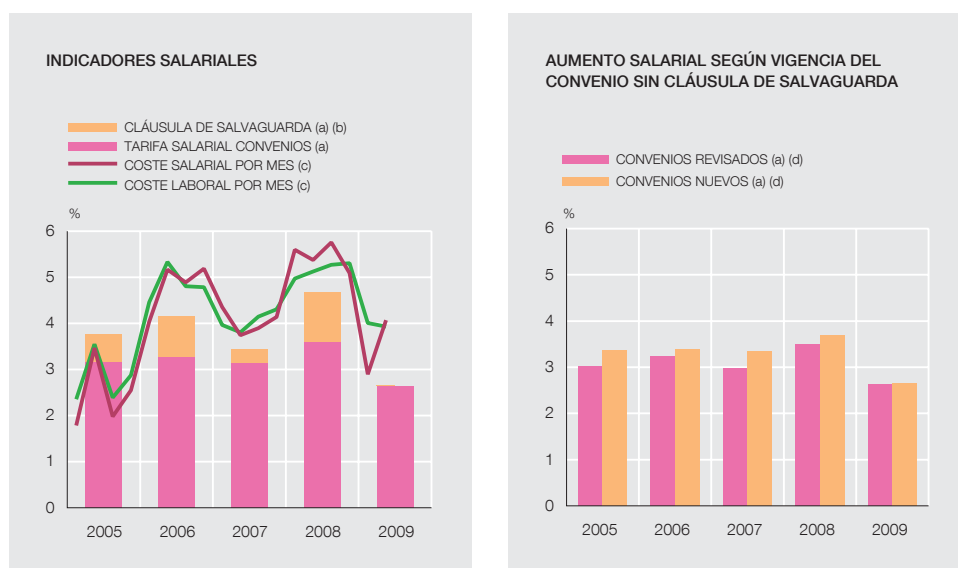
por primera vez desde que se iniciara el actual proceso de destrucción de puestos de trabajo, una ralentización en las caídas de empleo. En términos de las series corregidas de estacionalidad, en los últimos meses los retrocesos mensuales vienen siendo también inferiores a los observados al comienzo del ejercicio. El menor ritmo interanual de destrucción de empleo del tercer trimestre se concentró en la construcción —donde las disminuciones de la afiliación se moderaron, probablemente reflejando las actividades relacionadas con el Plan Estatal de Inversión Local— y en la agricultura (que mostró un crecimiento positivo). Por el contrario, el ritmo de descenso de los afiliados medios en la industria y en los servicios de mercado se estabilizó. Finalmente, la disminución interanual de la contratación registrada en el INEM fue, asimismo, menos acusada en el período julio-septiembre que en los tres meses anteriores.

Finalmente, la EPA del tercer trimestre muestra una caída interanual del empleo del $-7,3\%$, prácticamente estabilizada tras el $-7,2\%$ del trimestre anterior. La reducción del empleo habría afectado a todas las ramas de la economía de mercado, con mayores caídas interanuales del empleo en este trimestre en la industria ($-14,9\%$) y los servicios de mercado ($-6,2\%$) y una ligera moderación del abultado ritmo de descenso interanual del empleo en la construcción, hasta el $-23,3\%$.

De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un $6,5\%$, como al de no asalariados ($-10,5\%$). La destrucción de empleo fue más acusada, como en los últimos trimestres, entre los trabajadores de nacionalidad extranjera (-10%), aunque el empleo entre el colectivo de nacionalidad española también se redujo con intensidad ($-6,8\%$). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales moderaron levemente su ritmo de caída interanual ($-18,2\%$), aunque continuaron protagonizando casi todo el ajuste del mercado laboral, mientras que el empleo indefinido mostró una variación interanual negativa ($-1,7\%$). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el $25,9\%$, $3,6$ pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial disminuyó 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 $12,3\%$, frente al $11,4\%$ de un año antes.

La población activa descendió en casi 100.000 personas en el tercer trimestre del año, intensificando la ralentización de los últimos trimestres, hasta una tasa de avance interanual del $0,2\%$, un punto inferior a la registrada hace tres meses. Esta moderación fue consecuencia de la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un $0,4\%$ ($0,3$ pp menos que en el trimestre anterior), y, sobre todo, de la caída interanual de la tasa de actividad ($-0,2$ pp), que se observó por primera vez en este trimestre en la actual fase de recesión. Atendiendo a la desagregación por sexos, la moderación se observó en ambos colectivos, si bien la población activa femenina mantuvo un crecimiento del $2,6\%$, mientras que el colectivo masculino descendió un $1,6\%$. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera ralentizaron su ritmo de avance hasta el $2,5\%$, como consecuencia, principalmente, de las menores entradas de inmigrantes ($2,1\%$, frente al $4,6\%$ del trimestre pasado). Los activos de nacionalidad española pasaron a mostrar un descenso interanual del $0,2\%$, tras el leve aumento del trimestre pasado ($0,5\%$).

Finalmente, el desempleo disminuyó ligeramente (en unas 14.000 personas) en el tercer trimestre del año, como consecuencia del descenso en la población activa. No obstante, el aumento interanual del desempleo se mantuvo elevado, en alrededor de 1,5 millones de personas, con una tasa de variación interanual del $58,7\%$, por debajo del $73,7\%$ del segundo trimestre. La tasa de paro se mantuvo estabilizada en el $17,9\%$ alcanzado el trimestre anterior, aunque más de 6 pp por encima de la observada hace un año. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentización en el aumento del número de parados en el tercer trimestre del año, con un incremento interanual del $43,5\%$, tras el $52,9\%$ del segundo trimestre del año.



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

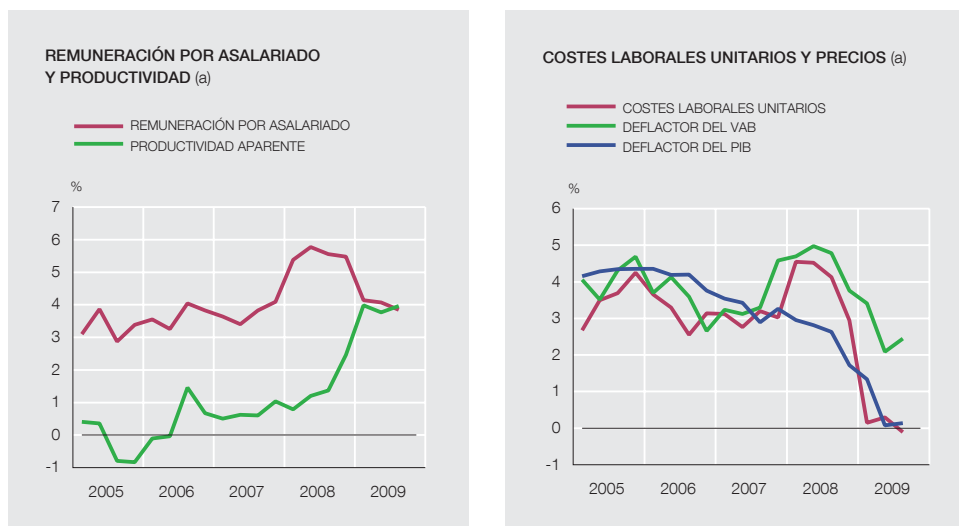
- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta septiembre de 2009.
 b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
 c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
 d. Revisados: Convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior 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.

4.3 Costes y precios

La información disponible sobre los convenios colectivos registrados hasta septiembre recoge un aumento de las tarifas salariales del 2,6%, frente al 3,6% pactado en 2008 (véase gráfico 19). Estos acuerdos afectan a algo más de siete millones y medio de trabajadores (cerca de un 70% de los asalariados cubiertos en 2008). Aunque escasamente representativos por el bajo número de trabajadores afectados (algo menos de medio millón), el incremento pactado en los convenios de nueva firma fue, asimismo, del 2,6%, situándose claramente por encima de las tasas de inflación observadas.

En términos de la CNTR, el segundo trimestre de 2009 mostró un repunte de la remuneración por asalariado en el total de la economía, al aumentar un 4,6% en tasa interanual, tres décimas más que en los tres primeros meses del año. En la economía de mercado, el crecimiento de esta variable se mantuvo estabilizado en el 4,1%. Esta evolución refleja notables deslizamientos con respecto al incremento salarial acordado en la negociación colectiva. A estos efectos, cabe recordar que el impacto de las cláusulas de salvaguarda ha sido nulo en 2009, por lo que la evolución observada estaría relacionada con una elevada deriva positiva que vendría explicada por los efectos de composición que se observan habitualmente en períodos de fuerte destrucción de empleo (al eliminarse comparativamente más puestos de trabajo con una remuneración inferior a la media). En el tercer trimestre se espera que el ritmo de avance de la remuneración por asalariado registre una pequeña ralentización, aunque continuó expandiéndose a un ritmo sustancialmente superior al de los precios (véase gráfico 20).

En el tercer trimestre del año, se estima que el deflactor de la demanda final mantuvo su ritmo de descenso, puesto que tanto el componente interior de la inflación (medida por el deflactor del PIB) como el deflactor de las importaciones presentaron tasas similares a las del trimestre anterior. Por componentes de la demanda final, el descenso del deflactor de la demanda nacional se moderó ligeramente, a diferencia de lo ocurrido con el deflactor de las exportaciones, que habría experimentado una caída más intensa. Cabe destacar el retroceso previsto del



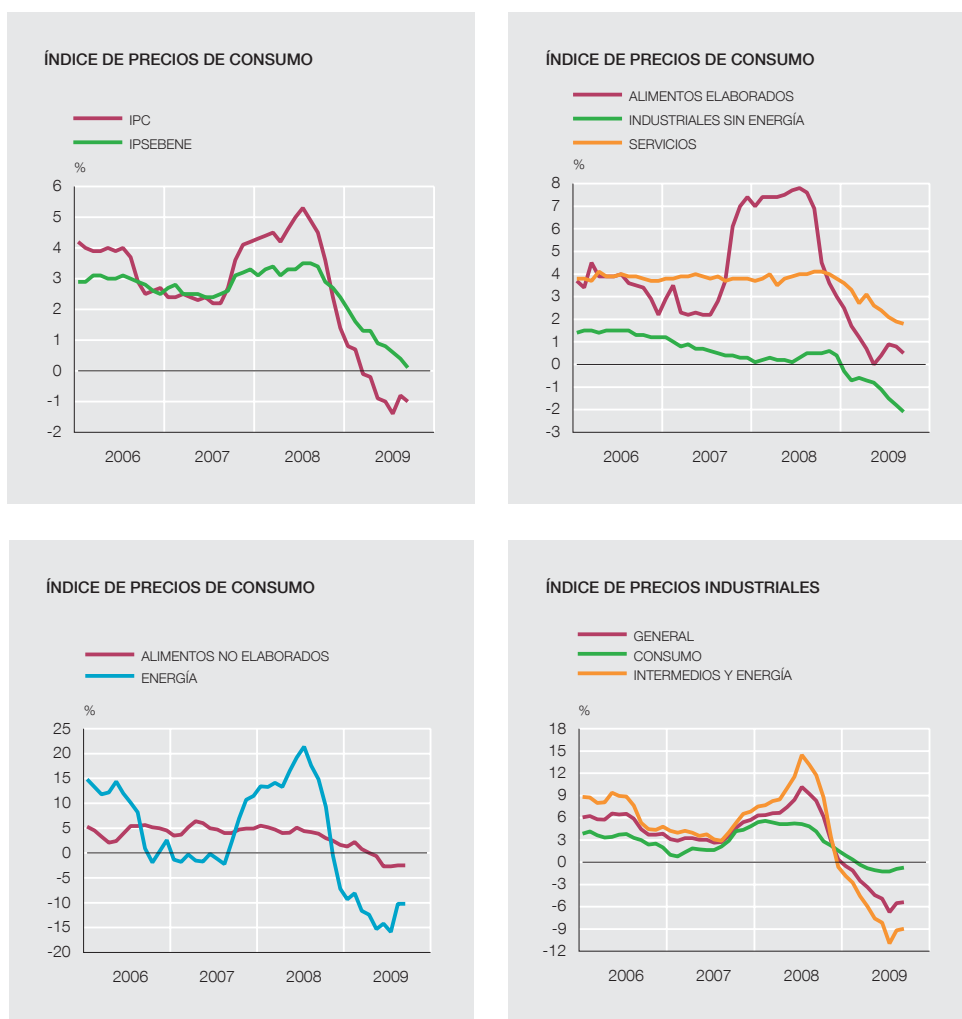
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

deflactor de la inversión residencial —en línea con la evolución del precio de la vivienda— y el mantenimiento de tasas de variación negativas en el caso del deflactor del consumo privado.

En este sentido, los distintos indicadores de precios de consumo continuaron desacelerándose en el tercer trimestre del año. Así, el IPC registró en el mes de septiembre una disminución del 1%, tras alcanzar un mínimo del -1,4% en julio (véase gráfico 21). En términos medios, la caída del tercer trimestre fue del 1,1%, frente al -0,7% del período previo. Por componentes, en el período julio-septiembre, los precios de los bienes energéticos continuaron presentando las tasas de variación negativas más elevadas (-12,1%), debido, fundamentalmente, a un efecto de comparación con el mismo trimestre de 2008, derivado de la fuerte alza de precios del petróleo que tuvo lugar hasta julio del año pasado. Además, los precios del crudo en dólares crecieron en el tercer trimestre en menor medida que en el segundo, siendo la desaceleración mayor cuando se mide en euros, dada la apreciación de la moneda europea frente al dólar. Finalmente, este componente ha reflejado la bajada de los precios del gas natural y butano. Por el contrario, los precios de este componente se vieron impulsados por la subida en la tarifa eléctrica y en los impuestos de hidrocarburos. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos mostraron, en el tercer trimestre del año, ritmos de descenso del 1,8%, ante la reducción de precios en los automóviles, ligada en parte a los incentivos para la compra de vehículos nuevos. Los precios de los servicios, que históricamente se habían mostrado poco sensibles a la situación cíclica, continuaron acusando una notable ralentización, hasta una tasa media trimestral del 1,9%. Los precios de los alimentos no elaborados aceleraron su descenso hasta el -2,6%, mientras que los precios de los alimentos elaborados repuntaron ligeramente, hasta el 0,7%, influidos, en parte, por la subida de los precios del tabaco entre los meses de junio y julio. 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 y registró una tasa interanual del 0,4% en la media del tercer trimestre.

La evolución de los precios en España continuó siendo más moderada que en la zona del euro, de modo que el diferencial de inflación del tercer trimestre, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), siguió siendo negativo (-0,7 pp) (véase gráfico 22). El

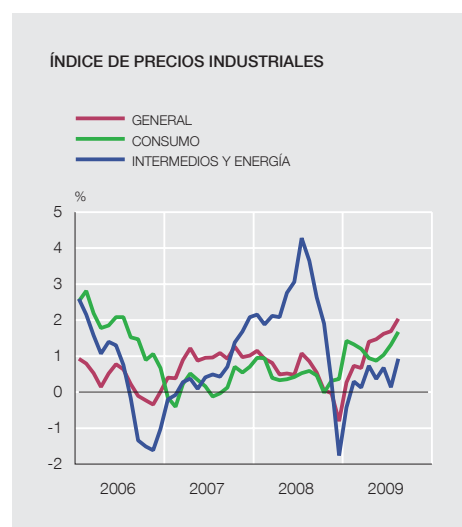
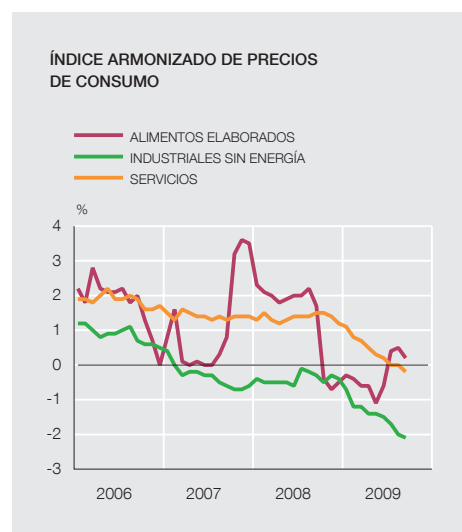
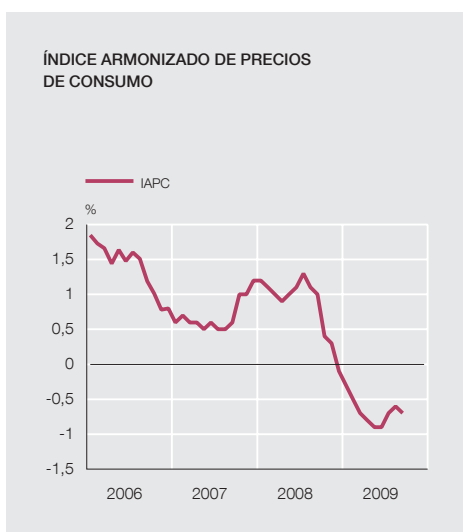


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

menor crecimiento de los precios en España es bastante generalizado por componentes. En concreto, en la media del tercer trimestre, el diferencial fue nulo en el caso de los alimentos elaborados y la energía, y negativo en los restantes grupos, destacando el caso de los servicios, donde el diferencial había sido positivo —y elevado— de forma continuada desde el inicio de la Unión Monetaria hasta el pasado mes de agosto.

Por su parte, el índice de precios industriales continuó presentando tasas negativas en el mes de agosto, aunque el ritmo de caída, del 5,5%, resultó inferior al de julio. El componente no energético cayó un 4% (-4,3% en julio). Nuevamente, la moderación fue especialmente intensa en los precios energéticos y en los bienes intermedios. En términos de diferenciales con la UEM, los comportamientos más dispares se concentraron en los precios de la energía y de los bienes de consumo no duradero. Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales mantuvieron su tónica de elevados descensos, alcanzando, en el mes de agosto, tasas del -9,8% y del -4,6%, respectivamente, algo inferiores a las de julio. Esta evolución fue, en ambos casos, el resultado de la aminoración de los abultados ritmos de caída de los precios energéticos, parcialmente compensada por una reducción adicional de las presiones inflacionistas en el resto de componentes.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

4.4 La actuación del Estado

El pasado 26 de septiembre el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2010, en el que se fija como objetivo un déficit para el conjunto de las AAPP del 8,1% del PIB. Esta proyección supone un ligero empeoramiento con respecto a los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria aprobados en junio pasado, que lo establecieron en el 7,9% del PIB. Asimismo, los PGE prevén que el saldo de la Contabilidad Nacional (CN) del sector AAPP cierre el año corriente con un déficit del 9,5% del PIB, desviándose de modo significativo de la previsión inicial incluida en los PGE para 2009, que cifraba el déficit en el 1,9% del PIB. Por subsectores, se prevé que la Administración Central registre este año un déficit del 8,1% del PIB, mientras que se estima que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales cerrarán el ejercicio con sendos déficits del 1,5% del PIB y del 0,3% del PIB, respectivamente. Por lo que respecta a la Seguridad Social, se prevé que obtenga un superávit del 0,4% del PIB.

Según el Avance de liquidación incluido en los PGE, el Estado registraría un déficit en términos de caja en el año 2009 de 83,3 mm de euros, significativamente más elevado que el previsto

m€ y %

	Liquidación 2008	Variación porcentual 2008/2007	Avance de liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual 2009/2008	Liquidación		
						2008 ENE-SEP	2009 ENE-SEP	Variación porcentual
						1	2	3
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	129.335	-19,1	100.682	-22,2	-29,4	93.566	70.701	-24,4
Impuestos directos	74.096	-23,6	57.979	-21,8	-34,3	53.912	37.833	-29,8
<i>IRPF</i>	43.413	-10,7	32.309	-25,6	-40,0	30.582	20.739	-32,2
<i>Sociedades</i>	27.301	-39,1	22.300	-18,3	-24,7	20.703	14.404	-30,4
<i>Otros (a)</i>	3.382	-4,2	3.370	-0,4	7,0	2.627	2.690	2,4
Impuestos indirectos	39.229	-19,0	25.471	-35,1	-39,1	29.258	20.159	-31,1
<i>IVA</i>	24.923	-26,2	11.491	-53,9	-49,4	18.380	10.742	-41,6
<i>Especiales</i>	11.220	-2,2	11.242	0,2	-11,2	8.520	7.349	-13,7
<i>Otros (b)</i>	3.086	-4,3	2.738	-11,3	-12,4	2.358	2.068	-12,3
Otros ingresos	16.010	11,1	17.232	7,6	27,0	10.395	12.709	22,3
2 PAGOS NO FINANCIEROS	148.082	6,0	184.012	24,3	22,9	106.575	133.501	25,3
Personal	25.266	6,7	26.873	6,4	4,7	18.049	18.918	4,8
Compras	4.553	2,2	4.803	5,5	-1,3	2.847	2.894	1,7
Intereses	15.929	9,6	17.434	9,4	-1,4	13.914	15.317	10,1
Transferencias corrientes	82.755	6,5	106.067	28,2	21,5	60.188	77.089	28,1
Inversiones reales	10.656	5,4	11.172	4,8	10,3	6.732	6.918	2,8
Transferencias de capital	8.923	-3,5	17.663	98,0	—	4.846	12.365	155,2
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 – 2)	-18.747	—	-83.330	—	—	-13.009	-62.800	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones territoriales)								
IRPF	71.341	-1,8	65.734	-7,9	-19,2	52.569	46.839	-10,9
IVA	48.015	-14,0	29.281	-39,0	-35,8	36.045	23.816	-33,9
Imp. especiales	19.570	-1,1	20.450	4,5	-4,9	14.679	14.316	-2,5

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.

en el documento presupuestario inicial, que cifraba el déficit en 16,8 mm de euros. Esta diferencia se produciría tanto por el deterioro de los ingresos (especialmente acusado en el caso del IVA), como por el desbordamiento de los pagos, debido, principalmente, a la transferencia extraordinaria al Servicio Público de Empleo Estatal y al Fondo Estatal de Inversión Local.

La ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un déficit de 62,8 mm de euros, frente al déficit de 13 mm de euros registrado en el mismo período del año anterior. En el tercer trimestre del año se frenó ligeramente el deterioro de los ingresos, que registraron una caída acumulada del 24,4%, frente al recorte del 29,4% observado hasta junio, mientras que los pagos aumentaron su ya elevado ritmo de aumento, hasta el 25,3%, frente al 22,9% de la primera mitad del año.

Para el análisis de los ingresos se cuenta con información sobre la recaudación de las principales figuras impositivas, incluyendo tanto la parte que se asigna al Estado como la que corresponde a las Administraciones territoriales de régimen común (véase Pro memoria del cuadro 3). Esa información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación de los principales impuestos y confirma, aunque de forma más suave, la pérdida de ingresos observada en el Estado. En conjunto, la recaudación se está viendo afectada tanto por la débil

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 7.578 millones de euros hasta julio de 2009, inferior en un 33,2% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone un empeoramiento en los datos de ejecución respecto al mes de mayo. Por partidas, los ingresos no financieros atenuaron su tasa de caída, situándose la tasa acumulada en un -0,3%, en tanto que los pagos ganaron dinamismo y mostraron un avance del 6%. Así, los ingresos no financieros continuaron mostrando registros inferiores a los presupuestados para el conjunto del año (un 8,4% con respecto al Presupuesto de 2008), mientras que los pagos no financieros se encontrarían ligeramente por debajo del aumento presupuestado del 7,9%.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron una contracción del 2,2% hasta julio, reflejando el impacto de la negativa evolución del empleo sobre el número medio de afiliados a la Seguridad Social, que, de acuerdo con la información más reciente, se habría reducido un 5,7% hasta septiembre de 2009. En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas aumentó un 6,7%, en línea con los crecimientos mostrados en meses precedentes, aunque por debajo del 8,5% presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas se ha estabilizado en torno a un ritmo de cre-

cimiento del 1,7%, superior al registrado en promedio para el conjunto del año anterior (un 1,4%). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal experimentó una brusca reducción, del 26,2%, situándose muy por debajo de los aumentos presupuestados.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas cayeron un 9,7% hasta mayo, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo se redujeron un 12,3% hasta abril. Por su parte, el gasto destinado a prestaciones por desempleo continuó experimentando crecimientos muy significativos, del 65,7% en tasa interanual hasta agosto de 2009, si bien esta cifra representa una cierta desaceleración frente a meses precedentes. El número de beneficiarios de prestaciones por desempleo aumentó, con datos hasta agosto, un 50,9%, frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 48% en tasa interanual en el mismo período. Como resultado, la tasa de cobertura en ese mismo mes se situó en el 77,7%, 1,5 pp por encima de la registrada en agosto de 2008. La última información disponible, hasta septiembre, indica una cierta moderación del aumento del paro registrado, situándose dicho incremento en el 45,7%.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b).

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

m€ y %

	Presupuesto 2008	Presupuesto 2009	% variación	Liquidación ENE-JUL		
				2008	2009	% variación
	1	2	3 = 2/1	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	114.113	123.726	8,4	70.415	70.189	-0,3
1.1 Cotizaciones sociales	105.107	113.324	7,8	63.668	62.267	-2,2
1.2 Transferencias corrientes	6.796	7.439	9,5	4.865	5.387	10,7
1.3 Otros	2.209	2.963	34,1	1.882	2.535	34,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	106.080	114.476	7,9	59.066	62.611	6,0
2.1 Personal	2.390	2.453	2,7	1.337	1.399	4,6
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.996	1.995	-0,1	1.062	945	-11,0
2.3 Transferencias corrientes	101.095	109.465	8,3	56.504	59.356	5,0
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>86.041</i>	<i>93.339</i>	<i>8,5</i>	<i>47.852</i>	<i>51.040</i>	<i>6,7</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>7.716</i>	<i>8.144</i>	<i>5,6</i>	<i>4.327</i>	<i>3.196</i>	<i>-26,2</i>
<i>Resto</i>	<i>7.339</i>	<i>7.982</i>	<i>8,8</i>	<i>4.325</i>	<i>5.121</i>	<i>18,4</i>
2.4 Otros	599	563	-6,0	163	910	—
3 SALDO NO FINANCIERO	8.033	9.250	15,2	11.349	7.578	-33,2

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 2009.

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.

evolución de las bases imponibles, achacable al impacto de la crisis económica, como por el impacto de algunas medidas discrecionales. En el caso del IRPF, las retenciones del trabajo se redujeron un 3,7%, influidas por la reducción de 2 pp en el tipo de retención por gastos hipotecarios para rentas menores de 30.000 euros introducida este ejercicio y por el impacto residual de la deducción de hasta 400 euros vigente desde la segunda mitad de 2008, que no se compensará totalmente hasta finales de año, mientras que las procedentes de ganancias en fondos de inversión disminuyeron un 47,5%. En cuanto al impuesto sobre sociedades, las liquidaciones definitivas presentadas en este tercer trimestre mostraron una fuerte caída de ingresos. De acuerdo con las cifras presentadas en el Avance de liquidación, cabría esperar una cierta aceleración en la recaudación del conjunto de impuestos directos en la parte final del año.

Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó registrando los descensos más acusados, del 33,9%, en datos acumulados hasta el tercer trimestre del año, aunque moderadamente menos intensos que en el primer semestre. Junto con la caída del consumo y de las transacciones inmobiliarias, su evolución está condicionada adicionalmente por dos tipos de factores: en primer lugar, por el efecto negativo sobre la recaudación que se deriva de un cierto adelanto en las devoluciones con respecto a un calendario normal (lo que debería compensarse en la parte final del año), y, en segundo lugar, por el nuevo régimen de devoluciones mensuales debido a la regulación introducida este ejercicio. En todo caso, según lo previsto en el Avance de liquidación, la ralentización de las caídas observada en el tercer trimestre podría ser transitoria, de forma que la tasa de variación se situaría aproximadamente en el -40% al cierre del año. Los impuestos especiales, por su parte, registraron un crecimiento del 2,5%, debido, en parte, a las subidas de tipos en los impuestos sobre hidrocarburos y tabaco aprobadas a mediados de año. Finalmente, los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos registraron un crecimiento relativamente elevado hasta septiembre, en parte explicado por las comisiones por avales del Estado por operaciones de financiación que han realizado las entidades de crédito en el marco del Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre (de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro) y por las primas de emisión de la deuda pública emitida al descuento.

Los pagos de caja del Estado registraron un aumento del 25,3% en términos acumulados hasta septiembre, acelerándose ligeramente con respecto a la evolución de la primera mitad del año. Estos elevados crecimientos se deben esencialmente a algunas transferencias del Estado a otras AAPP. Así, entre las transferencias corrientes se incluye la realizada al Servicio Público de Empleo Estatal para financiar las prestaciones por desempleo, y entre las de capital, las dirigidas a las Corporaciones municipales por el Fondo Estatal de Inversión Local. Por otra parte, los pagos por intereses también han registrado una acusada aceleración en el tercer trimestre, en línea con la trayectoria de la deuda pública. El Avance de liquidación no prevé cambios significativos en la evolución de los pagos en la última parte del año con respecto a la ejecución de septiembre.

4.5 La balanza de pagos

En los siete primeros meses de 2009, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 32,5 mm de euros, un 48% inferior al del mismo período del año anterior. La reducción porcentual del saldo negativo por cuenta corriente fue de magnitud similar, hasta situarse en términos nominales en 34,8 mm de euros, lo que supone una intensificación de la senda de corrección iniciada en el ejercicio anterior. Este descenso se explica fundamentalmente por la corrección del déficit comercial y, en mucha menor medida, por la mejoría del saldo de transferencias corrientes, que compensaron la disminución del superávit de servicios. Por su parte, el déficit de rentas se mantuvo prácticamente estable en términos interanuales.

Millones de euros

		ENERO-JULIO		TASA DE VARIACIÓN
		2008	2009	09/08 (b)
INGRESOS	Cuenta corriente	219.932	185.477	-15,7
	<i>Mercancías</i>	118.171	94.379	-20,1
	<i>Servicios</i>	55.497	50.409	-9,2
	— Turismo	23.576	21.165	-10,2
	— Otros servicios	31.920	29.245	-8,4
	<i>Rentas</i>	37.663	32.034	-14,9
	<i>Transferencias corrientes</i>	8.600	8.655	0,6
	Cuenta de capital	4.803	3.604	-25,0
	Cuentas corriente + capital	224.734	189.080	-15,9
PAGOS	Cuenta corriente	286.255	220.271	-23,1
	<i>Mercancías</i>	173.700	119.001	-31,5
	<i>Servicios</i>	40.835	36.281	-11,2
	— Turismo	7.807	6.630	-15,1
	— Otros servicios	33.028	29.650	-10,2
	<i>Rentas</i>	56.320	50.704	-10,0
	<i>Transferencias corrientes</i>	15.400	14.285	-7,2
	Cuenta de capital	762	1.261	65,5
	Cuentas corriente + capital	287.017	221.532	-22,8
SALDOS	Cuenta corriente	-66.323	-34.795	31.528
	<i>Mercancías</i>	-55.528	-24.622	30.906
	<i>Servicios</i>	14.662	14.129	-533
	— Turismo	15.769	14.534	-1.235
	— Otros servicios	-1.107	-406	701
	<i>Rentas</i>	-18.657	-18.670	-13
	<i>Transferencias corrientes</i>	-6.800	-5.631	1.169
	Cuenta de capital	4.041	2.343	-1.698
	Cuentas corriente + capital	-62.282	-32.452	29.830

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

En los siete primeros meses de 2009, el déficit de la balanza comercial se redujo un 56% en términos interanuales, hasta alcanzar la cifra de 24,6 mm de euros. Este ritmo de descenso es apreciablemente más pronunciado que el registrado en el mismo período del año anterior. Entre enero y julio de 2009, tanto las exportaciones como, particularmente, las importaciones de bienes retrocedieron de forma significativa en términos reales, a lo que se sumó el efecto de la mejora de la relación real de intercambio. La factura energética se redujo en los siete primeros meses del presente ejercicio, en un contexto de caída en términos reales de las importaciones netas de productos energéticos y de pronunciado descenso de los precios del crudo en los mercados internacionales respecto al mismo período del ejercicio previo. El desequilibrio del comercio no energético también disminuyó, incluso con mayor intensidad que el déficit energético.

La balanza de servicios arrojó un superávit de 14,1 mm de euros en los siete primeros meses de 2009, un 4% menos que en el mismo período de 2008. Esta reducción se explica por la disminución del saldo positivo de turismo, del 8%, que no pudo contrarrestarse con la notable corrección del déficit de los servicios no turísticos. Los ingresos turísticos nominales cayeron

un 10% entre enero y julio, mientras que los pagos turísticos retrocedieron un 15%. En cuanto al resto de servicios, en los siete primeros meses de 2009 disminuyeron tanto los ingresos como los pagos (un 8% y un 10%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas prácticamente se mantuvo estable en términos interanuales en el período enero-julio de 2009. Este movimiento fue resultado de un retroceso tanto de los pagos como, especialmente, de los ingresos (10% y 15%, respectivamente). El déficit de la balanza de transferencias corrientes disminuyó un 17% en términos interanuales en los siete primeros meses del año. Esta evolución tuvo lugar en un contexto de estabilidad de los ingresos, que solo crecieron un 1%, y de descenso de los pagos, del 7%. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se redujo entre enero y julio un 42% respecto al mismo período del año anterior. Esta evolución fue bastante generalizada entre las distintas rúbricas que componen la cuenta de capital, reflejando mayoritariamente la disminución de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de los diversos fondos comunitarios.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

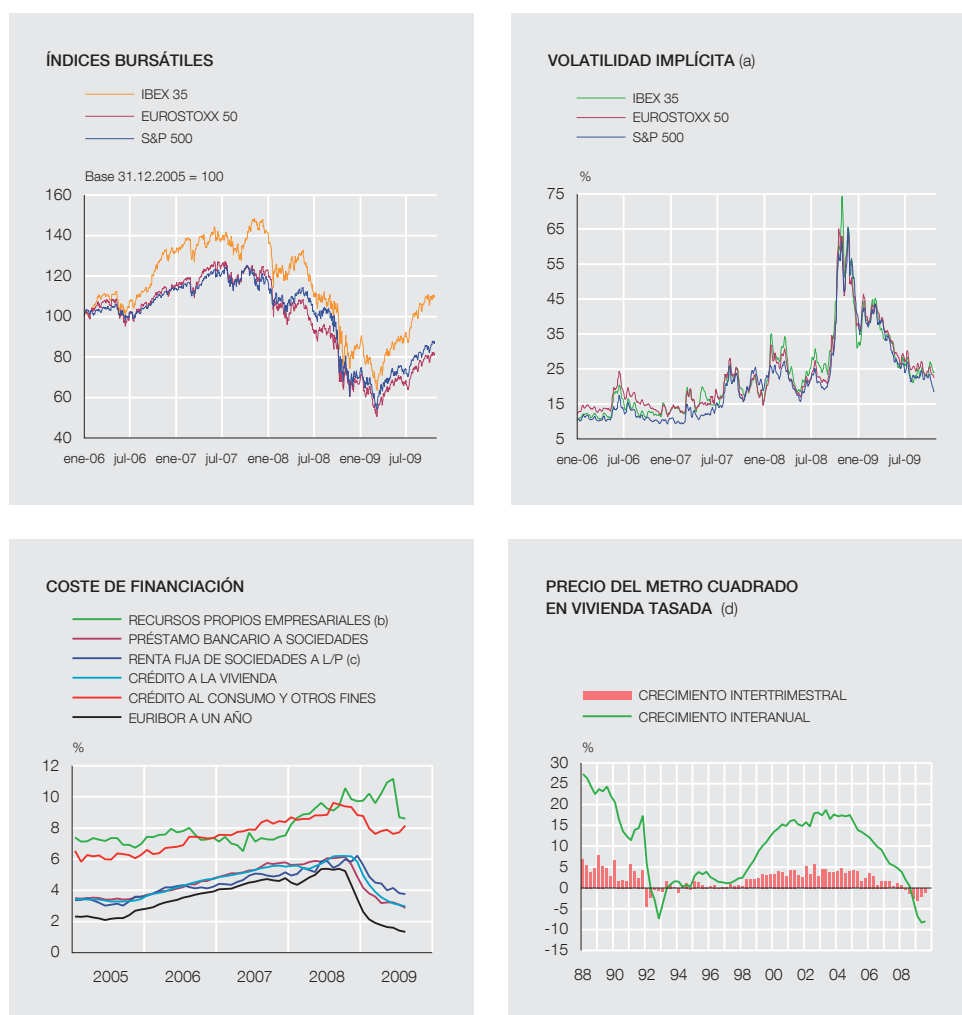
Durante el tercer trimestre de 2009 continuó el proceso de normalización de los mercados financieros nacionales e internacionales y de recuperación de la confianza de los agentes que en ellos participan. En este entorno, en las bolsas españolas se registraron ascensos en las cotizaciones y descensos en sus volatilidades, que llevaron a que el IBEX 35 se situara, en la fecha de cierre de este artículo, un 19,9% por encima del nivel de finales de junio, una subida similar a la del EUROSTOXX 50 de las empresas europeas (20,2%) y algo superior a la del S&P 500 de las compañías estadounidenses (17,4%). Estos avances hicieron que los índices acumulasen unas revalorizaciones, durante la parte transcurrida de 2009, del 27,7%, 17,7% y 19,5%, respectivamente (véase gráfico 23).

En los mercados interbancarios, los tipos de interés siguieron descendiendo, situándose el EURIBOR a doce meses, el 23 de octubre, 25 pb por debajo de los niveles con los que cerró el segundo trimestre. Esta evolución vino acompañada de nuevos recortes en el diferencial de dicha referencia frente al *Eurepo* (en el que el préstamo cuenta con una garantía) al mismo plazo (de 23 pb), lo que revela la progresiva atenuación de las tensiones en estos mercados, si bien dicho indicador todavía permanecía en niveles históricamente elevados (en torno a 45 pb).

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo también cayeron. Así, el 23 de octubre la rentabilidad de las obligaciones a diez años se situaba en el 3,71% (34 pb por debajo del nivel de finales de junio). En línea con la normalización de los mercados, se redujeron los diferenciales de rentabilidad entre los títulos emitidos por los Estados de la UEM, situándose en el caso de la referencia española a diez años frente a la deuda alemana algo por encima de los 50 pb, 23 pb menos que al cierre del segundo trimestre. Asimismo, también descendieron las primas de riesgo crediticio de las principales sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados (25 pb en promedio, quedando en los 85 pb).

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre siguió descendiendo durante el tercer trimestre de 2009, aunque a menor ritmo que durante los meses precedentes. Así, las tasas de disminución intertrimestral e interanual se situaron en septiembre en el 0,9% y el 8%, respectivamente, frente a los retrocesos del 1,9% y el 8,3% de junio (véase gráfico 23).

Los costes de financiación bancaria de los hogares y las sociedades continuaron, en general, reduciéndose, en línea con la evolución de las rentabilidades negociadas en los mercados (véase gráfico 23). Los diferenciales frente a estos se han mantenido relativamente estables durante el tercer trimestre, situándose, no obstante, en niveles elevados en comparación con los que había antes del inicio del último ciclo de descenso de los tipos de interés, especialmente en el caso de las operaciones de mayor riesgo. Estos datos parecen confirmar, por tanto, que dicho repunte no obedece solamente al retraso habitual en la transmisión de los tipos de interés, sino que también recoge una reevaluación del riesgo por parte de las entidades (para más detalles, véase el recuadro 7). Asimismo, también retrocedió el coste de las emisiones de renta fija de las empresas, tanto a corto como a largo plazo, y especialmente el de los recursos propios. Sin embargo, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre, el resto de condiciones crediticias (plazos de devolución, garantías exigidas) se habría vuelto a endurecer, aunque a un ritmo más moderado que en los meses ante-



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.

riores¹. Por otra parte, esta misma encuesta muestra una relativa estabilidad de los criterios de aprobación aplicados por las entidades entre julio y septiembre. Las previsiones para el último trimestre del año apuntan a un mantenimiento en el grado de exigencia en los préstamos concedidos y a caídas moderadas en la demanda de crédito de empresas y hogares, aunque, como consecuencia del tensionamiento de los meses precedentes, las condiciones de financiación durante dicho período serían más restrictivas para los prestatarios que las existentes antes del inicio de la crisis financiera.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado siguen evidenciando nuevas caídas en las tasas de crecimiento interanual, que han sido más acusadas en el caso de las sociedades (entre junio y agosto descendió en casi 2 pp, hasta situarse alrededor del

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

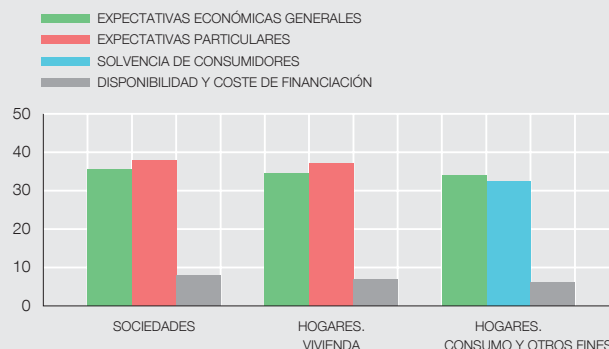
El grado de holgura de la oferta crediticia en la concesión de préstamos bancarios viene determinado tanto por los criterios que aplican las entidades para decidir si conceden financiación o la deniegan como por las condiciones en las que se otorgan los fondos en el primer caso. Entre estas últimas destacan los márgenes aplicados sobre los tipos de interés de referencia, el plazo y las garantías requeridas.

La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) ofrece información cualitativa sobre los criterios de concesión de préstamos. De acuerdo con las respuestas de las entidades contenidas en esta encuesta, tras endurecer notablemente el grado de exigencia de los criterios aplicados a lo largo de 2008, en 2009 las entidades han tendido a moderarlo progresivamente, hasta mantenerlo prácticamente sin cam-

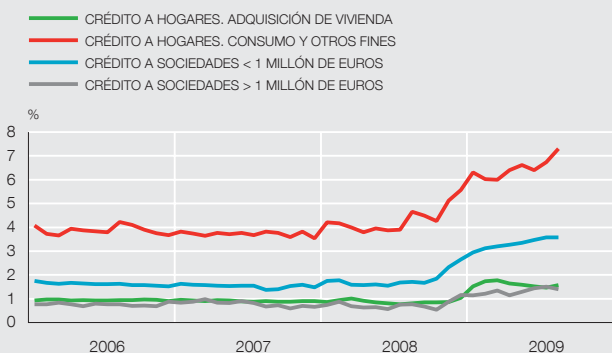
1 ENDURECIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (a)



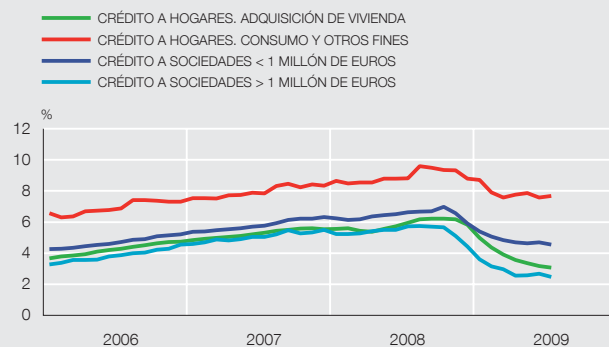
2 FACTORES EXPLICATIVOS DEL ENDURECIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN. EPB JUNIO 2007-SEPTIEMBRE 2009 (b)



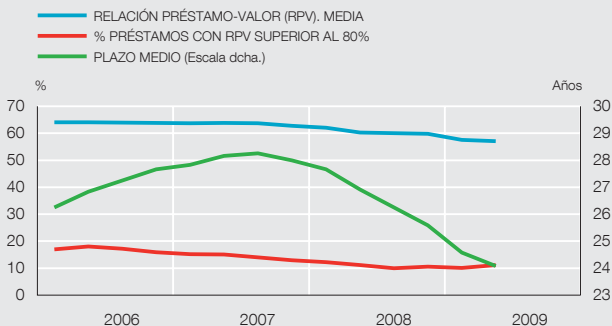
3 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS (c)



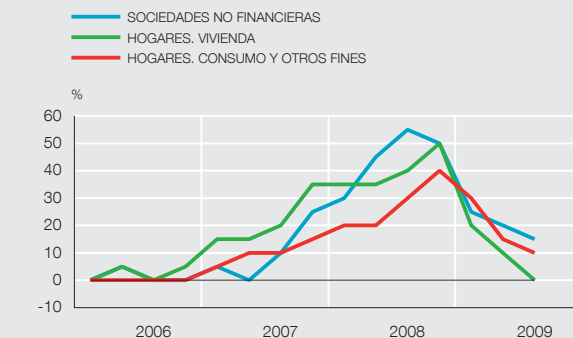
4 TIPOS DE INTERÉS



5 PLAZO Y GARANTÍAS EN PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS



6 GARANTÍAS REQUERIDAS. EPB (a)



FUENTES: Colegio de Registradores (gráfico 5) y Banco de España (resto).

- a. Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB). Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable × 1 + % de entidades que señalan cierto aumento × 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso × 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable × 1.
- b. Promedio de las respuestas de las entidades durante el período analizado. El indicador se ha elaborado de manera análoga al explicado en a).
- c. El tipo de referencia utilizado es el EURIBOR a tres meses en el caso de los préstamos a sociedades y a hogares para consumo y otros fines, y el EURIBOR a un año promediado durante los dos meses anteriores en el caso de los créditos a hogares para adquisición de vivienda (hasta 2008) y el mes anterior (a partir de 2009).

bios en el tercer trimestre de 2009¹ (véase gráfico 1). En el gráfico 2 se aprecia cómo, según esta misma fuente, los principales factores explicativos de esta evolución son los relacionados con la percepción de un mayor riesgo de crédito de los prestatarios, en un contexto de progresivo y marcado deterioro macroeconómico y de importantes aumentos de las ratios de morosidad. Por el contrario, los potenciales problemas de liquidez o de obtención de fondos asociados al impacto en los mercados mayoristas de la crisis financiera internacional habrían desempeñado un papel mucho más limitado para explicar estos desarrollos.

Con respecto a las condiciones aplicadas en los préstamos concedidos, la evolución reciente de los márgenes muestra un ascenso, que ha sido sustancialmente más marcado en las operaciones de mayor riesgo, tendencia a la que también apunta la EPB (véase gráfico 3). Así, en el caso de los otorgados a las familias, el incremento ha sido mayor en los destinados a financiar consumo y otros fines, que son los que presentan unas ratios de morosidad más elevadas y con aumentos más acusados en los últimos trimestres, que en la financiación destinada a la adquisición de vivienda, para la que, además, parte del repunte se ha corregido desde abril de 2009. Del mismo modo, entre los obtenidos por las sociedades, han sido los de volumen inferior a un millón de euros, en los que se concentran en mayor medida los concedidos a las pymes (que llevan asociado generalmente un mayor riesgo), los que han registrado una mayor variación en este aspecto. Por tanto, esta evidencia sugiere también que han sido los factores ligados a la percepción de una mayor probabi-

1. Para más detalle sobre la evolución reciente de la oferta y de la demanda de crédito en España y sus condicionantes, véase «Encuesta sobre Préstamos Bancarios: octubre de 2009», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo *Boletín Económico*.

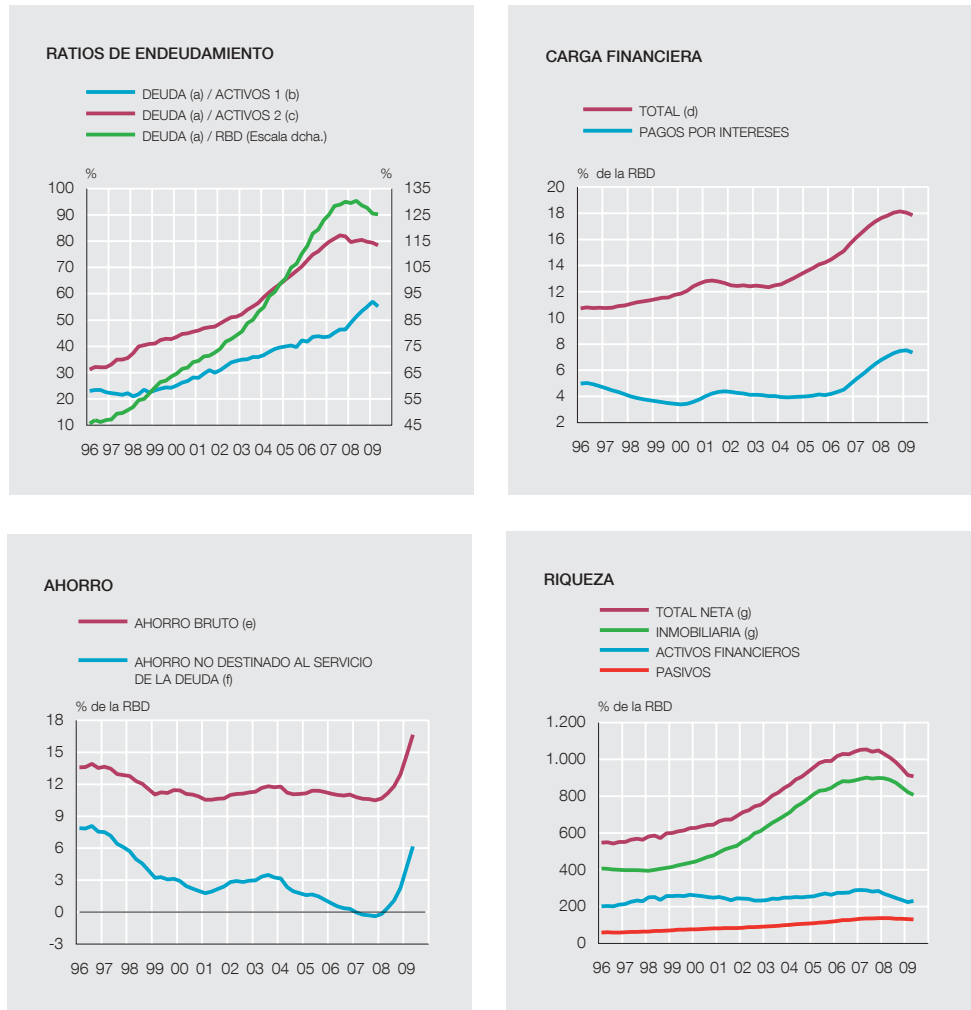
lidad de impago los que parecen haber motivado los cambios recientes en los diferenciales entre el tipo de interés aplicado por las entidades en las distintas modalidades de crédito y los de mercado. En todo caso, gracias a la importante reducción registrada en las rentabilidades negociadas en los mercados, esta evolución ha sido compatible con un descenso del coste de la financiación bancaria en todos los segmentos durante este período (véase gráfico 4).

La actitud más cautelosa de las entidades a la hora de conceder financiación también se ha reflejado en un aumento de las garantías requeridas, lo que les permite reducir la pérdida asumida en caso de impago. Así, en el caso de la financiación hipotecaria, la ratio préstamo-valor media de las nuevas operaciones crediticias ha venido descendiendo desde mediados de 2007, situándose en el segundo trimestre de 2009 en torno al 57%, frente a un valor próximo al 64% observado antes del inicio de la crisis financiera en el verano de 2007. Del mismo modo, el porcentaje de créditos en los que esta relación supera el 80% ha disminuido hasta el 11%, 7 pp por debajo del dato de mediados de 2006. De acuerdo con la EPB, el aumento en las garantías exigidas ha afectado también a los préstamos a las empresas y a las familias para fines distintos de la adquisición de vivienda (véase gráfico 6). Asimismo, la mayor preocupación por el riesgo de crédito se ha reflejado en un recorte de los plazos de vencimiento, situándose para las hipotecas en torno a 24 años a mediados de 2009, frente a los 28 de junio de 2007 (véase gráfico 5).

En resumen, la evidencia presentada en este recuadro apunta a que los cambios en las condiciones de oferta crediticia desde el inicio de la crisis financiera habrían venido determinados fundamentalmente por la mayor preocupación de las entidades por el riesgo de crédito, en un contexto de marcado deterioro macroeconómico y de un aumento significativo de las ratios de morosidad.

1,5%) que en el de los hogares (retroceso de 0,5 pp, hasta hacerse nula). Por su parte, las tasas intertrimestrales desestacionalizadas han continuado siendo negativas, aunque, mientras que el ritmo de descenso de los pasivos de las familias se habría atenuado, el de la deuda de las empresas se habría intensificado, especialmente en lo que se refiere al crédito concedido por las entidades residentes (cuya tasa de crecimiento es negativa también en términos interanuales).

Como resultado de las escasas variaciones de los pasivos de las familias y de sus rentas en el segundo trimestre del año, la ratio de endeudamiento del sector en relación con la renta bruta disponible (RBD) se habría mantenido en junio en torno a los mismos niveles de marzo (véase gráfico 24). Esta evolución, junto con el recorte de los tipos de interés, se habría reflejado en una caída de la carga financiera. Asimismo, se habría prolongado la senda de recuperación, iniciada a principios de 2008, del ahorro de las familias tras atender el pago de la deuda, gracias al aumento del ahorro bruto. Por su parte, la riqueza neta del sector en relación con la RBD se volvió a reducir entre abril y junio como consecuencia del descenso en el precio de los activos inmobiliarios, que son el principal componente de su patrimonio. Los

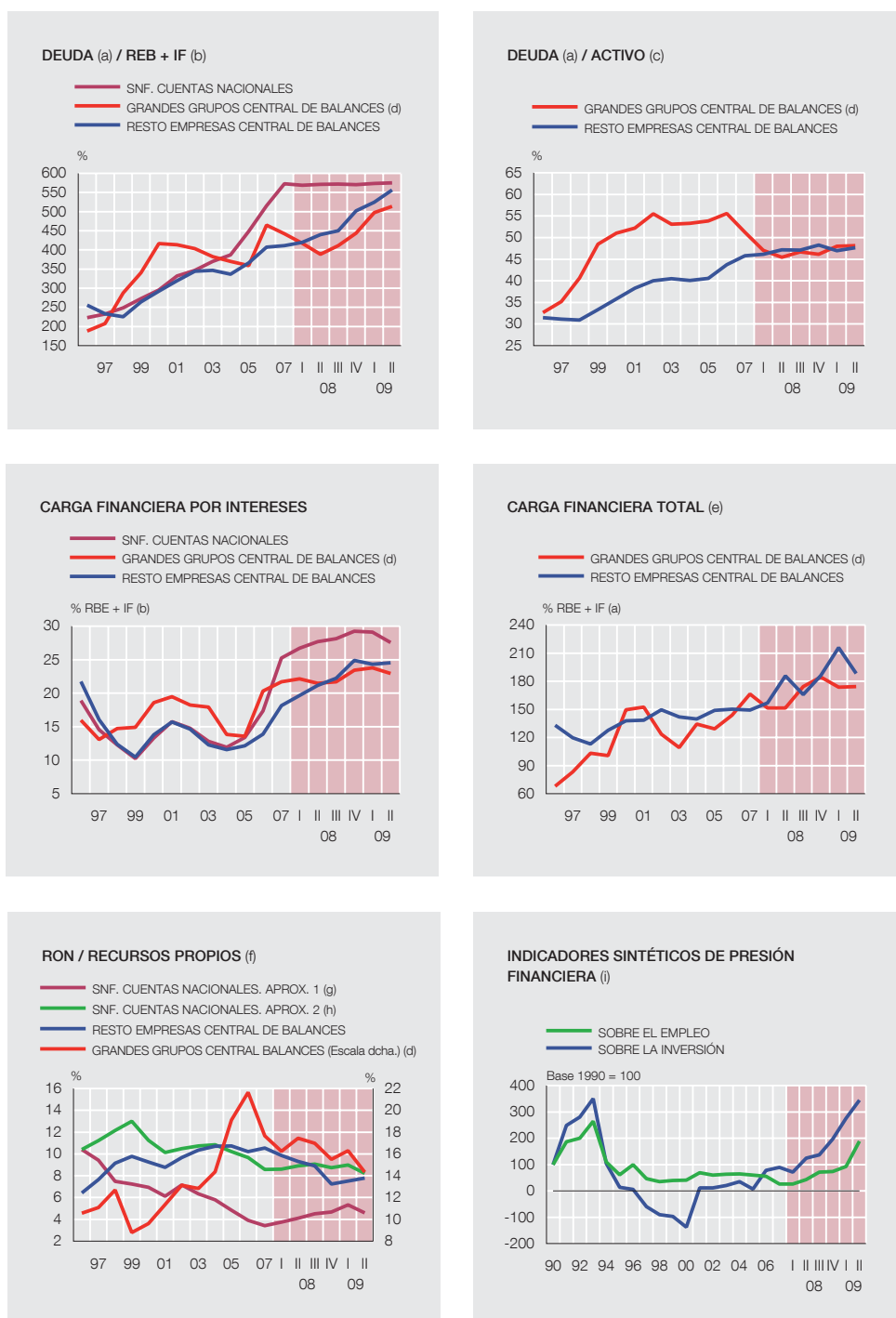


FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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.

datos de avance disponibles para el tercer trimestre apuntan a una continuidad de todas estas tendencias.

En el caso de las sociedades, las cuentas nacionales muestran durante el segundo trimestre un curso desfavorable de las rentas, que habrían empezado a retroceder, lo que se tradujo en una reducción de la rentabilidad de los recursos propios (véase gráfico 25). A pesar de esta evolución, descendió la ratio de carga financiera del sector en relación con los resultados generados, gracias a la disminución de los costes de financiación, mientras que la de endeudamiento se mantuvo estable. Los datos de avance disponibles apuntan a un mantenimiento de estas tendencias durante los meses del verano. La información más reciente sobre las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, que corresponde al segundo trimestre, sigue evidenciando un empeoramiento más acusado de los resultados en comparación con la Contabili-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- d. 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.
- e. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- f. El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- g. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- h. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- i. 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	2008			2009	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
					Economía nacional	-4,8	-6,5	-8,4	-9,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-5,1	-8,4	-11,1	-13,5	-12,0	-9,7	-7,0	-4,6	-1,0
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,5	-7,1	-9,5	-11,9	-10,5	-8,3	-7,2	-5,8	-4,3
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-0,6	-1,3	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	0,3	1,2	3,3
Instituciones financieras	0,6	0,9	0,7	2,1	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0
Administraciones Públicas	-0,4	1,0	2,0	1,9	0,2	-1,9	-4,1	-5,6	-8,0
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,7	-11,4	-17,3	-15,5	-16,3	-14,2	-10,9	-8,8	-6,4

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.

dad Nacional. Ello llevó a un importante retroceso de la rentabilidad del capital, a un ascenso de la ratio de endeudamiento y a que la carga financiera se mantuviera en un nivel similar al de tres meses antes, a pesar del descenso de los costes financieros. Como efecto conjunto de esta evolución, continuaron elevándose los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y, en mayor medida, sobre el empleo. Asimismo, los analistas siguen anticipando caídas de beneficios de las empresas cotizadas en los próximos doce meses, si bien han revisado estas expectativas algo al alza en el período más reciente.

Como consecuencia del deterioro macroeconómico, durante los últimos meses habría seguido aumentando el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos del sector privado no financiero. Ello se reflejó en nuevos ascensos en la ratio agregada de dudosos de los otros sectores residentes (que incluyen hogares, sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias), aunque a menor ritmo que durante los meses precedentes. Así, dicho indicador se situó en agosto en el 4,9%, 0,7 pp por encima del de marzo, frente al ascenso de 1,3 pp durante los cinco meses anteriores.

La información más reciente de las cuentas financieras continúa mostrando una disminución de las necesidades de financiación de la nación (véase cuadro 6). En términos acumulados de doce meses, estas se situaron en el 7% del PIB durante el segundo trimestre de 2009 (frente al 8,2% de marzo) como resultado del incremento del déficit de las AAPP (que alcanzó el 8% del PIB), que fue más que compensado por el descenso de las necesidades de recursos de los hogares y las sociedades (1% del PIB, frente al 4,6% de tres meses antes). En línea con el aumento del déficit público, el grueso de estas necesidades se financió mediante la deuda emitida por las AAPP (4,2% del PIB, en términos acumulados de un año).

En resumen, la información más reciente sigue evidenciando descensos de los costes de financiación de las familias y las empresas, evolución que estaría contribuyendo a reducir la carga financiera soportada por los agentes endeudados. No obstante, el deterioro macroeconómico y el descenso en el valor de activos inmobiliarios (que es el principal componente de la riqueza de los hogares) habrían continuado afectando desfavorablemente a la posición financiera agregada del sector privado, volviéndose a elevar el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos.

5.2 El sector hogares

Durante julio y agosto el coste de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda descendió 18 pb, hasta el 3%, mientras que el de los préstamos para consumo y otros fines, que tiende a elevarse durante los meses de verano, aumentó en 53 pb, hasta el 8,2%. Sin embargo, de acuerdo con la EPB de octubre, las condiciones distintas a los tipos de interés habrían seguido endureciéndose, aunque a menor ritmo que durante los trimestres anteriores. En todo caso, dicha encuesta muestra una relativa estabilidad de los criterios de concesión, que no habrían variado en la financiación para adquisición de vivienda y solo se habrían vuelto ligeramente más exigentes en los préstamos destinados a otros fines. Para los últimos tres meses del año las entidades encuestadas no anticipaban cambios significativos en la oferta crediticia.

La tasa de crecimiento interanual de la deuda de las familias siguió descendiendo, pero en menor medida que durante los trimestres anteriores, situándose en agosto en un valor nulo, frente al 0,5% de junio. Por finalidades, la caída en el ritmo de expansión interanual de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, hasta alcanzar el 0,5% y el -1,4%, respectivamente. La tasa intertrimestral de la financiación de este sector continuó siendo negativa, aunque se habría recuperado algo en comparación con los meses precedentes (-0,2%, en términos anualizados, frente al -1,5% de junio).

Por otra parte, según la información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al segundo trimestre de 2009, entre abril y junio se recuperó la inversión de los hogares en activos financieros, situándose esta, en términos acumulados anuales, en el 2,6% del PIB, 0,7 pp por encima del nivel de marzo (véase cuadro 7). Por instrumentos, se observó una evolución muy diferenciada. Así, los flujos materializados en los medios de pago (efectivo y depósitos a la vista) avanzaron hasta el 2,5% del PIB (frente al 0,3% de marzo), continuaron evidenciándose reembolsos netos de fondos de inversión —aunque por un importe inferior al de tres meses antes (-1,7% del PIB, frente al -2,7% de marzo)— y se redujo el dinamismo de los depósitos a plazo, para los que se observaron salidas netas, si bien en términos acumulados de 12 meses la inversión en este tipo de activos continuó siendo positiva (1,8% del PIB, frente al 4,1% del trimestre anterior).

Como resultado de las escasas variaciones de los pasivos de las familias y de sus rentas, en el segundo trimestre de 2009 la ratio de endeudamiento de los hogares (medida por la deuda sobre la RBD del sector) se mantuvo estable. Esta evolución, junto con el recorte de los tipos de interés, se reflejó en una ligera caída de la carga financiera sobre la RBD, que se situó algo por debajo del 18% (0,2 pp menos que en marzo). Estos desarrollos, unidos al menor consumo de las familias, propiciaron una continuidad en el crecimiento de su capacidad de ahorro una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, que aumentó casi 2 pp, hasta el 6,2% de la RBD. En línea con esta evolución, de acuerdo con las cuentas financieras, se elevó la capacidad de financiación del sector hasta el 3,3% del PIB, en términos acumulados de 12 meses. Por su parte, la riqueza neta en relación con la RBD se volvió a reducir entre abril y junio como consecuencia de la caída en el precio de los activos inmobiliarios, que son el principal componente del patrimonio de estos agentes. La disminución fue, no obstante, más moderada que en trimestres anteriores, gracias a la evolución de los activos financieros, que, respaldados por la mayor inversión en este tipo de instrumentos y la revalorización de las cotizaciones bursátiles, incrementaron su valor por primera vez desde finales de 2007. La información provisional disponible apunta a un mantenimiento de todas estas tendencias en el tercer trimestre de 2009.

A pesar de la moderación de la carga financiera, el deterioro de las condiciones macroeconómicas y, en particular, el repunte de la tasa de paro habrían contribuido a que aumenta-

Datos acumulados de cuatro trimestres

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

FUENTE: Banco de España.

a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

b. Excluye los fondos de inversión.

c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulación.

ra nuevamente la proporción de hogares con dificultades para hacer frente al servicio de su deuda. Como resultado de ello, durante el segundo trimestre la ratio de morosidad de las familias alcanzó el 3,8%, 0,2 pp más que el trimestre anterior, lo que supone, no obstante, un avance a un menor ritmo que el de los meses anteriores. Un análisis más detallado por tipo de préstamos revela que la ratio sigue siendo más alta en los destinados a consumo y otros fines que en los que tienen como objeto la adquisición y rehabilitación de viviendas, aunque en el período reciente habría aumentado menos (6,7%, prácticamente el mismo nivel de marzo, en el primer caso, frente a un ascenso de 0,2 pp, hasta el 3%, en el segundo).

5.3 El sector de sociedades no financieras

Los costes de financiación de las sociedades también disminuyeron durante el tercer trimestre del año. Así, el tipo de interés de los préstamos bancarios hasta un millón de euros descendió durante julio y agosto en 25 pb (hasta el 4,4%), mientras que el de los de un importe superior cayó 41 pb (hasta el 2,3%). Este desarrollo confirma la tendencia, iniciada hace un año, de disminución más acusada para estos últimos (que acumulan una bajada de 340 pb desde octubre de 2008) que en el de los préstamos de menor tamaño (dirigidos, en mayor medida, a las pymes), que bajaron 250 pb durante el mismo período. Asimismo, con datos hasta septiembre, descendieron el coste de la emisión de valores, tanto a corto (45 pb) como a largo plazo (50 pb), y, en mayor medida, la rentabilidad exigida por los accionistas (250 pb), en línea con la notable subida de las cotizaciones bursátiles.

De acuerdo con la EPB de octubre, las entidades endurecieron muy ligeramente los criterios de aprobación durante el tercer trimestre, y esperaban para los siguientes tres meses un mantenimiento de los mismos. En la misma línea, la información proporcionada por la Encuesta de las Cámaras de Comercio sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena para este período recoge variaciones moderadas en el porcentaje de estas sociedades que perciben dificultades para acceder a fondos externos.

A pesar de la mejoría de las condiciones de financiación, el ritmo de crecimiento de la deuda de las empresas continuó reduciéndose tanto en términos interanuales como intertrimestrales. La tasa de avance interanual se situó en agosto en torno al 1,5%, casi 2 pp por debajo de la cifra de junio. La desaceleración fue especialmente acusada en el caso del crédito concedido por las entidades residentes, que representa la principal fuente de recursos ajenos del sector, disminuyendo algo más de un 1% en comparación con el mismo período del año pasado. La tasa intertrimestral desestacionalizada y anualizada del saldo de préstamos alcanzó en agosto el -6% (-3,4% en junio). En cambio, el resto de la financiación ajena (los préstamos de no residentes y los fondos captados con valores de renta fija), que es utilizada principalmente por las empresas de mayor tamaño, siguió mostrando un avance positivo.

La información más reciente sobre el desglose del crédito por actividad productiva, correspondiente a junio de 2009, muestra una ralentización en todos los sectores. Continuaron con tasas interanuales negativas tanto la construcción (-13,4%) como la agricultura, ganadería y pesca (-7,8%), al tiempo que se observó una sensible desaceleración de los fondos captados por la industria (7,1%) y, en mayor medida, por las compañías de servicios no inmobiliarios (5%), ramas cuya deuda avanzaba a ritmos interanuales de dos dígitos tres meses antes. Por el contrario, el saldo de los préstamos concedidos a las empresas de servicios inmobiliarios creció a una tasa similar a la de marzo.

En este contexto, de acuerdo con la información de las cuentas financieras para el segundo trimestre de 2009, las necesidades de financiación del sector se redujeron 1,5 pp, situándose algo por encima del 4% 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 empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, descendió más de 2 pp, hasta el 6,4% del PIB.

Las cuentas nacionales muestran un curso desfavorable de las rentas, que habrían empezado a retroceder. Así, durante el primer semestre de 2009 el excedente bruto de explotación de las empresas se contrajo un 1,9% en relación con el mismo período de 2008. El resultado ordinario neto, que incorpora las rentas netas por intereses, los dividendos y el consumo de capital fijo, mostró una evolución más desfavorable, contrayéndose un 7,8% entre enero y junio con respecto a los primeros seis meses de 2008, lo que se tradujo en una reducción de

la rentabilidad de los recursos propios. A pesar de ello, la ratio de carga financiera se redujo gracias a la disminución de los costes de financiación, mientras que la de endeudamiento se mantuvo estable. Los datos de avance más recientes apuntan a una prolongación de estas tendencias durante el tercer trimestre.

La información para el segundo trimestre de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia un marcado deterioro de los resultados, superior al que se deduce de las cuentas nacionales. Esta evolución negativa afectó a todos los sectores, si bien, dentro de las ramas mejor representadas en la CBT, fue especialmente acusada en la industria. El retroceso experimentado por el resultado del ejercicio también se confirma al analizar el porcentaje de empresas que generaron beneficios en el primer semestre de 2009, que fue de un 58%, diez puntos menos que el alcanzado un año antes. Asimismo, la proporción de compañías con carga financiera elevada² ha vuelto a aumentar, alcanzando en junio el 21%, frente al 19% de marzo. El curso desfavorable de los resultados hizo que se redujera la rentabilidad del capital, que aumentara la ratio de endeudamiento (a pesar del escaso dinamismo de la deuda) y que apenas se modificara la carga financiera asociada (a pesar del descenso de los tipos de interés). Como consecuencia de todo ello se elevaron, una vez más, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y, en mayor medida, sobre el empleo.

La evolución negativa de los resultados también se volvió a reflejar en aumentos de la ratio de morosidad de las sociedades no financieras, aunque el ascenso fue inferior al experimentado durante los meses anteriores, situándose en junio en el 5,3%, 0,5 pp más que en marzo de 2009. Las empresas con más dificultades para hacer frente a sus deudas continuaron siendo las de los sectores de la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio de morosidad conjunta pasó del 7,5% al 8,1% entre marzo y junio, mientras que en el resto de actividades aumentó algo menos (del 2,5% al 2,9%) durante el mismo período.

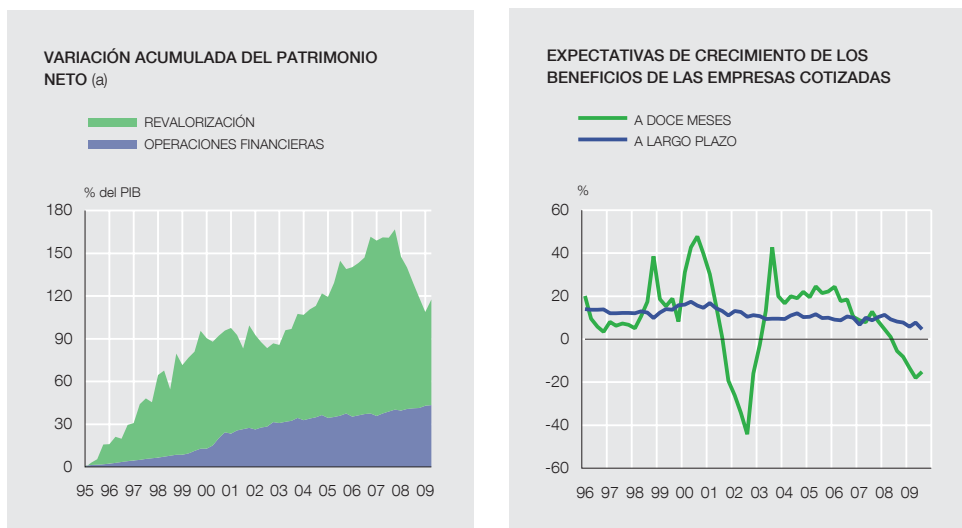
Por su parte, los analistas siguen estimando que los beneficios de las compañías cotizadas continuarán experimentando retrocesos importantes durante los próximos doce meses, si bien estos han revisado ligeramente al alza estas proyecciones, evolución que ha sido, no obstante, compatible con un recorte en los horizontes más largos (véase gráfico 26).

5.4 Las Administraciones Públicas

Como consecuencia del aumento del gasto público y del retroceso de los ingresos, las necesidades de financiación de las AAPP se incrementaron sustancialmente durante el segundo trimestre del año, situándose en junio, en términos acumulados de 12 meses, en el 8% del PIB, 2,4 pp más que en marzo (véanse cuadro 6 y gráfico 27).

El desglose de los flujos financieros muestra que el déficit público se ha financiado fundamentalmente a través de emisiones de títulos de renta fija, tanto a corto como, en especial, a medio y largo plazo, operaciones que han supuesto una entrada neta de fondos entre mediados de 2008 y junio de 2009 equivalente al 11,1% del PIB. Por otra parte, las AAPP adquirieron valores (principalmente, como consecuencia de las inversiones del Fondo de Reserva de la Seguridad Social y del Fondo de Adquisición de Activos Financieros) durante el mismo período por un importe del 2% del PIB, al tiempo que el saldo de depósitos aumentó en mayor medida que el crédito neto obtenido por el sector, suponiendo un aumento de los activos netos por esta vía del 1,2% del PIB.

2. Compañías cuya carga financiera supera el percentil 90 de la distribución de esta variable en el período 1985-2001, nivel a partir del cual tiene un impacto sobre los niveles de inversión empresarial de acuerdo con las estimaciones disponibles.

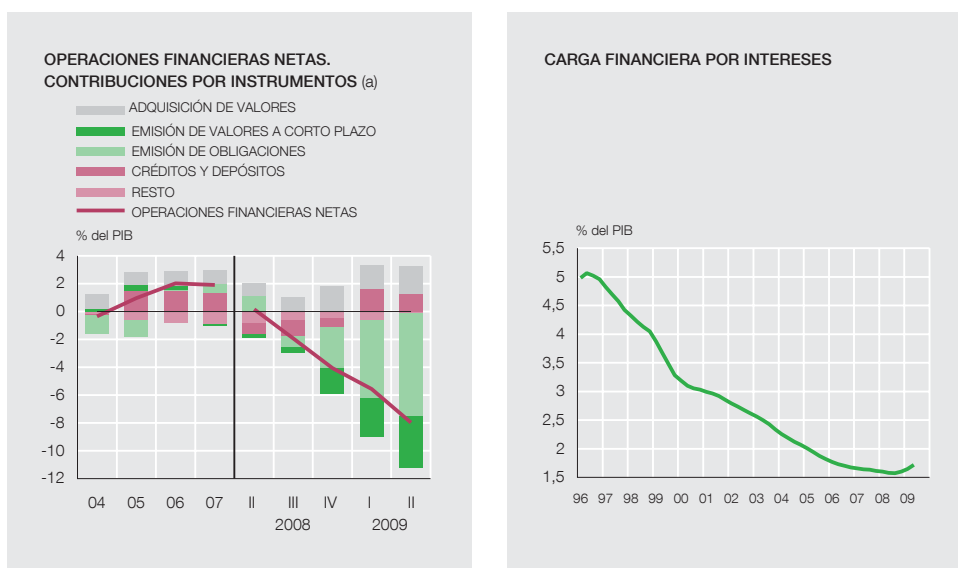


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

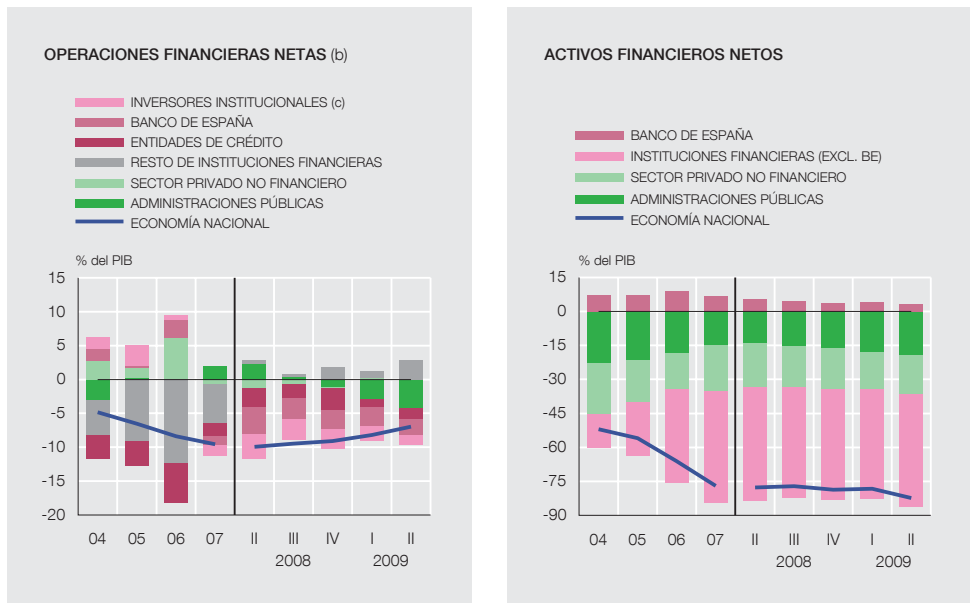
Datos acumulados de cuatro trimestres



FUENTE: Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

El incremento de los pasivos durante los últimos 12 meses, junto con el retroceso del PIB, se ha traducido en un rápido ascenso de la ratio de deuda sobre el PIB, que ha pasado del 35,8% a mediados de 2008 al 47% en junio de 2009. El descenso de los tipos de interés ha suavizado el impacto del crecimiento del endeudamiento sobre la carga financiera asociada, que se elevó marginalmente hasta el 1,7% del PIB (1,6% un año antes). A medio plazo, no obstante, la normalización del tono de política monetaria implicará previsiblemente un aumento en el coste de financiación. En este contexto, con el objetivo de garantizar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo, es importante que las cuentas públicas retomen pronto una senda de consolidación fiscal.



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.

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el segundo trimestre de 2009, el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación se redujo, y se situó en el 7% del PIB en términos acumulados de 12 meses, frente al 8,2% de marzo. Por sectores, esta evolución resultó de las menores necesidades de financiación de las sociedades y del aumento del saldo acreedor de los hogares, que compensaron el aumento del déficit de las AAPP (véase cuadro 6).

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que, en línea con el aumento del déficit público, el grueso de las necesidades de financiación de la nación se cubrió mediante la deuda emitida por las AAPP (4,2% del PIB, en términos acumulados de un año) (véase gráfico 28). Por su parte, los inversores institucionales siguieron deshaciendo posiciones en el resto del mundo entre junio de 2008 y mediados de 2009, aunque en menor medida que tres meses antes. Asimismo, aumentaron los recursos netos captados en el extranjero a través de activos emitidos por las entidades de crédito (hasta el 1,7% del PIB), aunque se elevaron las salidas netas de capitales materializadas a través de los instrumentos emitidos por el resto de instituciones financieras (distintas de los inversores institucionales y del Banco de España). Por último, el flujo neto del Banco de España frente a los no residentes volvió a ser negativo, pero por un importe inferior al observado en marzo (-2,3% del PIB, frente al -2,8%).

Los flujos financieros frente al exterior evidencian un nuevo retroceso en términos acumulados de 12 meses. No obstante, el detalle trimestral muestra una cierta recuperación de estos entre marzo y junio, aunque sin alcanzarse los niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. El volumen de entradas de capital disminuyó hasta situarse algo por encima del 4% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, 4,3 pp por debajo del registro de marzo (véase cuadro 8). Esta reducción fue generalizada por instrumentos, observándose los mayores retrocesos en los depósitos y en los valores distintos de acciones

% del PIB	2005	2006	2007	2008	2009	
				IV TR	I TR	II TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,6	-9,1	-8,2	-7,0
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,5	17,6	14,0	3,0	0,4	-2,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	-0,3	-2,1	-5,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	3,4	4,2	-0,5	-2,3	-5,6
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	1,3	-0,2	0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	6,6	-2,0	1,8	1,5	0,7	1,5
<i>Inversores institucionales (b)</i>	2,3	0,6	0,2	-0,9	-1,5	-1,5
Acciones y otras participaciones	5,1	10,4	8,6	1,9	2,5	2,2
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,9	8,0	6,4	3,2	2,6	1,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,9	1,2	-1,1	-1,6	-0,8	-0,5
Préstamos	1,1	2,1	1,2	0,9	1,0	1,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,0	26,0	23,5	12,1	8,6	4,3
Depósitos	5,6	0,3	7,3	9,0	4,3	1,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	7,2	0,6	6,7	6,2	1,9	0,9
Valores distintos de acciones	15,8	21,3	8,1	-2,4	0,3	-0,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	1,0	-1,4	1,3	2,5	3,4
<i>Entidades de crédito</i>	6,3	8,0	3,6	-1,9	-1,1	-1,2
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	9,3	12,3	5,8	-1,8	-1,0	-2,9
Acciones y otras participaciones	0,9	0,2	4,5	3,4	1,9	1,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,0	-0,2	4,7	2,5	1,2	0,6
Préstamos	2,3	3,5	3,1	2,2	2,5	2,6
Otros neto (c)	-0,9	-0,5	0,1	0,7	0,4	0,0
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,4	9,6	5,0	4,9	4,0
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,5	4,8	4,4	2,8	2,4

FUENTE: Banco de España.

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

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

emitidos por las Otras instituciones financieras no monetarias, entre las que se encuentran los fondos de titulización (los recibidos por las AAPP a través de la emisión neta de este tipo de títulos aumentaron 1 pp). Por su parte, la inversión directa del exterior en España en relación con el PIB disminuyó 0,4 pp, y se situó en el 2,4%.

Las salidas de capital acumuladas entre mediados de 2008 y junio de 2009 arrojaron un signo negativo (-2,7% del PIB, frente al 0,4% de marzo) (véase cuadro 8), aunque fueron positivas en términos trimestrales. Por instrumentos, el mayor retroceso se registró en los depósitos interbancarios, de forma que, en términos netos, el saldo de recursos captados por esta vía se incrementó en un año en una cuantía equivalente al 6,5% del PIB. En contraste, aumenta-

ron las compras netas de valores distintos de acciones, que pasaron a ser positivas y alcanzaron un volumen equivalente al 0,5% del PIB, frente al -0,2% del trimestre previo. Por su parte, se redujo la adquisición neta de acciones y otras participaciones y, de forma aún más acusada, la inversión directa de España en el exterior, que pasó a situarse en el 4% del PIB, casi 1 pp menos que en marzo.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de la deuda neta acumulada por la economía española frente al resto del mundo aumentó hasta alcanzar el 82% del PIB, 4,2 pp por encima del valor de marzo (véase gráfico 28). Por sectores, este desarrollo fue consecuencia, fundamentalmente, del incremento de las posiciones deudoras de las instituciones financieras y las AAPP. También se incrementó el endeudamiento del sector privado no financiero frente al exterior, aunque en menor medida, mientras que disminuyó el saldo acreedor del Banco de España.

23.10.2009.