

1 RASGOS BÁSICOS

1 Introducción

En 2008 la economía mundial experimentó cambios trascendentales que quebraron el mayor período de crecimiento continuado desde los años sesenta. Las turbulencias en los mercados financieros internacionales presentes desde el verano de 2007 se transformaron en los últimos meses del año en una profunda crisis financiera global, que ha generando una situación de recesión económica que alcanza ya a todas las principales economías.

La escalada de la crisis financiera en septiembre de 2008 intensificó el proceso de desapalancamiento en el que se hallaba inmerso el sistema financiero, al tiempo que agravó sus efectos sobre la actividad real, extendiéndose a las economías emergentes —que hasta ese momento habían dado muestras de cierta resistencia— y provocando que algunos países registraran tasas de crecimiento del PIB muy negativas en el cuarto trimestre del ejercicio pasado y en el primero del actual.

La parálisis de la demanda indujo un drástico cambio de tendencia de la inflación a nivel mundial a lo largo del año. Hasta el verano, había alcanzado registros muy elevados como consecuencia de los notables incrementos en los precios del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas no energéticas. Sin embargo, a medida que la creciente debilidad de la economía mundial contrajo la demanda de petróleo y de materias primas, sus precios reaccionaron intensamente a la baja y afectaron tanto a las tasas de inflación observadas como a las perspectivas sobre la misma, que se redujeron notablemente dentro de un clima recesivo global.

Las autoridades económicas reaccionaron frente a esta conjunción de factores adversos con contundencia, con el objetivo de dar soporte al sistema financiero, salvaguardar su funcionamiento y estimular la economía. Los gobiernos diseñaron planes de apoyo a los sistemas financieros y adoptaron paquetes de impulso fiscal relativamente ambiciosos. Los bancos centrales, por su parte, modificaron a lo largo del año el tono y el propio marco operativo de sus políticas monetarias para adaptarlas al cambio de escenario global. Tras la intensificación y la globalización de la crisis financiera, las respuestas de política monetaria se hicieron más uniformemente expansivas, instrumentándose importantes recortes en los tipos de intervención, que alcanzarían en algunos casos niveles mínimos históricos, al tiempo que las políticas de abundante provisión de liquidez adquirieron un gran protagonismo.

En la economía española, las perturbaciones generadas por la grave crisis económica y financiera mundial vinieron a superponerse al proceso de ajuste interno que se había iniciado con anterioridad —como consecuencia de los desequilibrios acumulados durante la larga e intensa expansión previa—, y que estaba siendo impulsado, sobre todo, por la corrección de los excesos del sector inmobiliario y de los altos niveles de endeudamiento del sector privado. La confluencia de ambos procesos se tradujo en un severo aumento de la incertidumbre, un descenso vertiginoso de la confianza, un notable endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación y una erosión considerable de la riqueza del sector privado. Las fuerzas contractivas que desencadenó este proceso precipitaron a la economía española a una intensa recesión, en paralelo con las tendencias recesivas globales. A pesar del cambio de tono de la política monetaria y de las medidas expansivas adoptadas, la economía española mostró una continuada pérdida de impulso, que se acentuó en la segunda mitad del año, cuando se registraron descensos del PIB en dos trimestres consecutivos, por primera vez desde 1993, que le llevó a cerrar el ejercicio con un descenso del

0,7% en términos de la tasa interanual. Esta pauta recesiva se hizo más visible en el primer trimestre de 2009, con un retroceso del producto del 3% en tasa interanual, según los datos publicados con posterioridad al envío de este Informe a edición. La información disponible para el segundo trimestre parece apuntar, como está ocurriendo a nivel mundial, a una menor intensidad de las tendencias contractivas.

Por su parte, el panorama inflacionista cambió drásticamente a lo largo del ejercicio, en línea con los desarrollos que se observaron a nivel mundial y con el súbito debilitamiento de la demanda. Tras haber aumentado significativamente en la primera parte del año, la tasa de crecimiento del IPC disminuyó rápidamente, reflejando el efecto de la corrección del precio del petróleo y de otras materias primas y el menor pulso del gasto, lo que condujo a que el diferencial de inflación con la zona del euro se tornara negativo a partir del mes de diciembre, por primera vez desde el inicio de la UEM. También el déficit externo invirtió su tendencia y empezó a reducirse con bastante intensidad. Los procesos inducidos por el fuerte ajuste del gasto interno están propiciando así una reabsorción relativamente rápida de algunos de los desequilibrios pendientes de corrección, aunque lo están haciendo a través de una paralización brusca de la actividad, con elevados costes en términos —sobre todo— de caída del empleo y aumento del paro.

En este capítulo se aborda el análisis de la situación que atraviesa la economía española en el marco de la crisis económica y financiera mundial y los retos de política económica que la misma plantea para aliviar las fuerzas contractivas e impulsar un pronta recuperación sobre bases equilibradas y sostenibles. En el capítulo 2 de este Informe se profundiza, desde una perspectiva más analítica y con un enfoque selectivo, en algunos de los aspectos del impacto de la crisis mundial sobre el ajuste de la economía española, prestando particular atención a las implicaciones sobre los condicionantes de la creación de empleo.

2 La economía mundial en un entorno de crisis financiera internacional

Un año de cambios trascendentales para la economía mundial, en el que se truncó el mayor período de crecimiento continuado desde los años sesenta

2008 fue, sin duda, un año de cambios trascendentales para la economía mundial, en el que se materializaron con toda crudeza los riesgos identificados en 2007 y se truncó el mayor período de crecimiento continuado desde los años sesenta. Las turbulencias financieras que nos acompañaban desde el verano de 2007 devinieron en los últimos meses del año pasado en una profunda crisis financiera global que ha traído consigo una situación de recesión económica que alcanza ya a casi todas las principales economías, incluida el área del euro. Ante la conjunción de factores adversos, las autoridades económicas reaccionaron con contundencia, de modo casi simultáneo y, en alguna medida, coordinado, con el objetivo de dar soporte al sistema financiero, salvaguardar el flujo de crédito a la economía, restablecer la confianza de los agentes y sostener la demanda agregada. Sin embargo, el proceso de retroalimentación entre ambas fuerzas recesivas —la financiera y la real— conformaron una situación económica y financiera de extrema fragilidad y unas perspectivas muy negativas para 2009.

2.1 LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

El sistema financiero internacional experimentó sus momentos más difíciles en varias generaciones

El sistema financiero internacional experimentó en 2008 sus momentos más difíciles en varias generaciones. El contexto macroeconómico benigno y de reducida volatilidad que caracterizó a la economía mundial en los años inmediatamente anteriores al inicio de la crisis en agosto de 2007 había dado lugar a una situación de infravaloración del riesgo, en la que, impulsados por tipos de interés reales reducidos en términos históricos y un extraordinario dinamismo del crédito, los precios de los activos reales y financieros se situaron en niveles históricamente elevados. También era muy elevado el grado de apalancamiento alcanzado por el sistema financiero, así como por el endeudamiento del sector privado no financiero en algunos países.

En estas circunstancias, el cambio de ciclo inmobiliario en Estados Unidos, en torno a cuyo mercado hipotecario se había desarrollado un entramado de complejos mecanismos de transferencia de riesgos desde las entidades originadoras de los préstamos hacia otros agentes, dio paso en los primeros meses de 2007 a un incremento de la morosidad de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), que a la postre actuaría de detonante de la actual crisis financiera global. Pronto se constató el potencial de contagio que, a pesar de su origen relativamente localizado, poseían las turbulencias financieras iniciadas en el verano de 2007. La abrupta reevaluación del riesgo en un contexto de alto apalancamiento desencadenó una drástica disminución de la liquidez en muchos mercados, amplificada por la complejidad de algunos de los instrumentos en el epicentro de las turbulencias (productos estructurados) y por la opacidad con la que se realizó la distribución de los riesgos a través del denominado modelo de *originar para distribuir*, cuya expansión había alentado el extraordinario dinamismo del crédito en los últimos años. Con todo, pocos podrían prever entonces el conjunto de instituciones, activos, mercados y economías que finalmente se verían afectados.

En la primera parte del año, las turbulencias financieras se extendieron, llegando a comprometer la solvencia de algunas entidades sistémicamente relevantes

En la primera parte de 2008, las turbulencias y disfuncionalidades de los mercados financieros persistieron y se extendieron, llegando a comprometer la solvencia de algunas entidades sistémicas. Durante este período, los bancos centrales incrementaron el suministro de liquidez en los mercados interbancarios y los gobiernos llevaron a cabo operaciones selectivas de rescate de entidades sistémicas en dificultades, como fue el caso del histórico banco de inversión Bear Stearns, que, merced al apoyo de la Reserva Federal, fue adquirido por JP Morgan Chase en marzo. En septiembre, tras la intervención de Freddie Mac y Fannie Mae —agencias que desempeñan un papel central en el mercado hipotecario americano—, la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers y el rescate de la aseguradora AIG, los mercados financieros se precipitaron en una crisis global que colocó al sistema al borde del colapso y que golpeó con fuerza a los bancos europeos directamente involucrados en la distribución de riesgos originados en Estados Unidos.

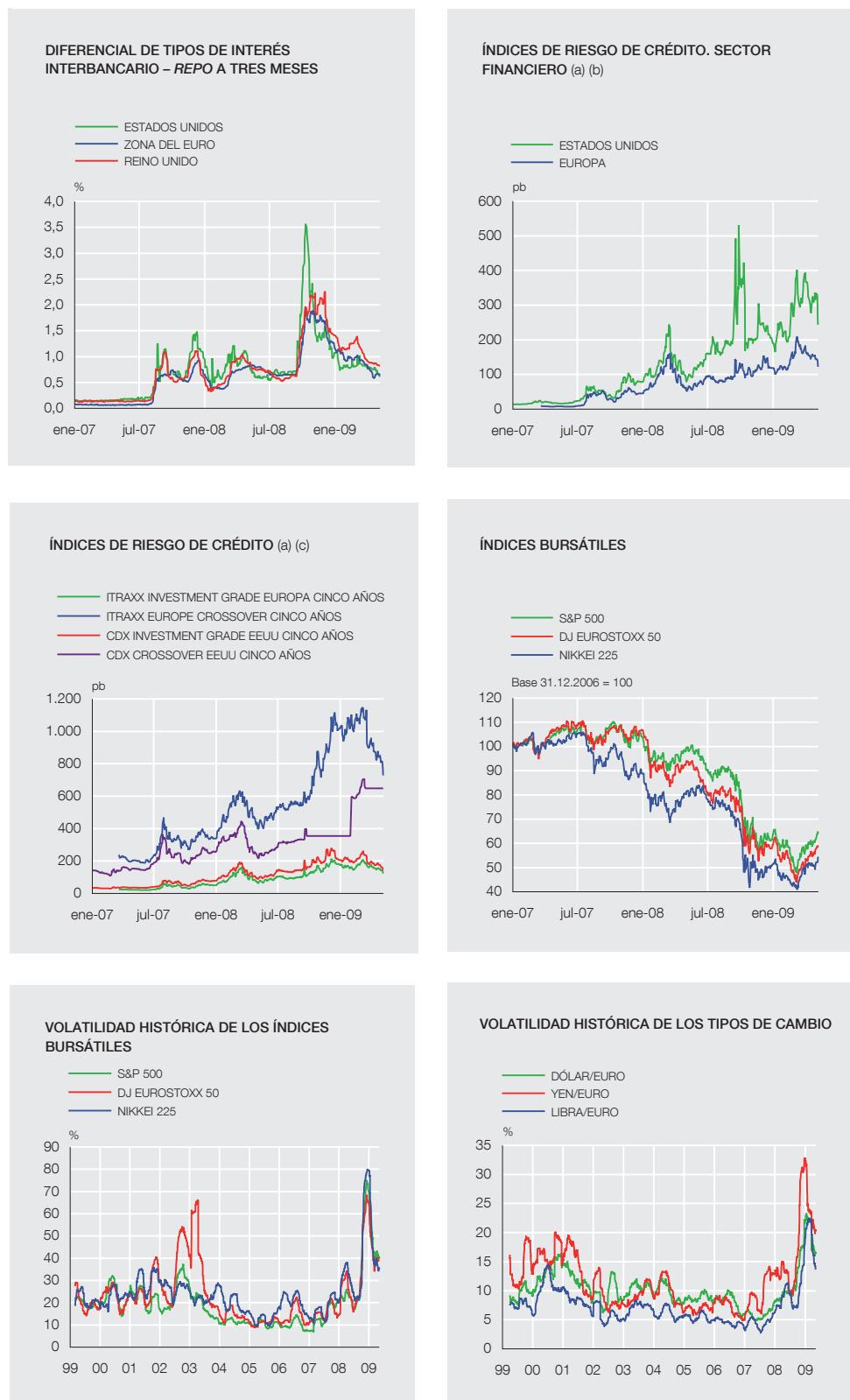
La escalada de la crisis en septiembre aceleró el proceso de desapalancamiento del sistema financiero y aumentó los riesgos de una severa contracción del crédito

La escalada de la crisis financiera en septiembre dio lugar a un período caracterizado por la aceleración en el proceso de desapalancamiento en el que se halla inmerso el sistema financiero y que conlleva el riesgo de una contracción intensa del crédito. La gran incertidumbre y la volatilidad que se instalaron en los mercados (véase gráfico 1.1) tuvieron su reflejo más visible en las bolsas, que entre mediados de septiembre y marzo de 2009 llegaron a caer en torno al 30% en las principales economías, y en algunos mercados cambiarios. Además, tuvieron lugar un marcado incremento de las primas de riesgo crediticio y, a pesar de la relajación de las políticas monetarias, un notable endurecimiento de las condiciones de financiación.

Numerosos factores contribuyeron a la propagación e intensificación de la crisis. La pérdida de confianza en la valoración de los activos inicialmente afectados —algunos de gran complejidad— y la opacidad de las pérdidas resultantes se convirtieron pronto en incertidumbre sobre la situación patrimonial de aquellas instituciones financieras que los tenían en sus balances o que estaban expuestas a través de líneas de crédito a estructuras fuera de balance, dando lugar a un incremento significativo del riesgo de contrapartida. Cerrado el acceso a los mercados de financiación mayorista a plazos más allá del muy corto y compelidas a incrementar sus ratios de solvencia en un contexto de elevada aversión al riesgo que no resultaba el más propicio para la captación de capital privado, las entidades financieras se vieron abocadas a un proceso desordenado de desapalancamiento mediante la liquidación de activos. A su vez, la venta masiva de activos a precios de saldo en mercados poco líquidos derivó en nuevas pérdidas y provocó externalidades negativas

EVOLUCIÓN DE INDICADORES FINANCIEROS INTERNACIONALES

GRÁFICO 1.1



FUENTES: Banco de España, Bloomberg y Datastream.

- a. Elaborados a partir de las primas de los seguros de riesgo crediticio (*credit default swaps* o CDS).
- b. Para Estados Unidos, elaborado a partir de los CDS sobre la deuda de los principales bancos. Para Europa, índice iTraxx financiero.
- c. *Investment grade* indica que el índice incluye la deuda de entidades con *rating* igual o mejor que BBB para Standard & Poor's y Fitch. Las de peor calificación se incluyen en el índice *crossover*.

para otras entidades financieras inicialmente no expuestas a los activos afectados en primera instancia, pero que entraron también en un círculo vicioso de pérdidas por depreciación de los activos en su balance, deterioro de las ratios de solvencia y liquidación de activos.

Las turbulencias iniciales se fueron trasladando a otros activos, mercados y economías, hasta devenir en lo que es hoy una crisis financiera global

Estas tendencias pusieron en cuestión la viabilidad a largo plazo de modelos de negocios que, en algunos casos apoyados en una regulación más laxa, habían mostrado un gran dinamismo en los últimos años y habían desarrollado un entramado de complejas interrelaciones dentro del sector financiero. En primer lugar, se puso de manifiesto la vulnerabilidad de aquellas entidades bancarias (en particular, la gran banca de inversión) que habían descansado excesivamente en los mercados de capitales para financiar con deuda a corto plazo la expansión —muchas veces agresiva— de sus balances. También, las pérdidas en las que incurrieron las compañías de seguros *monolines*, que habían avalado en los últimos años las emisiones de algunos de los instrumentos que estaban en el centro del problema crediticio, pusieron en cuestión su solvencia, minando la base misma sobre la que se asentaba su negocio. Finalmente, los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*), cuyas altas rentabilidades se basaban en la posibilidad de realizar inversiones financiadas en buena parte con apelación al crédito, experimentaron desinversiones significativas. En cualquier caso, en un contexto de elevada integración y complejas interconexiones entre entidades financieras, las turbulencias iniciales se fueron trasladando a otros activos, mercados y economías —incluidas las emergentes—, que mostraron una cierta resistencia en primera instancia, hasta devenir en lo que es hoy una crisis financiera global que no tiene parangón en los últimos 70 años.

Los efectos de la crisis sobre la economía real se han hecho patentes en una situación de recesión económica global

En los últimos meses de 2008 y principios de 2009 los efectos de la crisis financiera sobre la economía real han quedado patentes, dando lugar a una situación de recesión que alcanza ya a casi todas las principales economías. Esto ha traído consigo que el foco de atención se haya trasladado hacia un nuevo proceso de retroalimentación, esta vez desde el sector real al financiero.

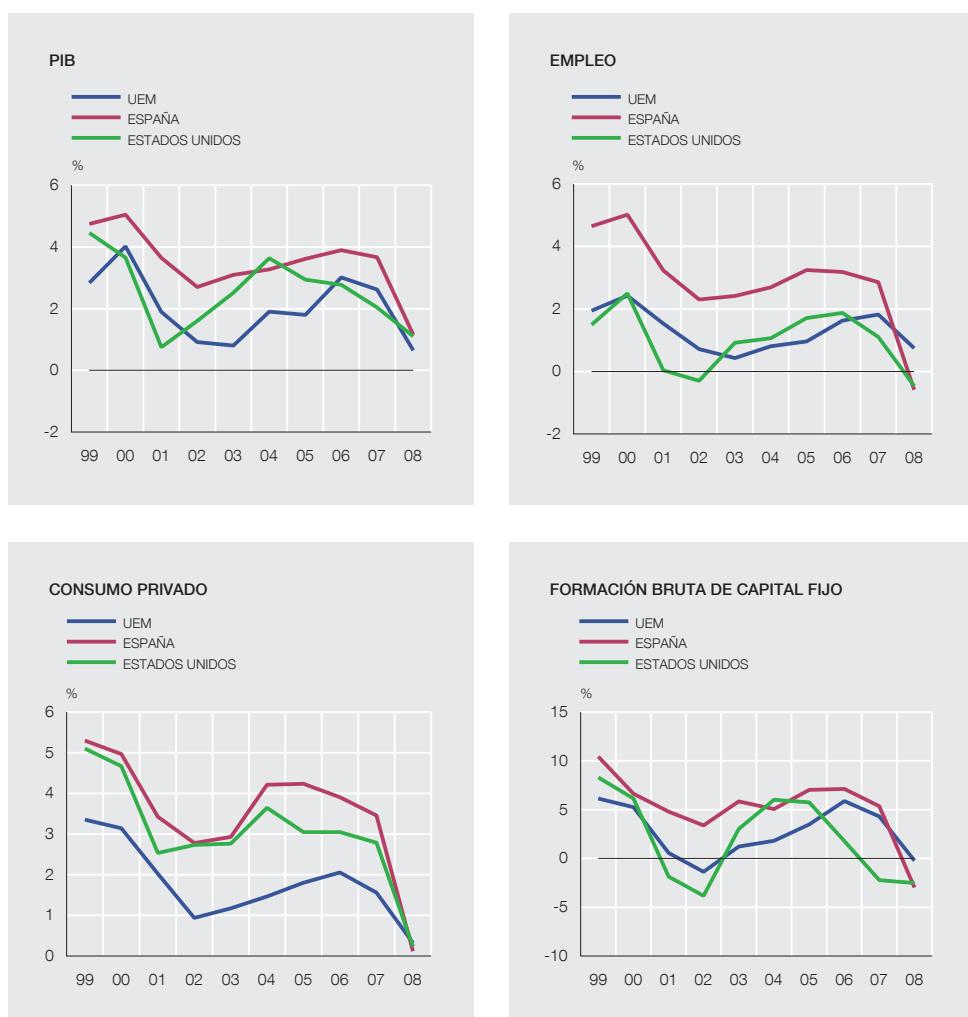
2.2 LA CRISIS ECONÓMICA

El deterioro de la situación económica fue progresivo a lo largo del ejercicio

En 2008 se prolongó la pérdida de ritmo del crecimiento mundial, que se había iniciado a mediados de 2007. En el conjunto del año, el PIB creció en torno al 3%, desde el 5,2 % observado un año antes. El deterioro de la situación económica fue progresivo a lo largo del ejercicio, lo cual se vio reflejado en sucesivas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento e inflación por parte de organismos públicos y privados. No obstante, a partir del tercer trimestre la desaceleración se intensificó abruptamente y algunos países registraron tasas de crecimiento muy negativas en el cuarto trimestre del ejercicio pasado y en el primero del actual (véase gráfico 1.2). La información más reciente apunta, no obstante, a una menor intensidad de las tendencias contractivas.

En la primera mitad del año, la actividad de los países desarrollados comenzó a verse afectada

En la primera parte del año, la actividad de los países desarrollados comenzó a verse afectada por el impacto de los elevados precios de las materias primas vigentes en ese momento y por las turbulencias financieras que se estaban transmitiendo hacia la demanda agregada a través de diversos canales. En primer lugar, las decisiones de gasto de familias y empresas se fueron adaptando al contexto de condiciones financieras mucho más restrictivas, tanto por el aumento de los tipos de interés y primas de riesgo como por la menor disponibilidad del crédito. Además, la reducción del precio de los activos financieros e inmobiliarios generó un importante efecto riqueza negativo, que, junto con la caída de la confianza, que provocó un aplazamiento de las decisiones de consumo e inversión, supuso una clara desaceleración de la demanda agregada a lo largo del año. Los países emergentes, sin embargo, continuaron registrando elevados ritmos de crecimiento, lo que sostuvo en cierta medida la demanda exterior de las economías avanzadas y limitó la intensidad del ajuste de la actividad al nuevo escenario macroeconómico.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

La persistencia y la extensión de los problemas financieros provocaron que hacia finales del verano la economía mundial mostrara ya signos inequívocos de debilidad intensa y generalizada

Hacia el otoño, no obstante, la persistencia y el agravamiento de los problemas financieros provocaron que la economía mundial mostrara ya signos inequívocos de debilidad intensa y generalizada, tanto sectorial como geográficamente, que se hicieron muy evidentes en el marcado deterioro de los indicadores de comercio mundial. Por su parte, se quebró la relativa resistencia que, con matices, habían registrado las economías emergentes, y la mayor parte de ellas —incluida China— sufrió una brusca desaceleración, aunque todavía mantenía tasas de crecimiento positivas. La corrección fue también muy patente en los indicadores financieros y las perspectivas económicas se ensombrecieron de forma muy acusada. Algunos de los países emergentes con mayores vulnerabilidades entraron en crisis, lo que exigió la activación de mecanismos de resolución de tipo multilateral.

La inflación también registró un drástico cambio de tendencia a lo largo del año

La inflación también presentó un importante cambio de tendencia a lo largo del año. Hasta el verano, como consecuencia de los notables incrementos en los precios del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas no energéticas, se alcanzaron registros muy elevados. Sin embargo, a medida que la creciente debilidad de la economía mundial contrajo la demanda de petróleo y de materias primas, sus precios reaccionaron intensamente a la baja y afectaron tanto a las tasas de inflación observadas como a las expectativas sobre la misma, que se redujeron notablemente.

El área del euro se vio afectada con intensidad por los desarrollos globales y por la caída de la demanda exterior

A pesar de partir de una situación relativamente más favorable, el área del euro no permaneció inmune a los desarrollos globales y a la caída de la demanda exterior. Si bien los efectos reales de las turbulencias financieras se percibieron con cierto retardo, estos fueron muy claros en el segundo semestre del año, de manera que 2008 finalizó con una economía en recesión muy profunda, situándose el nivel del PIB en el cuarto trimestre un 1,5% por debajo del de un año antes. Por su parte, la inflación, que había alcanzado tasas alrededor del 4% a mediados de 2008, se desaceleró marcadamente en los últimos meses del año y principios de 2009, debido, en buena medida, a la caída de los precios de las materias primas, pero también al notable debilitamiento de la demanda interna. El cambio intenso de las perspectivas tras el verano terminó de disipar los temores, surgidos en los meses previos, de que se desanclaran las expectativas de inflación, en un contexto en el que la tasa de inflación había alcanzado registros desconocidos desde el inicio de la UEM y resurgían, tras varios años de contención, las demandas salariales por la escasa holgura del mercado de trabajo.

Los bancos centrales modificaron a lo largo del año el tono y el marco operativo de sus políticas monetarias para adaptarlas al cambio de escenario global

Los bancos centrales fueron adaptando a lo largo del año el tono de sus políticas monetarias al cambio de escenario global, crecientemente complejo. La heterogeneidad en las respuestas de política monetaria en la primera parte de 2008 fue el resultado de discrepancias en las situaciones cíclicas y perspectivas de cada economía, así como de diferencias estructurales en los mecanismos de transmisión, factores que determinaron evaluaciones distintas del balance de riesgos para la consecución de los objetivos respectivos. Así, la Reserva Federal prosiguió en estos meses el camino iniciado en 2007 de reducciones agresivas de los tipos de interés, mientras que buena parte de las economías emergentes endurecían la política monetaria. En el área del euro, el Consejo de Gobierno del BCE —enfrentado a una situación particularmente complicada, en la que ya se percibía un cierto cambio en el dinamismo de la demanda, pero los indicadores de utilización de la capacidad productiva no cedían y los salarios crecían a tasas muy elevadas— decidió en julio aumentar un cuarto de punto el tipo de intervención, con el objetivo de prevenir la materialización de los riesgos identificados para el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

El cambio en el panorama económico por el agravamiento de la crisis financiera en septiembre tendió a uniformar las respuestas de política monetaria

El cambio radical de perspectivas económicas que se produjo tras la intensificación y globalización de la crisis financiera en septiembre tendió a uniformar el sentido de las respuestas de política monetaria. Disipados los riesgos inflacionistas del horizonte relevante de la política monetaria, los bancos centrales coincidieron en dar prioridad a evitar que el proceso de desinflación en el que se adentraban las economías occidentales se tradujera en tasas de inflación persistentemente por debajo de los objetivos —o, en algunas áreas, deflación—, en un contexto en el que la intensa contracción de la demanda agregada y el marcado deterioro de las perspectivas económicas amenazaban con retroalimentar la crisis financiera. En una acción concertada sin apenas precedentes, los bancos centrales de las principales economías del mundo redujeron los tipos de interés en 50 pb a principios de octubre, iniciativa a la que siguieron nuevos recortes en los meses finales de 2008 y principios de 2009. En el caso del área del euro, la reducción total de los tipos de interés ascendió a 325 pb, hasta situar el tipo de las operaciones principales de financiación en el 1% en mayo de 2009, nivel no observado desde el comienzo de la UEM. La reducción, hasta el agotamiento en varios casos, de los márgenes de maniobra existentes en la actuación convencional de la política monetaria provocó, en un contexto en el que subsistían distorsiones en segmentos relevantes del mecanismo de transmisión, que el énfasis se trasladara hacia ampliar la gama de medidas orientadas a reforzar la transmisión de la bajada de los tipos de interés a los costes financieros de los agentes y a facilitar la accesibilidad de estos a la financiación, mediante la expansión del balance del banco central o el cambio de la composición de su activo.

La provisión de liquidez por parte de los bancos centrales alcanzó volúmenes inusitados

Las políticas de provisión de liquidez por parte de los bancos centrales también adquirieron un protagonismo inusitado desde el inicio de las tensiones financieras en agosto de 2007. El desarrollo de la crisis a lo largo de 2008 —cuyos efectos, una vez más, se dejaron sentir con particular virulencia en los mercados interbancarios, que dejaron de funcionar como mecanismos eficientes de distribución de la liquidez— planteó retos importantes a los que los bancos centrales fueron respondiendo de una manera innovadora, ampliando el suministro de liquidez con el fin de satisfacer directamente las necesidades brutas del sistema. Dependiendo de los respectivos marcos operativos de partida, las innovaciones implicaron el aumento del número de instituciones que tenían acceso a la financiación del banco central, la ampliación del colateral aceptado en las operaciones de política monetaria y el alargamiento de los plazos a los que se suministraba liquidez al mercado.

También los gobiernos respondieron con contundencia ante la intensificación de la crisis financiera

También los gobiernos respondieron con contundencia ante la intensificación de la crisis financiera. En la primera parte del año, las actuaciones se habían centrado en el rescate puntual de entidades sistémicas en dificultades, complementando las acciones de los bancos centrales para evitar que los problemas de liquidez en el sector bancario se convirtieran en problemas de solvencia. Sin embargo, los riesgos de colapso financiero y las perspectivas, cada vez más evidentes e intensas, de recesión global provocaron a partir de septiembre la aprobación generalizada de planes de apoyo al sector financiero y de estímulo fiscal de la demanda agregada. La amplitud de las medidas adoptadas y el volumen de recursos movilizados alcanzaron dimensiones sin precedentes, si bien dentro de la gran variedad de enfoques que se derivaba de las diferencias en las posiciones de partida y de la diversa forma en la que se manifiestan las tensiones reales y financieras. En el recuadro 1.1 se enuncian de manera detallada —aunque sintética— las principales líneas de actuación de la política económica frente a las crisis en las principales áreas.

2.3 PERSPECTIVAS Y RETOS

El horizonte previsto para 2009 apunta a una contracción de la economía mundial, con una recesión profunda en las economías desarrolladas

Las perspectivas económicas para 2009 plantean un horizonte de contracción de la economía mundial y de recesión profunda en las economías desarrolladas, en un contexto en el que los riesgos a la baja siguen siendo notables. Las últimas predicciones del FMI apuntan a que el crecimiento mundial en 2009 se reducirá en media anual hasta tasas ligeramente negativas, no observadas desde la Segunda Guerra Mundial, y que este llegará a ser muy negativo en el caso de las economías desarrolladas, incluida el área del euro. En estas últimas, es probable que, como reflejo del abaratamiento de las materias primas, las tasas de inflación retrocedan hasta niveles muy moderados, o incluso negativos, en el transcurso del año y que la mala situación económica se traduzca en riesgos a la baja para la inflación y, en aquellos casos en los que las expectativas de medio plazo estén insuficientemente ancladas, en la aparición de riesgos de deflación. Las predicciones disponibles apuntan también a un escenario central en el que la actividad comenzaría a recuperarse gradualmente hacia finales de 2009 o en 2010, dependiendo de las distintas áreas, favorecida por la actuación decidida de las políticas monetarias, fiscales y de apoyo al sector financiero y, en algunas economías, por el saneamiento de la posición de partida. Sin embargo, la situación económica actual es el resultado de perturbaciones intensas y globales, de origen financiero, que han dejado al descubierto serias vulnerabilidades en los balances de entidades financieras, empresas y, en algunos casos, familias, cuya absorción puede ser más lenta de lo que contemplan hoy dichos escenarios centrales.

La efectividad que tengan las respuestas de política económica condicionará las perspectivas de recuperación

En cualquier caso, las perspectivas de recuperación dependen enormemente de la efectividad que puedan tener las respuestas adoptadas por gobiernos y bancos centrales. Las acciones excepcionales que con carácter urgente se han tomado en todos los ámbitos de las políticas económicas han estado destinadas a solventar los retos más urgentes de la crisis financiera y a evitar que el deterioro de la actividad acabe por retroalimentarla. Con todo, el

El desarrollo de la crisis financiera mundial ha requerido intervenciones de política económica de gran calado desde el verano de 2007. En un principio, los esfuerzos se centraron en aliviar los problemas de liquidez del sistema financiero y en rescatar de forma puntual entidades que pudieran conllevar riesgos sistémicos. Sin embargo, el veloz deterioro de la situación financiera y su impacto en la actividad económica a partir de septiembre de 2008 abrieron paso a una etapa de intensificación de las respuestas de política económica. Los gobiernos de las principales economías aprobaron ambiciosos planes de apoyo al sistema financiero y de medidas fiscales discrecionales, al tiempo que los bancos centrales ampliaron su actuación. La incertidumbre sobre el volumen y la distribución de las elevadas pérdidas previstas en el balance de los bancos, las restricciones en los mercados de financiación y la extensión e intensificación de la desaceleración económica realimentaban y agudizaban los problemas. Esta situación —que continúa en la actualidad— requirió sucesivas y crecientes intervenciones públicas en todo el mundo. A su vez, la elevada interconexión de las economías y el carácter global de la crisis propiciaron también un cierto grado de coordinación internacional, particularmente en el ámbito financiero.

Las autoridades monetarias, que venían atendiendo la elevada demanda de financiación a corto plazo desde mediados de 2007, continuaron en 2008 ampliando sus mecanismos de provisión de liquidez y, en algunos casos, reduciendo los tipos de interés. A partir de los acontecimientos de septiembre, se produjo un salto fundamental en la respuesta de la política monetaria: los bancos centrales recortaron drásticamente los tipos de interés y realizaron actuaciones concertadas sin precedentes —tanto de reducción de tipos como de prórroga y extensión de los acuerdos para otorgar financiación en divisas—, al tiempo que abundaron en la flexibilización del marco ordinario de provisión de liquidez y comenzaron a hacer uso de herramientas no convencionales. Así, numerosos bancos centrales introdujeron diversas facilidades específicas de compra o canje de activos con múltiples objetivos, como proveer de colateral de calidad a las entidades, apoyar mercados financieros con problemas y favorecer los flujos de financiación a determinados sectores. Todas estas operaciones supusieron, además, una expansión sustancial del balance de los bancos centrales (véanse gráficos 1 y 2).

A partir de octubre, ante los graves problemas de refinanciación y de recapitalización que acuciaban al sistema bancario, los gobiernos diseñaron una respuesta inmediata de apoyo al sector financiero, que en el caso de los países de la UE se enmarcó dentro de unos principios comunes concertados por los Jefes de Estado y de Gobierno y, a escala global, en el ámbito del G 20. Estos planes tuvieron como objetivo central restaurar la confianza. Así, en primer lugar, trataron de superar los peligros de desconfianza de los depositantes mediante la ampliación de los sistemas de garantía de depósitos. En segundo lugar, para salvaguardar la financiación de los bancos se facilitaron avales estatales a las emisiones bancarias, aunque también se proporcionaron fondos públicos a través de préstamos y de compra de activos de alta calidad. Por otra parte, la erosión de los recursos propios de los bancos se afrontó en numerosos países mediante inyecciones de capital público, que llegaron a suponer la nacionalización de algunas entidades, y también, en alguno de ellos,

a través de la adquisición de activos de baja calidad. La compra de estos activos, además de mejorar la solvencia de las entidades, debía contribuir a limitar la incertidumbre sobre su valor, que ha sido un aspecto clave en el transcurso de la crisis. De hecho, más recientemente, en una segunda generación de esquemas, también se han introducido programas diversos de protección del valor del activo de los bancos.

En el marco de estos planes —cuyo desarrollo continúa en la actualidad—, se siguieron produciendo rescates de entidades de dimensión sistémica, particularmente en Estados Unidos y en Europa, al tiempo que en paralelo proseguían los trabajos para una reforma del sistema financiero global, que vienen impulsados a nivel internacional desde el *Financial Stability Forum* y el G 20, y por el ECOFIN en la UE.

La magnitud del apoyo financiero es particularmente elevada en los países avanzados (véase gráfico 3). En términos de las dotaciones máximas, los recursos destinados a las inyecciones de capital se situarían por encima del 5% del PIB en Estados Unidos y cerca del 3% en la UEM, con un peso relativo mayor en algunos países pequeños europeos —como Austria, Bélgica, Irlanda y Holanda—, donde ascenderían al 4%-6% del PIB. Las garantías sobre la deuda de los bancos son más elevadas en el Reino Unido, Estados Unidos, Holanda y Suiza, donde sobrepasan el 30% del PIB; y también en Irlanda, donde las circunstancias excepcionales en septiembre de 2008 obligaron al Gobierno a garantizar el pasivo de los seis principales bancos, lo que supone más del 200% del PIB. Por último, las medidas de canje/compra de activos y de financiación directa superaron el 10% del PIB en el Reino Unido y en Francia —en este último caso, a través de una nueva agencia con participación estatal que se financió a través de emisiones con aval público—. En España se aprobó una asignación máxima cercana al 5% del PIB para adquirir valores de elevada calidad en el balance de las entidades y se autorizó la concesión de avales para un volumen de emisiones equivalente al 9% del PIB en las medidas urgentes en materia económico-financiera aprobadas en octubre.

La propagación y la intensificación de la crisis justificaron también la adopción de políticas discretionales de estímulo de la economía. Dentro de una gran diversidad, predominaron las medidas de aumento del gasto público y, en especial, de la inversión pública. Adicionalmente, la mayoría de los países dirigió ayudas a los colectivos y sectores más afectados, incluyendo las pequeñas y medianas empresas y los sectores de la construcción, del automóvil y la industria exportadora, en el caso de las economías emergentes. En conjunto, según las estimaciones del FMI, el estímulo fiscal de los países más grandes ascendería a más del 4% del PIB entre 2008 y 2010¹, aunque con diferencias importantes por países. Destacan, en primer lugar, los paquetes de estímulo en Estados Unidos desde febrero de 2008 y las iniciativas más recientes en Japón, con un coste en ambos casos en torno al 5% del PIB hasta 2010. En la economía china, más protegida del impacto directo de las turbulencias financieras, pero más expuesta a la caída del comercio mundial, se habría destinado un gasto adicional cercano al 6% del PIB entre 2009 y

1. Véase *Update on fiscal stimulus and financial sector measures*, abril de 2009.

2010. En la UE las iniciativas fiscales se concertaron a través del Plan de Recuperación Económico Europeo, aprobado en diciembre, cuyo impacto acumulado asciende al 1,5% del PIB. En el área del euro, considerando el período 2008-2010, la magnitud de las medidas discrecionales alcanzaría el 2% del PIB, siendo más pequeña en Francia o en Italia, mientras que en España y en Alemania superan el 3% del PIB. Los países emergentes del G 20, por último, han realizado también importantes esfuerzos fiscales, de una magnitud similar a la de los desarrollados.

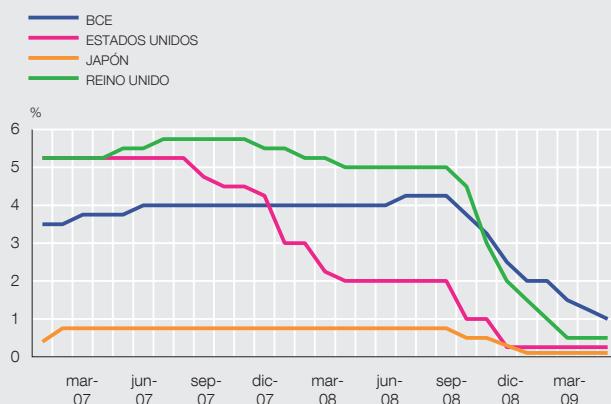
De acuerdo con los resultados de un ejercicio de simulación², el impacto de estas medidas sobre el crecimiento del PIB sería de en torno a 0,3 pp-0,5 pp para el área del euro, y ligeramente superiores a esta cifra para España. En Estados Unidos el efecto es muy superior: en torno a 2 pp. En cualquier caso, la potencia de las medidas discrecionales debe valorarse conjuntamente con el impulso fiscal pro-

2. Utilizando el modelo macroeconómico NIGEM de carácter mundial para realizar simulaciones comparables entre países. Se consideran solamente las medidas adoptadas a partir de noviembre de 2008.

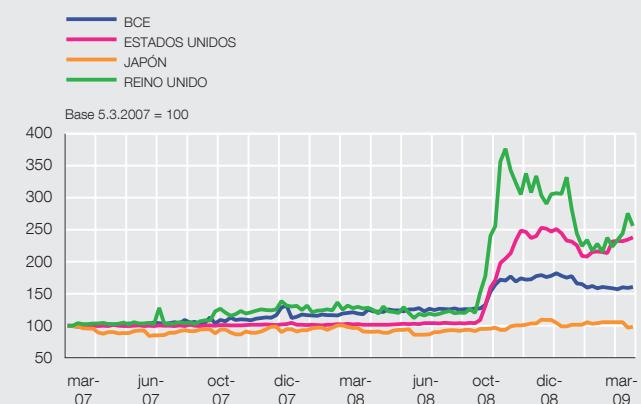
cedente de los estabilizadores automáticos, que resulta más elevado en las economías europeas por la mayor progresividad impositiva y por el tamaño de sus sistemas de protección social.

La actual crisis económica y financiera está suponiendo un desafío para las autoridades económicas de todo el mundo. Durante 2008 se produjeron cambios sin precedentes en las actuaciones de política económica para frenar el dramático deterioro del sistema financiero y de la actividad económica. La efectividad de estas políticas dependerá en gran medida de su impacto sobre la confianza de los agentes y sobre el sistema financiero, y también del mantenimiento de un cierto grado de concertación global. Además, aunque muchas medidas tienen un carácter transitorio y —en el caso de las dirigidas al sector financiero— las cantidades satisfechas son todavía inferiores a las comprometidas y se trata en muchos casos de inversiones con retorno, el impacto sobre las cuentas públicas será muy elevado, particularmente en los países desarrollados. Será necesario mantener la confianza sobre la estabilidad presupuestaria a medio plazo para minimizar los riesgos de unos mayores tipos de interés y de unas perspectivas de aumentos de impuestos que resten eficacia a los impulsos expansivos.

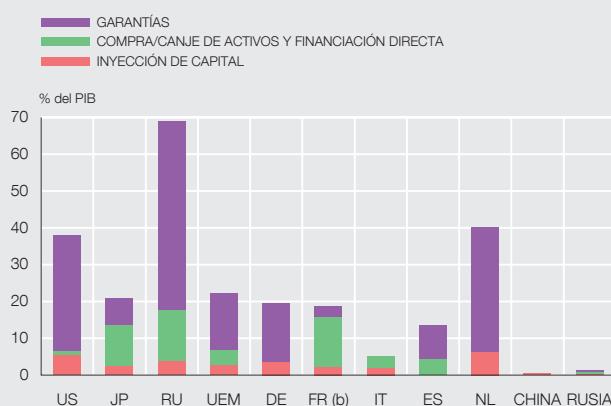
1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



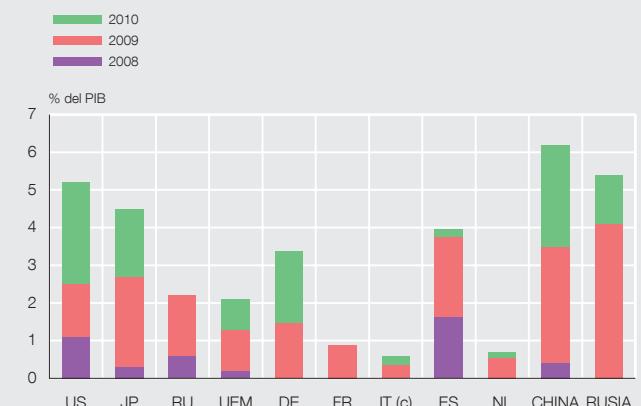
2 BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES. TOTAL ACTIVO



3 MEDIDAS DE LOS GOBIERNOS DE APOYO AL SISTEMA FINANCIERO (a)



4 MEDIDAS DISCRECIONALES DE ESTÍMULO FISCAL



FUENTES: Banco Central Europeo, Datastream, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

- Se trata de las cantidades máximas comprometidas en el anuncio de los distintos planes y en las actuaciones de rescate.
- Se crea una agencia con participación pública (SFEF) que emite con aval estatal y que presta a los bancos. En el caso de Francia, las garantías excluyen las otorgadas a Dexia.
- El impacto presupuestario en Italia será significativamente menor, porque se financia vía impuestos.

hecho de que las políticas se estén adentrando en territorios inexplorados no deja de plantear importantes zonas de incertidumbre sobre su efectividad última.

La correcta calibración de las intervenciones públicas resulta extraordinariamente complicada...

La correcta graduación de las intervenciones públicas es esencial, pero tanto su calibración como la necesaria inserción en una perspectiva de medio plazo que reconozca la excepcionalidad de las circunstancias y contemple una senda de retorno a una situación de mayor normalidad resultan extraordinariamente complicadas. Así, en el área de medidas gubernamentales de apoyo al sector financiero y de políticas fiscales, la necesidad de acciones que ayuden a resolver la incertidumbre todavía subyacente sobre la solvencia a largo plazo de instituciones financieras y a estimular de forma suficiente la demanda agregada pueden chocar en algún momento con la necesidad de asegurar la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas. Los problemas de solvencia en algunos segmentos del sector financiero no deben trasladarse a un problema de acumulación de riesgos en el sector público que termine por elevar los tipos de interés a largo plazo. En el área del euro, esta es una preocupación relevante en algunos casos a la luz de la evolución de los diferenciales soberanos. También, el carácter global de las perturbaciones que afectan a la economía exige cooperación entre los países y una cierta coordinación, particularmente a nivel de la UE, no solo de las respuestas a la crisis, sino también de las estrategias de salida una vez que la economía se vaya normalizando.

... pero es primordial que no distorsionen la competencia...

La delimitación adecuada del perímetro de las intervenciones públicas es otro elemento de dificultad. Las medidas de apoyo a determinados segmentos del sector financiero y en algunos casos de apoyo fiscal a sectores económicos concretos particularmente castigados por la crisis plantea el problema de su efecto potencial sobre las parcelas que quedan fuera del área de la intervención pública. Por ejemplo, las garantías dadas a la deuda emitida por algunos bancos han tenido el efecto deseado de reducir el riesgo de estas entidades, pero a su vez tiene efectos sobre la financiación de otros bancos y empresas no financieras, que ven aumentado el coste de su financiación. Asimismo, las inyecciones públicas de capital y la extensión de garantías sobre los sistemas financieros de algunos países dejan expuestos los sistemas financieros de aquellos otros (por ejemplo, las economías emergentes) que gozan de menor margen en cuanto a la credibilidad de sus finanzas públicas. Es primordial a la hora de diseñar actuaciones en los diversos ámbitos de las políticas económicas que se intenten evitar efectos colaterales no deseados, en particular sobre la competencia.

... y evitar las tentaciones de proteccionismo

Ante todo, es fundamental evitar las tentaciones de proteccionismo. Los programas de apoyo al sector financiero tienen un ámbito nacional y están diseñados con el objetivo de restaurar el flujo del crédito a los agentes nacionales. Esto plantea toda una serie de retos para la integración de los mercados financieros —particularmente, en Europa— y el futuro de la banca internacional, como es el caso de los países con un sistema bancario conformado por filiales y sucursales de matrices extranjeras. Igualmente, existen incentivos para que los planes fiscales nacionales eviten, en algunos casos con medidas administrativas, la filtración de los impulsos fiscales al exterior o para proteger determinados sectores económicos de la competencia internacional. Este es un tema de extraordinaria complejidad, pero la historia enseña que las medidas proteccionistas son la receta más segura para el desastre. También en este caso, es necesaria una cierta coordinación de las respuestas tanto a nivel internacional como, particularmente, a nivel de la UE, por sus potenciales consecuencias sobre el mercado único.

Más allá de retos más inmediatos, resulta indispensable abordar las reformas pertinentes en el área de políticas macrofinancieras

Hoy parece claro que el prolongado período de crecimiento estable y no inflacionario que vivió la economía global en los últimos años hizo olvidar importantes lecciones del pasado. La crisis financiera que comenzó en el verano de 2007 y la profunda recesión económica que ha traído consigo constituyen un recordatorio poderoso de los enormes costes que la inestabilidad financiera infinge en las sociedades y de que las vulnerabilidades que conducen a

esta se gestan precisamente en los períodos de bonanza, caracterizados por un exceso de optimismo. Más allá de afrontar decididamente los retos más inmediatos, resulta indispensable que se aborden en paralelo las reformas pertinentes en el área de políticas macrofinancieras con el doble objetivo de restaurar la confianza y reconstruir unas bases más sólidas sobre las que asentar la recuperación. Una regulación y una supervisión adecuadas constituyen la primera, y principal, línea de defensa contra la inestabilidad financiera, como ha sido especialmente subrayado en los acuerdos alcanzados por el G 20 en su reunión del 2 de abril en Londres. La regulación y la supervisión necesitan ser fortalecidas con vistas a limitar la prociclicidad intrínseca del sistema financiero y a incrementar la resistencia ante riesgos sistémicos, al tiempo que se preservan los beneficios de la innovación. Las reformas en esta área han de incluir, de forma prominente, la extensión del perímetro de la regulación a instituciones sistémicas que habían quedado fuera del marco regulatorio y la revisión de los incentivos a los que se enfrentan instituciones financieras e inversores. Pero la experiencia reciente hace también más patente el nexo entre estabilidad financiera y políticas macroeconómicas —particularmente, la política monetaria— y refuerza el argumento de que estas deben actuar preventivamente ante riesgos de medio y largo plazo asociados a la emergencia de desequilibrios, frecuentemente ligados al excesivo endeudamiento y a dinámicas in-sostenibles del precio de los activos.

3 La evolución de la economía española en un contexto internacional de crisis

3.1 LOS CONDICIONANTES EXTERNOS DEL AJUSTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La crisis financiera internacional, que se superpuso al ajuste que había iniciado la economía española...

... generó un endurecimiento de las condiciones de financiación...

La evolución de la economía española a lo largo de 2008 estuvo condicionada por el agravamiento de la crisis financiera internacional y el progresivo debilitamiento de la economía mundial. Ambas perturbaciones se superpusieron al proceso de ajuste interno que se había iniciado con anterioridad, impulsado por la corrección del sector inmobiliario y el elevado nivel de endeudamiento del sector privado, hasta el punto de terminar adquiriendo un carácter dominante en el desarrollo de la crisis. Aunque los canales de propagación de la crisis financiera y real fueron similares a los que se han descrito en el epígrafe anterior a nivel internacional (endurecimiento de las condiciones de financiación, crisis de confianza, caída de la riqueza, descenso en los flujos comerciales), la transmisión a la economía española de estas perturbaciones presentó algunos rasgos específicos diferenciales. Así, en sus etapas iniciales, la prácticamente nula exposición directa e indirecta de las entidades de crédito españolas a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses, junto con su favorable situación financiera, atenuó el impacto de estas perturbaciones sobre su posición patrimonial. A ello también contribuyó la dilatada vida media de la deuda viva emitida, que hizo que las necesidades de refinanciación a corto plazo fueran moderadas. No obstante, el bloqueo de los mercados de financiación mayorista afectó de manera creciente a los intermediarios españoles por su elevada dependencia del ahorro exterior, que hubieron de reaccionar sustituyendo las emisiones de valores a largo plazo por instrumentos a corto plazo y captando fondos en los mercados interbancarios, incluyendo el recurso al Eurosistema.

El recorrido de estas soluciones transitorias ante el cierre de los mercados mayoristas era limitado. A su vez, la creciente retroalimentación entre las tensiones financieras y la debilidad de la economía real originaron nuevos impactos sobre las entidades, a cuyos efectos resultaba mucho más difícil sustraerse. En particular, la percepción del riesgo de las operaciones crediticias se incrementó sustancialmente, en un contexto en el que las ratios de dudosidad, que partían de unos niveles muy reducidos, venían mostrando un rápido crecimiento, situándose en el segmento de otros sectores residentes (hogares, sociedades e instituciones financieras distintas de las del sistema crediticio) en el 3,4% a finales de 2008, frente al 0,9% un año antes. En consonancia con la tónica habitual de comportamiento procíclico de la oferta de crédito, los intermediarios fueron endureciendo los criterios de concesión de préstamos ante el deterioro de las perspectivas macroeconómicas en general y las de determinados sectores (como

el inmobiliario) en particular. A ello también contribuyeron las exigencias de los mercados sobre las ratios de capital requeridos a las entidades y las mayores dificultades de obtención de fondos en los mercados internacionales, aunque según se deduce de las respuestas a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios estos dos últimos factores desempeñaron un papel menos importante.

El endurecimiento de las condiciones de financiación operó también a través de un encarecimiento de los fondos, ya que el notable incremento de los tipos interbancarios se transmitió a los tipos de interés crediticios (véase gráfico 1.3). Además, en algunos casos (como, en particular, en la financiación a las PYME y a los hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda) se elevaron los diferenciales con respecto a las rentabilidades interbancarias. Asimismo, se incrementó el coste de los recursos propios de las empresas. Las restantes condiciones crediticias distintas al precio también se hicieron más exigentes. Así, se redujo el plazo medio de las operaciones y aumentaron las garantías requeridas. Sin embargo, en la parte final del año, los importantes descensos en los tipos de intervención empezaron a trasladarse al coste de financiación del sector privado, tendencia que se hizo más pronunciada durante los primeros meses de 2009.

... un deterioro de la confianza de los agentes...

La crisis financiera y su impacto en la economía real han generado también un deterioro progresivo y generalizado de la confianza de los agentes y un incremento notable de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Aunque este es un fenómeno global, inicialmente fue algo más intenso en países como España, cuyo ciclo económico está más vinculado al sector inmobiliario y tiene una mayor dependencia de la financiación exterior. La crisis de confianza y la incertidumbre contribuyeron a desalentar el gasto de los agentes más allá de lo que podría justificar el ajuste interno o el reequilibrio de las posiciones patrimoniales del sector privado. Con carácter general, la pérdida de confianza se ha revelado como una de las dimensiones de la crisis que plantea mayores retos a la política económica.

... una caída de la riqueza de las familias, desencadenando una desaceleración del crédito y un retroceso de la demanda interna...

Por otra parte, la crisis financiera internacional ha tenido un impacto desfavorable sobre la riqueza de las familias españolas. El valor de los activos financieros se redujo en torno a un 12%, como resultado fundamentalmente de la disminución de las cotizaciones bursátiles.

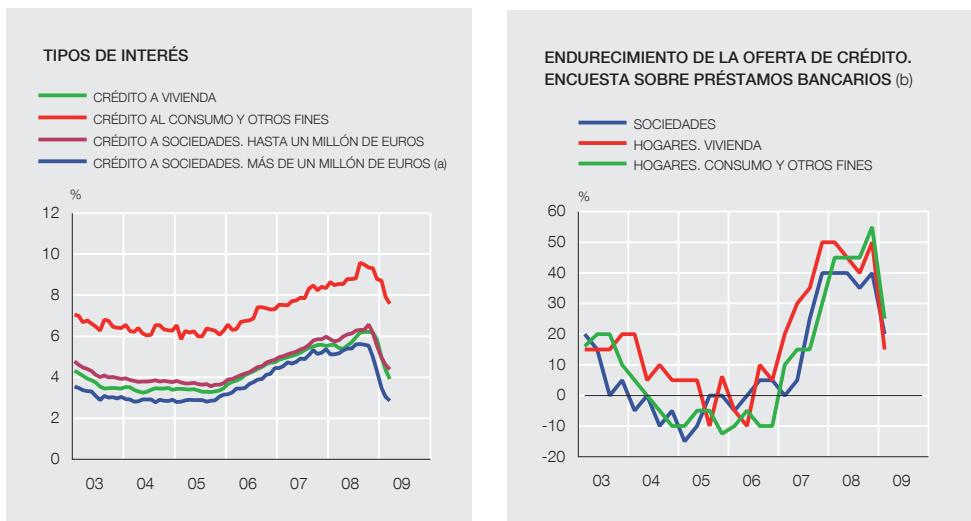
Por lo que se refiere al componente inmobiliario, aunque los indicadores habitualmente utilizados para medirlo muestran que apenas varió en 2008 en términos nominales, ya que el descenso del precio de los inmuebles (3,2%, según los datos del Ministerio de Vivienda) se vio aproximadamente compensado por un incremento similar en el stock de viviendas, es muy probable que estas cifras subestimen la caída que se produjo durante dicho período. Así, en un contexto de baja actividad del mercado inmobiliario, el parque de viviendas en manos de los hogares puede haber crecido menos de lo que se deduce de la información sobre viviendas iniciadas, al tiempo que es previsible que en las condiciones actuales la estadística publicada por el Ministerio de Vivienda recoja con un cierto retraso la evolución real de los cambios en las valoraciones. En estas circunstancias, el indicador de precios del INE sobre la vivienda de segunda mano, que evidencia un retroceso del 10,7% durante el pasado ejercicio, puede ser más representativo. Considerando ambos factores, la pérdida de riqueza inmobiliaria registrada el año pasado podría cifrarse en algo más de un 8%.

En conjunto, los descensos en el valor del patrimonio de los hogares generaron un efecto riqueza que contribuyó a la contracción del consumo y de la inversión en vivienda. El in-

		2003	2004	2005	2006	2007	2008
DEMANDA Y PRODUCTO (b)	Producto interior bruto	3,1	3,3	3,6	3,9	3,7	1,2
	Consumo privado	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	0,1
	Consumo público	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	5,3
	Formación bruta de capital	5,2	5,2	6,5	7,7	5,0	-2,8
	Inversión en equipo	4,1	5,1	9,2	10,2	10,0	-1,1
	Inversión en construcción	6,2	5,4	6,1	5,9	3,8	-5,3
	Vivienda	9,3	5,9	6,1	6,0	3,8	-10,9
	Otras construcciones	3,5	5,0	6,2	5,7	3,9	0,9
	Exportación de bienes y servicios	3,7	4,2	2,5	6,7	4,9	0,7
	Importación de bienes y servicios	6,2	9,6	7,7	10,3	6,2	-2,5
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)	Empleo total	2,4	2,7	3,2	3,2	2,9	-0,6
	Tasa de ocupación (d)	60,8	62,0	64,3	65,7	66,6	65,3
	Tasa de paro	11,5	11,0	9,2	8,5	8,3	11,3
	Remuneración por asalariado	3,6	3,0	3,7	3,9	3,7	5,3
	Costes laborales unitarios	2,9	2,4	3,3	3,2	2,9	3,4
	Deflactor del PIB	4,1	4,0	4,3	4,0	3,2	3,0
	Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	2,6	3,2	3,7	2,7	4,2	1,4
	Índice de precios de consumo (media anual)	3,0	3,0	3,4	3,5	2,8	4,1
	Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	1,0	0,9	1,2	1,4	0,7	0,9
	Ahorro de los sectores residentes (f)	24,5	23,5	22,9	22,6	21,6	20,5
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)	Administraciones Públicas (f)	3,3	3,1	4,5	5,7	6,1	0,1
	Inversión de los sectores residentes	27,4	28,3	29,5	31,0	31,2	29,6
	Administraciones Públicas	3,5	3,4	3,6	3,6	3,9	3,9
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-2,9	-4,8	-6,5	-8,4	-9,7	-9,1
	Administraciones Públicas	-0,2	-0,4	1,0	2,0	2,2	-3,8
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas	48,7	46,2	43,0	39,6	36,2	39,5
	Ahorro de los sectores no residentes	2,3	2,0	2,0	2,8	3,9	3,9
	Administraciones Públicas	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4
	Capital de las empresas no financieras	4,4	4,0	3,8	4,6	5,7	6,2
	Índice General de la Bolsa de Madrid (Base DIC 1985 = 100)	706,4	863,3	1.066,1	1.344,0	1.637,0	1.263,1
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g)	Tipo de intervención semanal del BCE	2,3	2,0	2,0	2,8	3,9	3,9
	Tipo de la deuda pública a diez años	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4
	Tipo sintético del crédito bancario	4,4	4,0	3,8	4,6	5,7	6,2
	Índice General de la Bolsa de Madrid (Base DIC 1985 = 100)	706,4	863,3	1.066,1	1.344,0	1.637,0	1.263,1
	Tipo de cambio dólar/euro	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5
	Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (h)	100,0	100,7	100,8	101,1	102,3	104,1
	Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (i)	104,2	106,7	109,1	111,8	114,4	117,2
	Tipo de cambio efectivo real con UEM (j)	103,7	105,4	107,7	110,3	111,6	112,1
	Medios de pago	12,0	11,3	14,4	11,5	-2,9	-3,2
	Activos líquidos (j)	8,8	5,8	11,2	8,2	8,9	11,0
FINANCIACIÓN (k)	Financiación total de las familias	19,1	20,2	20,9	19,6	12,5	4,4
	Financiación total de las empresas no financieras	13,4	13,2	21,4	27,9	17,7	7,3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AMECO y Banco de España.

- a. Los datos de la *Contabilidad Nacional de España* corresponden a la base 2000.
 b. Índices de volumen. Tasas de variación.
 c. Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.
 d. Tasa de ocupación (16-64).
 e. Niveles en porcentajes del PIB.
 f. Incluye transferencias netas de capital recibidas.
 g. Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.
 h. Base I TR 1999 = 100.
 i. Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.
 j. Incluye los medios de pago, otros pasivos bancarios y fondos de inversión FIAMM.



FUENTE: Banco de España.

a. El tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. Indicador = % de entidades que señalan un endurecimiento considerable $\times 1 + \% \text{ de entidades que señalan cierto endurecimiento} \times 1/2 - \% \text{ de entidades que señalan una cierta relajación} \times 1/2 - \% \text{ de entidades que señalan una relajación considerable} \times 1$.

crecimiento en el coste de financiación y el deterioro de las expectativas de ingresos futuros y de revalorización de los activos inmobiliarios y financieros frenaron la demanda de fondos ajenos de las empresas y de los hogares, evolución que, junto con el descenso de la oferta, se tradujo en una fuerte desaceleración del crédito a estos sectores, reduciéndose la tasa de crecimiento interanual del 16% a algo menos del 6%. No obstante, esta cifra se situaba aún por encima del avance nominal del PIB al cierre del ejercicio. En la parte transcurrida de 2009 el avance de la financiación bancaria ha seguido moderándose hasta alcanzar un ritmo de expansión interanual en el entorno del 3% en abril, según las cifras conocidas con posterioridad al envío de este Informe a edición.

... así como la desaparición de los apoyos externos que en otras circunstancias habrían amortiguado el descenso del gasto interno

Al igual que está ocurriendo en la mayoría de países, un canal de propagación que ha ido cobrando importancia creciente a medida que la crisis financiera se iba haciendo más pronunciada y sus efectos se trasladaban a la actividad es el que transcurre a través de los flujos de comercio. En este sentido, el progresivo debilitamiento de la actividad económica mundial a lo largo del pasado ejercicio afectó a la demanda de productos españoles procedente del exterior, de forma más intensa conforme avanzaba el año, si bien el alto contenido importador de las exportaciones y del resto de componentes de la demanda final alivió este efecto sobre el crecimiento.

En suma, la magnitud y la persistencia de la crisis financiera global y su impacto sobre la economía mundial han transformado radicalmente el entorno en el que los hogares y las empresas desarrollan sus planes de gasto. Frente a lo ocurrido durante la larga fase expansiva previa, las condiciones de acceso a la financiación se endurecieron notoriamente, se acumularon importantes descensos en la riqueza del sector privado, se produjo un considerable debilitamiento del entorno exterior, y todo ello con un trasfondo de pérdida de confianza y de incertidumbre crecientes. La confluencia de todos estos factores sobre una economía que ya había iniciado un proceso de ajuste en respuesta a los desequilibrios acumulados intensificó la trayectoria de debilitamiento de la actividad y activó los procesos de realimentación entre lo financiero y lo real, ya mencionados.

3.2 DEL AJUSTE A LA RECESIÓN

Estas fuerzas contractivas añadieron severidad al ajuste y desembocaron en una recesión en la segunda mitad de 2008...

... como consecuencia del debilitamiento de la demanda nacional, ya que la demanda exterior tuvo una aportación positiva

El desplome del gasto repercutió muy negativamente sobre la actividad y el empleo, que empezó a caer por primera vez desde 1994

El gasto de las familias experimentó un ajuste muy severo. El frenazo del consumo y la recuperación de la tasa de ahorro reflejaron el fuerte deterioro de la confianza

La inversión residencial mostró una acusada reducción y se acentuó el ajuste de los precios de la vivienda y del sector inmobiliario

La economía española mostró una continuada pérdida de impulso, que se acentuó en la segunda mitad del año, cuando el PIB encadenó dos trimestres de caídas consecutivas en su tasa de crecimiento intertrimestral —por primera vez desde 1993—, que le llevó a cerrar el ejercicio con un descenso del 0,7% en términos de la tasa interanual. Esta pauta recesiva se hizo más visible en el primer trimestre de 2009, con un descenso del PIB del 3% en tasa interanual, según la información conocida cuando este Informe se encontraba en edición. La información disponible para el segundo trimestre apunta a una contracción de la actividad, aunque a un ritmo menos intenso.

El incremento medio del producto en el conjunto de 2008 —que ascendió al 1,2%, frente al 3,7% de 2007— encierra un perfil de rápida desaceleración, así como una profundización del cambio en el papel que desempeñan la demanda nacional y la demanda exterior neta en el avance del gasto, iniciado en la segunda mitad de 2006. En este sentido, la demanda nacional se contrajo a lo largo del ejercicio, hasta alcanzar una caída en su tasa interanual del 2,8% en el último trimestre, mientras que la demanda exterior neta mostró un pronunciado aumento, con una aportación de 2,3 pp al crecimiento del producto en ese último trimestre, amortiguando, por consiguiente, el efecto contractivo de la demanda nacional sobre el PIB. Cabe destacar que, en el contexto de progresivo debilitamiento de la economía mundial, la mejora de la aportación del sector exterior se debió a la notable ralentización de las importaciones.

Por el lado de la oferta, el desplome de la actividad repercutió muy desfavorablemente sobre el empleo, que avanzó moderadamente en la primera parte del año y descendió en la segunda mitad del mismo —por primera vez desde 1994—, conforme el proceso de destrucción de puestos de trabajo en el sector de la construcción se intensificaba y se iba extendiendo a otras ramas productivas, hasta anotar un descenso del 3% en el último trimestre.

En respuesta a este cúmulo de circunstancias, el gasto de las familias experimentó un ajuste muy severo, pues sobre él confluyeron los factores contractivos mencionados, a los que se añadió como un factor especialmente determinante la caída del empleo (en el recuadro 1.2 se proporciona información más detallada sobre el carácter diferencial de este ciclo en España). El consumo de los hogares experimentó un recorte abrupto a lo largo del año, de manera que resultó ser el componente de la demanda interna que más contribuyó a la desaceleración del PIB en 2008. Y ello a pesar de que la renta disponible de las familias experimentó un repunte, reflejando el impacto expansivo de las medidas fiscales adoptadas, que se describen más adelante, y el pronunciado descenso de la inflación en la segunda mitad del mismo. Por el contrario, el endurecimiento de las condiciones de financiación y el empeoramiento del mercado laboral tendieron a aminorar la contribución de estas fuentes de renta, y la pérdida de valor de la riqueza actuó en esta misma dirección. Cabe atribuir un papel determinante en el debilitamiento del consumo de los hogares al deterioro de la confianza de los consumidores y de las perspectivas laborales, tal y como corrobora la intensa recuperación de la tasa de ahorro, que se elevó hasta el 13% de la renta disponible, tras cinco años de caídas consecutivas.

La inversión residencial mostró una acusada reducción, que fue cobrando intensidad a lo largo del año, hasta registrar un descenso de casi el 20% en el último trimestre. La oferta inmobiliaria reaccionó con intensidad a la caída de la demanda residencial, lo que se plasmó en un recorte sustancial del número de viviendas iniciadas, que en promedio fue un 40% inferior al del 2007. A pesar de la intensidad de esta corrección, continuó ampliándose el stock de inmuebles sin vender, pues en el transcurso de 2008 se fueron acabando las viviendas iniciadas en la fase de máxima expansión del sector residencial, en torno a 2006. El exceso de oferta acumulado contribuyó a intensificar la trayectoria de desaceleración de los precios de la vi-

En 2007, la economía española empezó a experimentar una desaceleración de su actividad, que la ha conducido a registrar tasas interanuales negativas de expansión del producto desde el último trimestre de 2008. En este recuadro se realiza una comparación de la actual recesión en nuestro país con la que está teniendo lugar en otras áreas geográficas y con otros episodios análogos de la economía española en el período comprendido entre 1970 y la actualidad.

La identificación de los ciclos económicos no está exenta de ambigüedades, existiendo diversos métodos alternativos. En este recuadro, para la identificación de los ciclos recessivos se ha empleado un procedimiento basado en las desviaciones del PIB respecto a su tendencia. Los períodos en los que la desviación positiva alcanza su mayor valor son los *picos cíclicos* (que no necesariamente se corresponden con los momentos del ciclo en los cuales la tasa interanual alcanza su valor más elevado). De acuerdo con este procedimiento, el pico del ciclo actual tuvo lugar en el primer trimestre de 2008, tanto en España como en el área del euro y en Estados Unidos, lo que da idea de la elevada sincronía cíclica entre las tres economías¹. En el gráfico 1 se representa la evolución de las tasas interanuales de crecimiento del PIB en los trimestres posteriores al pico en España, la UEM y Estados Unidos, donde los datos observados han sido alargados en el primer caso con la senda de las previsiones realizadas por el Banco de España para el *Informe de proyecciones de la economía española* de marzo de 2009, y en los dos restantes, con las previsiones de *Consensus Forecasts* de ese mismo mes. Según estas previsiones, el mínimo de la tasa interanual se alcanzaría en el segundo trimestre de 2009 en la UEM y en Estados Unidos, y en el tercero en España. De esta forma, en el caso español transcurrián, de acuerdo con el *Informe de proyecciones*, seis trimestres desde el pico del ciclo actual hasta que se alcance la tasa mínima de crecimiento interanual. Dado que las tasas interanuales recogen con cierto desfase la evolución de las intertrimestrales, en términos de estas últimas los mínimos serían algo anteriores. Por otro lado, la recuperación de la economía española sería menos intensa, en particular en comparación con la norteamericana.

Además del actual, la economía española ha registrado dos ciclos recessivos desde 1970, cuyos picos están fechados en el primer trimestre de 1974 y en el cuarto de 1991 (gráfico 2). Como se puede observar, el mínimo de la tasa interanual de crecimiento en los dos ciclos recessivos anteriores se alcanzó, al igual que se proyecta para el ciclo actual, seis trimestres después del pico —esto es, en el

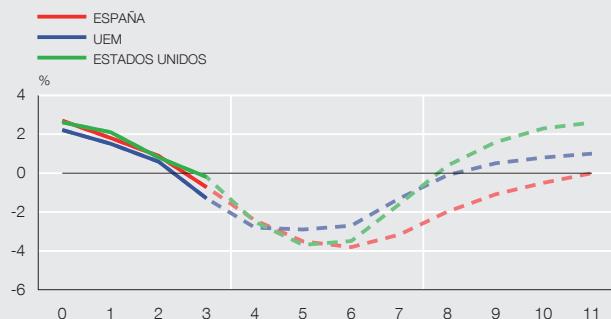
tercer trimestre de 1975 y en el segundo de 1993, respectivamente—. De entre los tres episodios considerados, el más alejado en el tiempo se caracterizó por presentar ritmos de expansión del producto sustancialmente más elevados durante toda la fase de desaceleración, de modo que el PIB apenas llegó a contraerse.

En comparación con la recesión de los años noventa, la actual parte de una tasa de crecimiento interanual similar en el pico cíclico. No obstante, en los tres trimestres posteriores para los que existe dato observado, la desaceleración ha sido más pronunciada en el presente episodio, intensificándose esa diferencia, según las previsiones del Banco de España, en los próximos trimestres, con lo que el mínimo sería más bajo, y la recuperación posterior, más suave. Todos los componentes de la demanda nacional privada contribuyen a explicar la mayor intensidad de la ralentización del producto en el ciclo actual en los tres trimestres observados desde el pico. No obstante, cabe destacar el comportamiento más desfavorable del consumo privado, y especialmente de la inversión residencial, inmersa en un profundo período de ajuste tras la prolongada fase de auge (gráfico 3). De este modo, sería el gasto de las familias —y no el de las empresas— el que explicaría en mayor medida que la recesión actual esté presentando una mayor intensidad. El peor comportamiento del gasto de los hogares en comparación con el ciclo anterior guarda una estrecha relación, entre otros factores, con el impacto negativo de la mayor intensidad de la destrucción de empleo sobre las rentas de estos agentes y sobre sus expectativas futuras (gráfico 4).

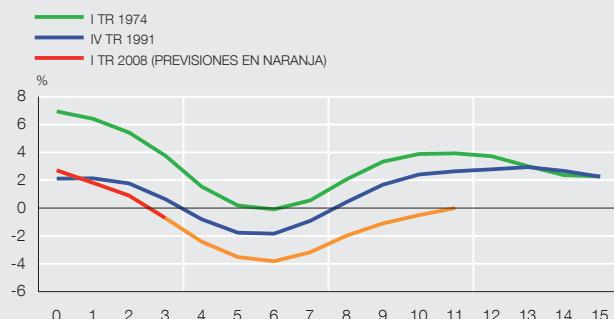
Por otro lado, tras la relativa resistencia inicial de las exportaciones (véanse los gráficos 5 y 6), el ciclo actual se está caracterizando por un deterioro mucho más pronunciado de este componente de la demanda, como consecuencia del fuerte retroceso del comercio mundial. Así, mientras que entre 1991 y 1993 la tasa de crecimiento de los mercados de exportación de España disminuyó en 4 pp, entre 2007 y 2009 se espera que lo haga en casi 15 pp. Además, en el ciclo anterior la contribución de las ventas al exterior a la salida de la recesión fue muy elevada, como consecuencia de la ganancia de competitividad derivada de las devaluaciones del tipo de cambio de la peseta. En esta ocasión, puesto que la pertenencia de España a la UEM no permitirá que se produzcan ganancias de competitividad de análoga magnitud y rapidez, la recuperación de las exportaciones deberá descansar sobre la de nuestros mercados exteriores y sobre la contención del crecimiento de los costes y márgenes. En todo caso, puesto que, en consonancia con la mayor debilidad de la demanda final, las importaciones están retrocediendo en el ciclo actual a tasas notablemente más elevadas que las observadas entonces, el sector exterior está realizando una contribución neta al sostenimiento de la actividad considerablemente superior.

1. En Estados Unidos, donde el fechado de los ciclos tiene una naturaleza oficial, el inicio de la recesión se data en diciembre de 2007.

1 COMPARACIÓN DEL CICLO ACTUAL (PICO: I TR 2008)
(Previsiones en línea discontinua)



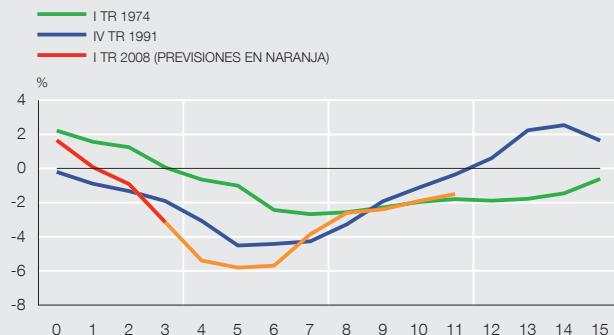
2 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: PIB



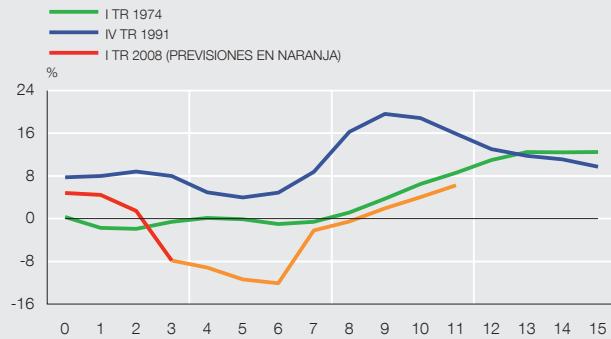
3 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: INVERSIÓN RESIDENCIAL



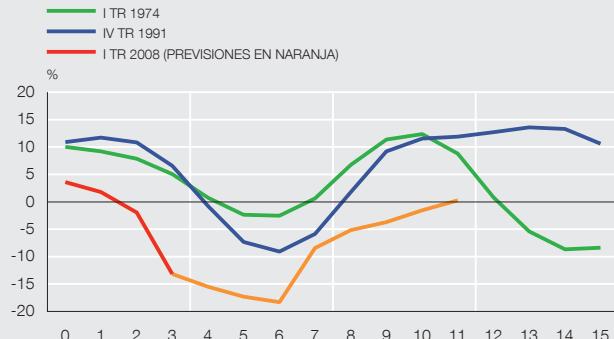
4 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: EMPLEO



5 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



6 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Consensus Forecasts y Banco de España.

vienda, que comenzaron a descender en la segunda parte del año, tras haberse incrementado fuertemente en los años anteriores. Y ello generó expectativas adicionales de descensos e inhibió la demanda residencial. En estas circunstancias, el sector inmobiliario afrontó un profundo proceso de reestructuración a lo largo de 2008, contribuyendo de forma determinante al desplome de la actividad y del empleo, lo que generó efectos contractivos muy potentes sobre el resto de la economía.

Las necesidades de financiación de las familias

El aumento de la tasa de ahorro y la disminución de la inversión residencial determinaron un fuerte descenso en las necesidades de financiación de las familias, de modo que en el con-

disminuyeron sustancialmente y su ratio de endeudamiento comenzó a flexionar a partir del mes de octubre

La inversión empresarial se desplomó en los meses finales del ejercicio...

... y el sector exterior contribuyó al sostenimiento de la actividad...

... y se redujeron las necesidades de financiación de la nación a lo largo de 2008

junto del año los hogares generaron capacidad de financiación por un importe equivalente al 0,6% del PIB. La desaceleración de la deuda de los hogares se vio acentuada por el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria y se empezó a reflejar en una ligera reducción de la ratio de endeudamiento, a partir del último trimestre, que, sin embargo, no se tradujo en un descenso de la carga financiera asociada, debido al aumento que, en el promedio del año, experimentó el coste medio de los pasivos.

Por su parte, la inversión empresarial mantuvo una mayor resistencia en la primera parte del ejercicio, pero se desplomó en los meses finales, por la desfavorable evolución de la demanda, el intenso deterioro de las expectativas y el agravamiento de la tensión financiera. Esta última está afectando negativamente a las condiciones de financiación de los proyectos de inversión nuevos, con un endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria y dificultades para la captación de recursos por esa vía, sobre todo tras los acontecimientos en los mercados financieros en el último trimestre. El descenso de la inversión productiva determinó una intensa reducción en las necesidades de financiación. En línea con esta evolución, los fondos ajenos de las sociedades registraron una notable desaceleración en 2008, que fue generalizada por ramas de actividad, aunque especialmente intensa en servicios inmobiliarios y construcción. Como consecuencia, se ralentizó el avance de la ratio de endeudamiento, si bien el ascenso del coste medio de la deuda viva hizo que la ratio de carga financiera siguiera aumentando, frenando el avance de los beneficios. Por su parte, la ratio de los beneficios en relación con el capital productivo siguió disminuyendo.

Como se ha señalado, el sector exterior mitigó el ajuste de la demanda interna, en un contexto en el que la aportación de la demanda exterior contribuyó positivamente al sostenimiento de la actividad, con intensidad creciente a lo largo del año, a partir del retroceso de las exportaciones.

Como contrapartida, las necesidades de financiación de la nación iniciaron un proceso de corrección en la segunda mitad de 2008, apoyado en la disminución del déficit de bienes y servicios. La reducción del desequilibrio comercial fue particularmente intensa en los últimos meses del año, cuando el saldo no energético acentuó su caída y el energético empezó a disminuir, reflejando el descenso de los precios del petróleo iniciado en los meses de verano (véase gráfico 1.4). Como resultado, según datos de la Balanza de Pagos, las necesidades de financiación de la economía se redujeron en el año 2008, por primera vez desde 2002, hasta alcanzar en el último trimestre una ratio del 7,9% del PIB, 1,5 pp inferiores a las que se observaron en igual período de 2007 (en el promedio del año, el descenso fue menor, de seis décimas, hasta el 9,1% del PIB). La corrección de las necesidades de financiación de la nación se ha acentuado en los meses transcurridos de 2009, haciendo patente la profundidad de la contracción de la demanda interna.

Desde el punto de vista de las decisiones de ahorro e inversión, la mejora en las necesidades de financiación revela una reducción del peso de la inversión sobre el PIB superior a la que registró la tasa de ahorro. Desde la perspectiva del endeudamiento neto de los sectores, se debió a la importante corrección en las necesidades de financiación de las sociedades no financieras y de las familias, hasta alcanzar, en este último caso, una posición de superávit, por primera vez desde 2002. El sector público, por el contrario, alteró drásticamente su posición excedentaria de los últimos años, pasando de una situación de capacidad de financiación del 2,2% del PIB en 2007 a una necesidad de financiación del 3,8% en 2008, una reversión de seis puntos del PIB en un solo año, sobre cuyo significado y alcance se volverá más adelante.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Aduanas y Banco de España.

a. El saldo energético y no energético es una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

El debilitamiento de la actividad se propagó a todas las ramas productivas...

... y desembocó en una destrucción neta de puestos de trabajo a partir del verano

Por el lado de la oferta, el debilitamiento de la actividad se trasladó a todas las ramas productivas, aunque con particular intensidad a las ramas de la construcción y la industria, que registraron sendos descensos en el valor añadido, de manera anticipada y mayor intensidad en el primer caso. Por su parte, los servicios de mercado mostraron una resistencia superior en la primera mitad del año, pero no pudieron permanecer inmunes al clima de deterioro generalizado, por lo que al finalizar el año mantenían ritmos de avance positivos, pero muy moderados. De hecho, solo las actividades de no mercado sostuvieron niveles de actividad similares a los de años previos.

Como resultado de ello, el proceso de generación de empleo se quebró a partir del verano —tras 14 años de creación ininterrumpida de puestos de trabajo—, dando paso a una situación de acusado descenso de la ocupación en los meses finales que se ha prolongado en los primeros de este año (el empleo, según la EPA, se redujo a una tasa interanual del 6,4% en el primer trimestre de 2009). En conjunto, el ajuste de la ocupación fue superior al del valor añadido, con lo que la productividad aparente del trabajo se recuperó, volviendo a mostrar una pauta de comportamiento contracíclico, a diferencia del patrón que prevalece en la mayor parte de las economías. Debe señalarse, no obstante, que este comportamiento refleja importantes efectos composición y escasas ganancias genuinas de

eficiencia. Por ramas productivas, la caída de la ocupación en la construcción se había iniciado ya en 2007, mientras que en las ramas industriales comenzó en la segunda mitad de 2008, a la vez que el empleo acusaba un progresivo debilitamiento en los servicios de mercado.

Como había ocurrido en etapas recesivas anteriores, el ajuste del empleo recayó principalmente sobre los trabajadores con contrato temporal —lo que provocó un descenso de tres puntos en la ratio de temporalidad, hasta el 25,4% en el primer trimestre de este año—, los más jóvenes y aquellos con menor formación. El deterioro del mercado laboral constituye pues uno de los canales más potentes de propagación de los impulsos contractivos a los que está sometida la economía.

Pese al deterioro en el mercado de trabajo, la oferta laboral continuó aumentando, por lo que la tasa de paro se elevó rápidamente...

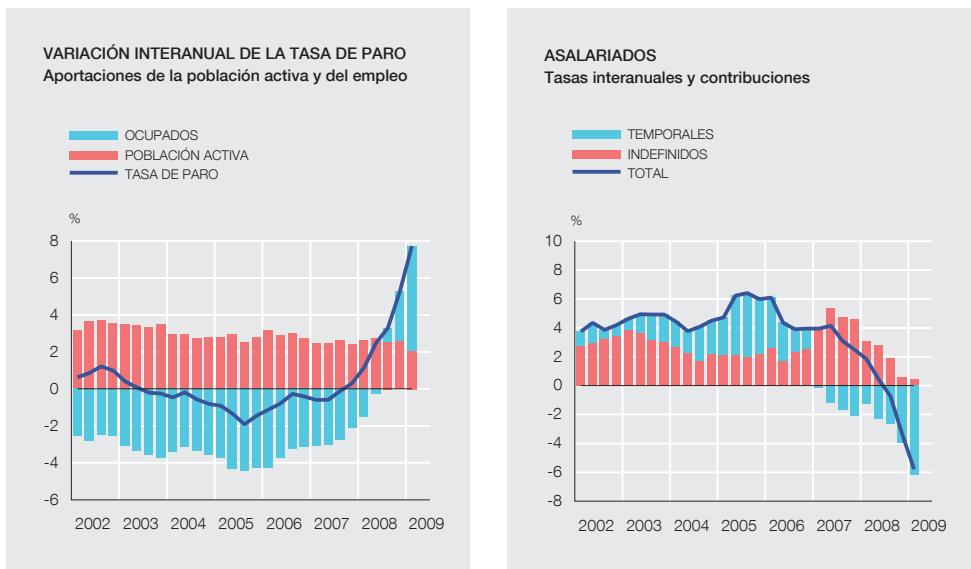
Pese al debilitamiento cíclico, la oferta laboral continuó aumentando en 2008, con una intensidad similar a la que se había observado en los años de mayor dinamismo económico, impulsada por el incremento de la participación femenina, si bien el ritmo de crecimiento de la población empezó a atenuarse tras una década de ascensos continuados, pues se observó una significativa desaceleración en el ritmo de entradas de emigrantes. El profundo deterioro del mercado laboral, tanto en términos de su velocidad de ajuste como de su magnitud, en este contexto de dinamismo de la población activa, tuvo un impacto muy negativo sobre el desempleo, con lo que la tasa de paro se elevó muy significativamente, hasta alcanzar un nivel del 17,4% en el primer trimestre de 2009, frente al mínimo histórico del 8% en los meses centrales de 2007 (véase gráfico 1.5). La evolución del desempleo afectó sobre todo a los jóvenes y a los trabajadores con menor formación, en los que la tasa de paro excedió el 20%. El desempleo de larga duración empezó a repuntar también en este período, tendencia que, de continuar, podría terminar afectando al componente estructural del desempleo.

... y los costes laborales repuntaron significativamente, mostrando una escasa sensibilidad a las peores condiciones cíclicas

A pesar del debilitamiento de la actividad, los costes laborales mostraron una considerable inercia. Los incrementos pactados en la negociación colectiva se situaron en el 3,6%, medio punto por encima de los de 2007, en respuesta al peor comportamiento de la inflación en la primera mitad del ejercicio. Esta mayor presión salarial se vio amplificada por el efecto de las cláusulas de salvaguarda, cuya activación en 2008 representó un incremento de algo más de un punto sobre las tarifas de convenio. Tanto la remuneración por asalariado (5,3%) como los costes laborales unitarios (3,3%) experimentaron crecimientos superiores a los de los años previos y por encima de los de nuestros socios comerciales.

La inflación experimentó a partir del verano caídas continuadas, con diferenciales negativos con la zona del euro, desde diciembre, lo que no ocurría desde el inicio de la UEM

La inflación mostró a lo largo del ejercicio un cambio drástico de tendencia. En el promedio del año, el IPC se situó en el 4,1%, con un máximo del 5,3% en julio, ante el intenso incremento del precio del petróleo y de otras materias primas (véase gráfico 1.6). A partir de ese momento, sin embargo, su ritmo de crecimiento disminuyó rápidamente, hasta alcanzar una tasa de variación negativa en mayo del -0,8%, según el avance del IAPC, difundido cuando este Informe se hallaba en las últimas fases de edición, reflejando el efecto de la corrección del precio del petróleo y de otras materias primas, pero también la debilidad de la demanda, como muestran los descensos de los precios de los productos industriales no energéticos y la desaceleración de los aumentos de precios de los servicios, a diferencia de su pauta histórica, que venía a indicar su escasa sensibilidad a los cambios de ciclo. El recorte de la inflación cobró mayor intensidad en España que en la UEM en los meses finales de 2008, con lo que el diferencial de inflación en términos del IAPC se tornó negativo a partir del mes de diciembre. Este desarrollo resulta indicativo de la severidad de la contracción, aunque también puede reflejar una mayor flexibilidad de los precios que



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Las series de la EPA están enlazadas en función de la muestra testigo del primer trimestre de 2005.

ayudaría a activar las mejoras de competitividad necesarias para asentar la recuperación. La fuerte reducción de la inflación suministra, en todo caso, una referencia que debería favorecer una moderación sustancial de las tarifas salariales que se negocien en los convenios en el sentido requerido por los ajustes de costes necesarios para favorecer la creación de empleo.

4 Las políticas económicas, perspectivas y retos

Las políticas económicas se fueron adaptando al cambio de la situación cíclica a lo largo del año...

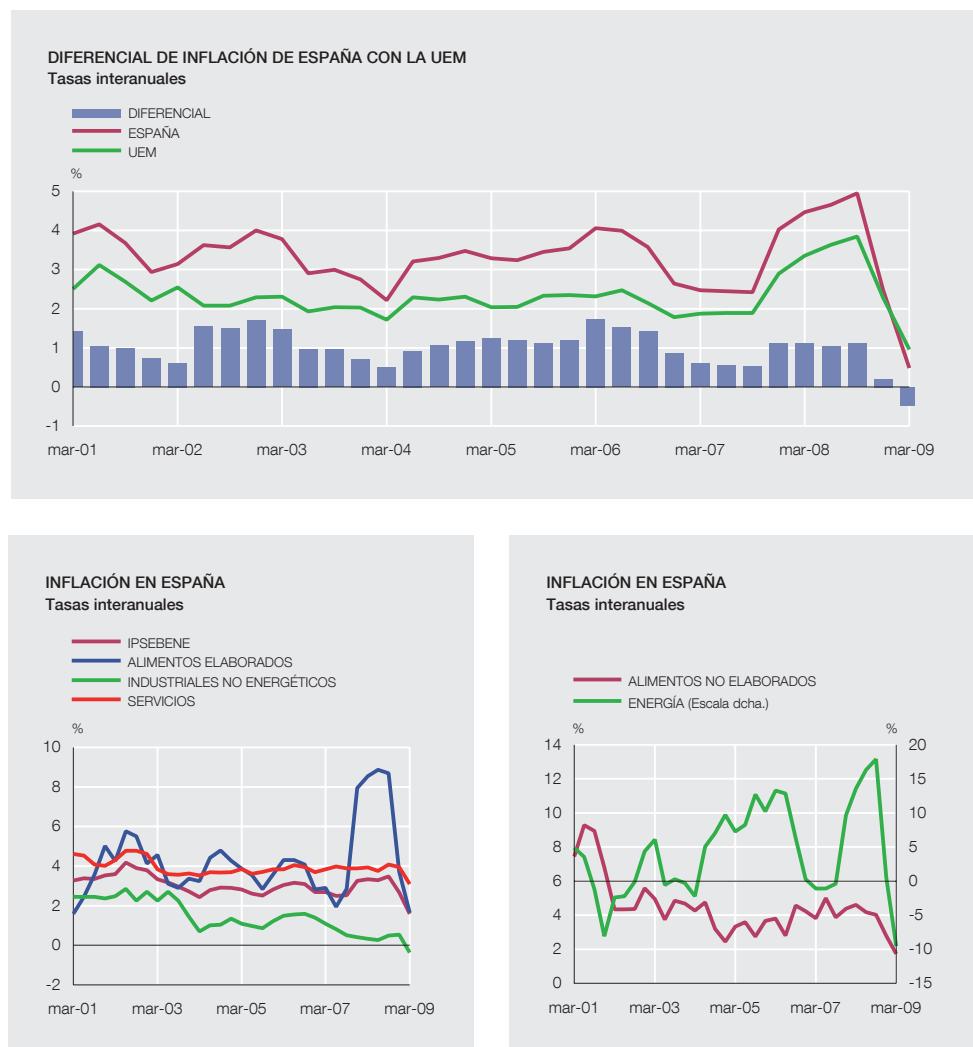
... y recibieron un impulso adicional en los meses finales del mismo, con políticas de estímulo a la demanda y de apoyo al sistema financiero

Las políticas económicas se fueron adaptando al cambio de la situación cíclica a lo largo del ejercicio. En el ámbito de la política fiscal, los Presupuestos Generales del Estado para 2008 se habían diseñado con un sesgo marcadamente expansivo, tal y como se detalla en el capítulo 5 de este *Informe Anual*, que se vio reforzado con la adopción en el mes de abril de un conjunto de medidas de estímulo fiscal, de carácter esencialmente impositivo, generalista y con visos de permanencia. El frenazo de la actividad activó adicionalmente los estabilizadores automáticos, que ejercieron sus efectos a lo largo del ejercicio a través de los canales habituales (aumento de las prestaciones por desempleo y descenso de la recaudación impositiva), atenuando el impacto del progresivo debilitamiento del crecimiento sobre la renta disponible de los hogares.

Posteriormente, ante el agravamiento de las tensiones financieras en los últimos meses de 2008 y el rápido deterioro de la actividad, el Gobierno se sumó a las políticas de estímulo de la demanda y de apoyo al sistema financiero que se instrumentaron a nivel internacional. En el ámbito financiero, en el marco común de actuación coordinada a nivel europeo se instrumentaron medidas para restablecer la confianza, proporcionar vías de suministro de liquidez a plazos superiores a los que contemplan las operaciones de política monetaria y restaurar los canales de financiación en los mercados mayoristas. Con estos objetivos, en el mes de octubre se elevó el umbral del fondo de garantía de depósitos, se creó un fondo para la adquisición de activos financieros financiado por el Tesoro y se aprobó la concesión de garantías públicas a las emisiones de bonos de las entidades. También se abrió la posibilidad de que el Estado pudiera adquirir valores de renta variable, si en algún momento se juzgara necesario recurrir a este instrumento para capitalizar entidades.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE SU DIFERENCIAL CON LA UEM

GRÁFICO 1.6



FUENTE: Eurostat.

Otro conjunto de medidas se destinó a facilitar el acceso del crédito a determinados sectores o agentes que son especialmente vulnerables a las tensiones financieras, como las pequeñas y medianas empresas, y a suavizar el impacto de la crisis sobre las familias endeudadas en situación de especial dificultad, mediante el aplazamiento de una parte de las cuotas de los préstamos. Estas actuaciones se han llevado a cabo a través de la ampliación y de la creación de nuevas líneas de mediación del Instituto de Crédito Oficial.

También se aprobó en noviembre la creación de un Fondo Estatal de Inversión Local y de un Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo, por un importe acumulado de un 1% del PIB. En línea con las directrices del Plan de Recuperación Económica Europea, se trata de una actuación fiscal de naturaleza transitoria, que se dirige a impulsar la inversión pública en el ámbito municipal y en sectores estratégicos.

Cabe esperar que las medidas vayan desplegando sus efectos expansivos a lo largo de este año...

El conjunto de medidas disponibles, por tanto, muy extenso y cabe esperar que vayan desplegando sus efectos expansivos a lo largo de este año. En esta misma dirección actuarán los importantes recortes en los tipos de intervención que ha instrumentado el BCE desde el mes de octubre —cuya transmisión se está viendo reforzada por los cambios introducidos en el marco operativo (véase recuadro 4.2 de este *Informe Anual*)— y que se han reflejado en des-

censo del EURIBOR a doce meses de algo más de 3 pp desde entonces. Los menores tipos de interés se han empezado a trasladar ya al coste de financiación del sector privado y al coste medio de los préstamos vivos. Cabe prever, además, que, como consecuencia del predominio de los préstamos a tipos de interés variable, esta traslación se producirá de una forma relativamente rápida, lo que liberará recursos del sector privado que apuntalarán el impulso que están recibiendo de la reducción de los precios del petróleo y del descenso de la inflación.

... si bien las proyecciones macroeconómicas disponibles apuntan a una profundización de la actual recesión en 2009, con efectos depresivos importantes sobre la tasa de inflación

Para recuperar la confianza y que los planes de gasto se reactiven, es necesario que los desequilibrios acumulados se reabsorban

La solidez del sistema financiero es un activo que se ha de preservar

La efectividad de las políticas de demanda depende de que su diseño sea adecuado

En España, la situación fiscal está fuertemente condicionada por la magnitud del impulso

Con todo, las proyecciones macroeconómicas disponibles, aunque sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado, apuntan a una profundización de la recesión en España en 2009, de modo que el PIB se podría contraer en el entorno del 3%. Cabe prever, no obstante, que la intensidad de los efectos contractivos vaya disminuyendo a lo largo del ejercicio, siendo compensados gradualmente por el impacto de los estímulos de las políticas económicas instrumentadas y por los planes de respaldo público al sistema financiero, con lo que en 2010 la contracción sería más atenuada.

El restablecimiento de bases adecuadas para la recuperación de la confianza y la reanimación de los planes de gasto requieren que los desequilibrios acumulados durante la larga fase expansiva se encauzen y reabsorban. Para ello hace falta que avance el saneamiento de la posición patrimonial del sector privado y que se produzca una mejora efectiva de la competitividad y de las condiciones del mercado de trabajo. El sistema financiero, por su parte, deberá afrontar los retos que plantea a su estabilidad y eficiencia el nuevo escenario generado por la crisis financiera y el deterioro de las condiciones macroeconómicas en las que tiene que desenvolverse.

La estabilidad del sistema financiero constituye un activo imprescindible para asegurar los flujos crediticios y emprender la recuperación que es preciso preservar y fortalecer. Este sector desempeña una tarea transversal de crucial importancia para las economías de mercado en la selección de proyectos productivos y en la redistribución de riesgos entre los individuos que están mejor preparados para asumirlos. Y, en todo ello, la experiencia, la reputación y la confianza de los intermediarios son elementos fundamentales. Por ello, cuando se alcance el punto de inflexión de la crisis, el impulso de la economía dependerá mucho de la solidez y de la eficiencia del sistema financiero, que lo haga capaz de intermediar eficazmente y suministrar los flujos crediticios que sostengan las decisiones de gasto de empresas y familias.

En las circunstancias actuales, la magnitud de la recesión a nivel mundial y las desfavorables perspectivas sobre la duración de la misma justifican la instrumentación de políticas expansivas de demanda, tanto monetarias como fiscales. Sin embargo, su efectividad depende crucialmente de que estén diseñadas adecuadamente. En el ámbito de la política fiscal, la magnitud de los impulsos debe tener en cuenta la posición de partida de las cuentas públicas y, sobre todo, su sostenibilidad a medio plazo. De esta forma, las políticas expansivas que se introduzcan han de ser de carácter transitorio e insertarse en una perspectiva de medio plazo que contemple la senda de retorno a la estabilidad cuando la economía se vaya normalizando. Igualmente, es importante que las medidas estén bien orientadas hacia los agentes más afectados por la crisis, en los que el impacto expansivo sobre la renta puede ser superior, y que contribuyan a mejorar la calidad de las finanzas públicas y la eficiencia de la economía (para mayor detalle en la discusión de los pros y los contras de la política fiscal discrecional en tiempo de crisis, véase el recuadro 1.3).

Atendiendo a estas premisas, resulta fundamental tener en cuenta la magnitud del esfuerzo fiscal realizado, así como su impacto presupuestario. Cabe recordar que, cuando se inició el ajuste, la economía española partía de una posición presupuestaria relativamente

La política fiscal discrecional como herramienta de estabilización frente a la crisis económica ha ganado un peso importante en el último año. Prácticamente, todos los países de la Unión Europea y las principales economías de la OCDE han presentado paquetes fiscales de estímulo de la demanda más o menos ambiciosos para el período 2008-2010. Los paquetes presentan características muy distintas en cuanto a su composición, incorporando medidas por el lado de los ingresos, a través de bajadas de tipos impositivos de determinadas figuras o vía incentivos fiscales, y/o incrementos del gasto corriente y de la inversión pública. Además, su coste presupuestario es también muy variado, siendo relativamente reducido en algunos casos, como en Francia o Italia, y muy elevados en otros, como en los casos de España o Estados Unidos (véase recuadro 1.1). Más allá de la descripción de los paquetes fiscales adoptados, resulta crucial analizar el papel que pueden desempeñar las acciones discretionales expansivas de política fiscal en la coyuntura actual. En este sentido, una revisión de los trabajos especializados sugiere varios aspectos a tener en cuenta a la hora de juzgar la oportunidad, el diseño y la efectividad de las políticas fiscales discretionales.

Por una parte, la oportunidad de las medidas de política discrecional debe analizarse en conjunción con los impactos contracíclicos que de manera automática proporciona la política fiscal en la economía, esto es, con el papel de los estabilizadores automáticos. La transferencia de renta del sector público al resto de la economía a través de esta vía no responde a ninguna acción discrecional de los gobiernos y, por tanto, no se encuentra afectada por los retardos en la implementación de la política fiscal que afectan a las políticas discretionales. En este sentido, el estímulo fiscal proporcionado por los estabilizadores automáticos es más elevado en la UE que en Estados Unidos, dados los sistemas fiscales más progresivos y las políticas de protección social existentes. Así, el flujo automático de renta del sector público hacia los hogares y las empresas provocado por un deterioro del 1% en la tasa de crecimiento del PIB se estima en 0,5 puntos del PIB en el caso del agregado del área del euro, en 0,43 en el caso de España, y entre 0,25 y 0,34 puntos en el caso de Estados Unidos¹.

Por otra parte, si bien existe un cierto consenso de que la política fiscal discrecional, si se instrumenta sin retrasos significativos, puede tener efectos positivos sobre la economía en el corto plazo², también se tiende a señalar que la mayor o menor efectividad de las políticas discretionales depende de un conjunto de factores. Un aspecto fundamental es la composición del impulso fiscal, dado que, a pesar de la enorme heterogeneidad existente en los resultados de los estudios empíricos, parece haber evidencia de que en el muy corto plazo los incrementos de gasto público en forma de, por ejemplo, compras de bienes y servicios de carácter temporal presentan mayores multiplicadores que los recortes impositivos, pues una parte importante de estos últimos tiende a ahorrarse. No obstante, si el objetivo fuera afectar al crecimiento económico a medio plazo, los recortes impositivos y la inversión pública productiva —con sus efectos añadidos so-

bre la productividad— proporcionarían mejores herramientas que el aumento del gasto (corriente o de capital) meramente orientado al corto plazo. Así pues, el balance entre herramientas de corto y de medio plazo debería tener en cuenta la duración esperada de la situación de debilidad económica.

Además, debe subrayarse que los resultados reseñados se refieren a períodos normales, mientras que, en la situación actual de pérdida de riqueza financiera y elevada incertidumbre, incluso los multiplicadores de corto plazo podrían estar por debajo de sus valores históricos medios. En esta misma línea, otro factor importante para la efectividad de las medidas de estímulo fiscal es que estén dirigidas a los colectivos que de hecho tengan mayor probabilidad de gastar. En la situación actual, la pérdida de renta disponible debida al aumento del desempleo y el grado existente de restricción financiera han hecho aumentar la proporción de familias y empresas con dificultades para financiarse en los mercados de crédito³. Por tanto, las medidas discretionales orientadas a estos colectivos tendrían mayor probabilidad de ser efectivas, tanto si se instrumentan mediante transferencias directas de renta como si consisten en la asunción de riesgos por parte del sector público, en forma de avales y garantías crediticias para familias y empresas. No obstante, las medidas orientadas a colectivos específicos deben diseñarse con cuidado, dado que tienen el potencial de distorsionar los mecanismos de la libre competencia y la asignación óptima de los recursos productivos entre actividades económicas alternativas.

La literatura académica señala también que la efectividad de las medidas discretionales depende de cómo se comuniquen al público y, por tanto, de cómo afecten a sus expectativas. Si los paquetes fiscales se anuncian de manera clara y creíble, incluyendo una estrategia de consolidación en el medio plazo, pueden aumentar su efectividad. Si, por el contrario, consisten en conjuntos de medidas ocasionales o difíciles de entender por el público, pueden contribuir a aumentar la incertidumbre agregada en la economía, y llegar a tener efectos negativos sobre la actividad⁴.

Asimismo, la efectividad de la política fiscal depende de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes. En este sentido, en un entorno de baja inflación y bajo crecimiento en el que la política monetaria tiene un carácter expansivo compatible con el mantenimiento de expectativas de estabilidad de precios, resultan más limitados los posibles efectos alcistas que la política fiscal puede ejercer sobre los tipos de interés, con el consiguiente desplazamiento de la actividad privada.

En cualquier caso, no cabe descartar que la política fiscal expansiva pueda provocar un aumento de las primas de riesgo soberanas, dificultando así la financiación de la inversión privada. Los riesgos sobre las primas están relacionados con la percepción que tengan los agentes económicos sobre la sostenibilidad en el medio plazo de las finanzas públicas. Existe evidencia de que para niveles de endeudamiento públ-

1. Véase N. Girouard y C. André (2005), *Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries*, OECD Working Paper, n.º 434. 2. Un trabajo representativo es el de R. Perotti (2007), *In search of the transmission mechanism of fiscal policy*, NBER Working Paper, n.º 13143.

3. Véase A. Tagkalakis (2008), «The effects of fiscal policy on consumption in recessions and expansions», *Journal of Public Economics*, 92, pp. 1486-1508.

4. Para una ilustración, véase T. H. Hoon y E. S. Phelps (2008), «Future fiscal and budgetary shocks», *Journal of Economic Theory*, 143, pp. 499-518.

co elevados, o que muestren un deterioro rápido, los valores de los multiplicadores fiscales son menores, y pueden llegar incluso a ser negativos si los agentes económicos elevan sus tasas de ahorro para cubrirse de los riesgos de medio plazo que podrían suponer posibles problemas de solvencia o elevaciones drásticas de impuestos en el futuro para equilibrar las cuentas públicas. Estos mecanismos pueden operar con gran virulencia en economías pequeñas y muy abiertas, sensibles a los posibles efectos de desbordamiento entre economías, en especial en los casos en que el grado de endeudamiento exterior sea elevado. En este sentido, las acciones de política fiscal coordinadas por los gobiernos serían más efectivas. Por otro lado, muchos de los trabajos disponibles sobre la efectividad de la política fiscal discrecional tienden a encontrar efectos más significativos sobre la actividad económica de las medidas de carácter temporal, frente a las de carácter permanente, en especial en lo que respecta al gasto público, dado que aquellas no afectan a la situación fiscal de medio plazo.

Dada la diversidad de medidas incluidas en los paquetes de estímulo fiscal de los distintos países (véase recuadro 1.1), resulta difícil efectuar una valoración general de su posible impacto, a la luz de los determinantes discutidos en los párrafos anteriores. En todo caso, parece existir una tendencia general, según se avanza en el desarrollo de la crisis, a mejorar la calidad de las medidas en relación con su efectividad —por ejemplo, en términos de su carácter temporal y de su sesgo hacia partidas con multiplicadores teóricos más elevados, como la inversión pública—. No obstante, debe tenerse en cuenta que el hecho de que una cierta respuesta discrecional pueda ser adecuada en un momento del tiempo determinado no implica que los impulsos fiscales discretionales puedan ser ilimitados, dado que el margen de maniobra disponible puede estar agotándose debido a la gran magnitud de los fondos comprometidos, tanto en el ámbito estrictamente fiscal como en el financiero.

fiscal ya realizado y por su elevado impacto presupuestario...

saneada, que confería a la política fiscal un cierto margen para actuar de forma contracíclica, sin poner en riesgo la estabilidad presupuestaria. A lo largo de 2008, sin embargo, el impacto de los estabilizadores automáticos —de magnitud muy superior a la prevista inicialmente ante la mayor severidad de la crisis—, la pérdida de capacidad recaudatoria provocada por la sustancial corrección del sector inmobiliario y las numerosas medidas discretionales adoptadas han provocado un significativo deterioro de la posición fiscal, registrándose un déficit del 3,8% del PIB, frente a un superávit del 2,2% del PIB el año anterior, y un aumento de la ratio de deuda pública hasta el 39,4% en relación con el PIB, iniciándose el procedimiento de déficit excesivo, conforme a los requisitos que establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Atendiendo a las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España a principios de abril, este empeoramiento de la situación fiscal se prolongará en 2009 y en 2010, con un aumento adicional del déficit, que podría alcanzar niveles superiores al 8% del PIB en ambos años, bajo el supuesto de implementación sin cambios de las medidas ya acordadas. En este contexto, se prevé que la ratio de deuda pública aumente muy rápidamente, con lo que podría situarse en 2010 en un nivel próximo al 60%, más de 20 puntos por encima del mínimo alcanzado en 2007.

... lo que pone de manifiesto los límites a la actuación de la política fiscal y la necesidad de evitar actuaciones que puedan poner en riesgo la estabilidad presupuestaria a medio plazo

Todo ello pone de manifiesto los límites a la actuación de la política fiscal —sobre todo, cuando las medidas adoptadas necesitan tiempo para desplegar sus efectos—, así como la importancia de mantener una senda de consolidación presupuestaria a medio plazo, de modo que, cuando se empiecen a dar unas condiciones macroeconómicas más favorables, la posición de las finanzas públicas no sea una rémora para la recuperación.

Es necesario, por tanto, evitar actuaciones que puedan llevar a cuestionar el compromiso con la estabilidad presupuestaria a medio plazo, lo que podría tener repercusiones negativas en términos del coste de captación de recursos, de la confianza y de generación de expectativas de subidas de impuestos que podrían terminar esterilizando los efectos expansivos de las medidas adoptadas. Aunque el nivel relativo de deuda pública se encuentra todavía por debajo de la media de los países de nuestro entorno, el elevado incremento previsto en los próximos años resulta preocupante por la dificultad que entraña su reversión, por la influencia

que puede ejercer sobre los costes de financiación de la economía —ya que las primas de riesgo parecen haberse hecho más sensibles, entre otros factores, a la percepción sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas— y porque, en definitiva, el mantenimiento de ratios de deuda pública reducidas resulta crucial para afrontar en mejores condiciones el futuro incremento del gasto en pensiones, uno de los más elevados en la UE.

Para ello, el marco del Pacto de Estabilidad y de las leyes de estabilidad presupuestaria sigue siendo adecuado y de él se derivan importantes exigencias de consolidación que salgan al paso de los riesgos de descontrol del déficit público y encauzen la senda de su futura reducción. En este contexto, resulta prioritaria la definición de una estrategia creíble para asegurar el cumplimiento de los requisitos establecidos por las leyes de estabilidad presupuestaria y los límites y objetivos de medio plazo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este sentido, al declarar la existencia de un déficit excesivo en España, el Consejo Europeo recomendó la corrección del mismo con una secuencia temporal que permita reducirlo al 3% en 2012. Por último, la colaboración de Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales continúa siendo crucial, por lo que el sistema de financiación de las Comunidades Autónomas que surja tras la revisión que se encuentra en discusión debe establecer los incentivos adecuados a un comportamiento disciplinado de estas administraciones.

Con todo, la intensidad de la recuperación y del crecimiento a largo plazo están condicionados a que se realicen los ajustes necesarios para sostener el potencial de crecimiento...

Pero, más allá de los importantes desafíos que plantea la resolución de la situación económica y financiera, hay que tener en cuenta que la intensidad de la recuperación y la capacidad de crecimiento a largo plazo están condicionadas a que se realicen los ajustes necesarios. Y ello plantea importantes retos para la política económica, en una situación en que no es posible recurrir a los ajustes del tipo de cambio para restaurar la competitividad y en que existe el riesgo de que las tendencias contractivas terminen mermando las posibilidades de expansión del producto potencial.

Los riesgos de que la menor utilización de los factores productivos durante la fase de ajuste acabe por generar efectos permanentes sobre el producto potencial provienen de distintas fuentes. De un lado, resultará difícil que la inversión productiva pueda compensar la intensa corrección que está experimentando la inversión residencial —necesaria, en todo caso, tras los excesos acumulados en el transcurso de la última década—. De otro, existe el riesgo de que el drástico aumento del paro pueda terminar provocando una elevada persistencia, como ocurrió en el pasado. Si este fuera el caso, se produciría una notable reducción del grado de utilización del factor trabajo, a la vez que cabe prever que la oferta laboral tienda a ralentizarse, a medida que se atenúen los impulsos derivados de la incorporación de la mujer al mercado de trabajo y de las entradas de inmigrantes, lo que podría tener efectos duraderos sobre el crecimiento potencial. A todo ello se añaden las dificultades existentes para impulsar la recuperación de la productividad total de los factores.

... lo que requiere la adopción de reformas estructurales orientadas a contener el ajuste del empleo, incrementar la productividad y promover la orientación de las inversiones hacia sectores más productivos

Para soslayar estos riesgos, las políticas de demanda resultan insuficientes, por lo que se requieren reformas estructurales orientadas a contener la intensidad y la persistencia del ajuste del empleo, incrementar la productividad y promover la orientación de las inversiones hacia sectores más productivos y con mayor potencial de crecimiento. En el mercado de trabajo, la magnitud de la reacción del empleo ante el cambio en las condiciones cíclicas pone de manifiesto la existencia de rigideces que emergen con intensidad en las fases recesivas e intensifican las tendencias contractivas. Para corregir estas características urge acometer reformas que permitan una mayor reacción de los salarios a cambios en las condiciones cíclicas y que eviten que el ajuste cíclico descance excesivamente sobre el empleo. Como se analiza con más detalle en el capítulo 2 de este Informe, ello exige una modificación del marco de negociación colectiva y de la legislación de protección del empleo, que facilite las contrataciones en esta etapa contractiva y que, una vez que se recupere la demanda, permita retomar una senda

de generación de empleo sobre unas bases más sólidas que sea coherente con una utilización más intensiva y eficiente de este factor productivo.

Se ha de evitar que el desempleo sea persistente, a través de mejoras en los sistemas de intermediación y en la formación de los desempleados...

Al mismo tiempo, debe tratar de evitarse que el fuerte incremento del desempleo conduzca a situaciones de persistencia que podrían obstaculizar la recuperación. Para ello, es fundamental seguir mejorando las políticas activas de empleo —tanto en el frente de los sistemas de búsqueda de empleo como en la adecuación de la formación de los desempleados a los perfiles profesionales demandados— y reforzar su coordinación con el sistema de prestación por desempleo. En este sentido, es necesario mejorar el funcionamiento de los servicios públicos de empleo, en particular en el ámbito de la intermediación, incorporando a este proceso a las agencias privadas de colocación con fines de lucro y asegurando una mayor coordinación entre las Comunidades Autónomas. Ello permitiría ampliar el conjunto de información compartida sobre vacantes y ofertas laborales, mejoraría los mecanismos para el seguimiento del grado de activismo en la búsqueda de empleo y permitiría diseñar planes de formación sobre unas bases más próximas a las demandas reales.

De otro lado, es necesario mejorar la orientación y la formación de los desempleados, en particular para los colectivos con especial riesgo de exclusión del mercado laboral, pues el aumento del paro está afectando de forma especialmente intensa a los trabajadores menos cualificados y a los empleados en la construcción, sector que difícilmente podrá recuperar los niveles de ocupación de los últimos años.

... así como facilitar la movilidad geográfica de los desempleados, lo que en parte puede realizarse mediante una reforma del mercado de alquileres

Otro aspecto que limita la capacidad de recolocación de los desempleados es la reducida movilidad geográfica de los trabajadores, que en parte está motivada por la escasa diferenciación salarial entre regiones, aunque también por el escaso desarrollo del mercado de alquiler. En este sentido, una reforma del mercado de alquileres podría resultar adecuada en las presentes circunstancias, en la medida en que permitiría dar salida al stock de viviendas sin vender, facilitar la demanda de alojamiento en un momento en que el acceso a la compra de vivienda puede resultar difícil y, además, promover la movilidad regional de los trabajadores. En este sentido, dos elementos de la legislación actual merecen especial atención. Por una parte, se debe garantizar la efectividad de las distintas medidas que se han ido adoptando para mejorar la seguridad jurídica de los propietarios. De otra, se deben flexibilizar algunos elementos de la actual legislación, como son los relativos a los plazos de duración de los contratos. Adicionalmente, habría que redireccionar los fondos asignados a los programas públicos de vivienda protegida en propiedad al desarrollo de un parque de viviendas en alquiler suficientemente profundo. Es necesario también avanzar hacia un tratamiento fiscal más neutral y equilibrado de la vivienda en propiedad y en alquiler, terreno en el que recientemente se han anunciado posibles medidas.

Pero, además, debe incrementarse la calidad del capital humano y del capital tecnológico...

Pero, además, como se señaló con anterioridad, el cambio de patrón productivo que se necesita para retomar tasas de crecimiento potencial elevadas exige el fomento de la inversión en sectores alternativos a la construcción y el incremento de la productividad. Para ello, debe incrementarse el capital humano y tecnológico, aumentar la competencia y mejorar el entorno en el que las empresas desarrollan su actividad.

En el caso del capital humano, el aumento del nivel educativo de la fuerza laboral que se observó en la segunda mitad de siglo se ha visto frenado a lo largo de la última década, de forma que el porcentaje de población joven que no ha alcanzado un nivel de secundaria avanzado se ha estancado en niveles muy elevados (cerca de 40%, frente al 26% del área del euro), con repercusiones negativas en términos del menor avance de la productividad agregada.

Otros factores han tendido a atenuar los avances de la calidad del capital humano. Por un lado, como consecuencia del patrón de especialización seguido por la economía española en

la última etapa, la demanda de trabajo cualificado ha crecido menos que su oferta, provocando un desajuste que ha tendido a disminuir el incentivo individual a continuar estudiando. En este sentido, es crucial apoyar el esfuerzo innovador necesario para impulsar la demanda de trabajo cualificado y adecuar los programas de estudio de los niveles más avanzados a las demandas empresariales. Asimismo, no hay que subestimar el efecto que pueda tener el sistema de negociación colectiva sobre la rigidez de los salarios relativos, ni tampoco que los recientes incrementos del salario mínimo hayan podido traducirse en una compresión salarial artificial. Si bien estas políticas pueden obedecer a objetivos sociales de interés público, resulta necesario valorar el coste que supone en términos de la reducción de los incentivos a alcanzar mayores niveles educativos. Tampoco la segmentación del mercado de trabajo incita a los jóvenes a prolongar la etapa de formación, pues con excesiva frecuencia este esfuerzo culmina con la entrada en el mercado de trabajo a través de la contratación temporal. El margen de mejora en la formación continua es también muy amplio.

En cuanto al capital tecnológico, el nivel de gasto tanto en I + D como en tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) sigue siendo significativamente más reducido en nuestro país que en el resto de los países de nuestro entorno. Aunque en los últimos años se han hecho esfuerzos significativos por parte del sector público en esta materia, que han arrastrado en alguna medida al sector privado, todavía no se perciben efectos favorables significativos. Además, en el caso de España siguen siendo pocos sectores de actividad los que concentran el grueso de la inversión privada en I + D, si bien el problema de baja inversión es generalizable a todos los sectores.

... y mejorar el entorno competitivo en el que las empresas toman sus decisiones, mediante la liberalización del sector servicios...

Para la mejora de la competencia y la liberalización sectorial, el sector servicios debe ser objeto de atención prioritaria, pues representa un porcentaje muy elevado del valor añadido y del empleo de la economía, aunque todavía inferior al observado en las economías más desarrolladas. Además, engloba las actividades más dinámicas, aquellas que lideran el proceso de generación de empleo y donde tienen mayor cabida las nuevas formas de relaciones laborales. Por otra parte, la creciente interacción entre la industria y los servicios ha tendido a incrementar la influencia de estos últimos sobre la competitividad internacional y sobre sus resultados comerciales.

En este sentido, la transposición de la Directiva de Servicios debe desempeñar un papel crucial en la liberalización del sector. La aprobación por el Consejo de Ministros de las leyes que inician su transposición debería facilitar la disminución de las cargas administrativas que soportan las empresas, reduciendo sus costes y mejorando su competitividad. Dado que el tejido productivo en España se caracteriza por el reducido tamaño de sus empresas, el impacto de esta medida será superior al del resto de la UEM. Debería, asimismo, contribuir a recortar significativamente las barreras a la creación de empresas que impone la legislación actual y la superposición de normas estatales, autonómicas y locales. La liberalización debería también profundizarse en el caso de los servicios profesionales, que se caracterizan por su elevado valor añadido y que, en algunos casos, cuentan con un potencial exportador también muy alto.

Asimismo, dentro del sector servicios, el comercio minorista representa un papel crucial, dado que su actividad consiste en poner a disposición del consumidor una buena parte de los bienes de consumo. Este sector se caracteriza en España por una regulación autonómica muy extensa, existiendo evidencia de que la mayor regulación en algunas Comunidades Autónomas ha venido asociada a una mayor inflación y a un menor empleo en el sector. En particular, las barreras a la entrada existentes pueden estar resultando especialmente limitativas de la competencia.

... y de las industrias de red

En cuanto a las industrias de red, aunque la liberalización ha sido relativamente profunda en los últimos años, persisten algunas deficiencias, como muestra que el crecimiento de la productividad en algunas de estas ramas continúa siendo reducido. En el sector energético, el episodio alcista que experimentó el precio del petróleo en la primera mitad del año pasado tuvo implicaciones particularmente adversas para la economía española, debido a su mayor dependencia de esta fuente energética y a la mayor intensidad en su utilización en los procesos productivos, lo que apela a corregir estos sesgos, en línea con los avances que han realizado otros países industrializados en este terreno. En cuanto al sector eléctrico, los precios continúan distorsionados, mientras que las interconexiones internacionales siguen siendo insuficientes. Por su parte, en el mercado de las telecomunicaciones, la cuota de mercado del antiguo monopolio sigue siendo muy elevada, tanto en telefonía fija como, sobre todo, en acceso a Internet, lo que podría estar limitando el grado de competencia efectiva.