

1 RASGOS BÁSICOS

1 Introducción

La economía mundial se mantuvo en 2007 en una senda de dinamismo, si bien la desaceleración de la actividad en Estados Unidos, el aumento de los precios de las materias primas y la propagación de las turbulencias financieras en la segunda parte del ejercicio propiciaron un cambio de la coyuntura internacional y una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento que afectó principalmente a las economías desarrolladas. Las turbulencias financieras surgieron en Estados Unidos, desencadenadas por la crisis inmobiliaria que sufre dicha economía, pero adquirieron con rapidez una dimensión global. Las tensiones generadas en los mercados financieros internacionales han supuesto una importante modificación en la valoración de los riesgos, han bloqueado el funcionamiento de mercados fundamentales para la financiación mayorista de las instituciones financieras y han supuesto pérdidas voluminosas para algunas de ellas, lo que ha generado un clima general de desconfianza y la aparición de síntomas de fragilidad financiera. Aunque los efectos sobre la economía real tienden a aparecer con retraso, la envergadura alcanzada por este episodio representa una rémora para el mantenimiento del dinamismo económico, cuyo alcance final resulta difícil de aquilatar. En cualquier caso, los últimos datos macroeconómicos, referidos al cierre de 2007 y a los primeros meses de 2008, empiezan a reflejar su impacto en algunas de las principales economías desarrolladas, con claridad en Estados Unidos y en el Reino Unido, y de forma más atenuada en la zona del euro.

A su vez, el cambio de clima en la coyuntura internacional coincidió con un deterioro de la situación inflacionista de carácter bastante generalizado —tras varios años de moderación de la inflación a nivel mundial—, vinculado a las intensas subidas del precio del petróleo, de las materias primas agrícolas y, en general, de los alimentos, en un marco de fuerte expansión del gasto global, con una composición sesgada hacia la demanda de esta clase de bienes. La coincidencia del recrudecimiento de las tensiones inflacionistas con el debilitamiento del crecimiento económico y con la inestabilidad financiera ha dado lugar a la aparición de difíciles dilemas para la conducción de la política económica.

A lo largo del ejercicio, la economía española inició una trayectoria de desaceleración gradual que reflejaba la tendencia a la moderación de la demanda interna, impulsada sobre todo por la pérdida de dinamismo de la inversión residencial. No obstante, en el conjunto del año 2007 mantuvo un elevado ritmo de expansión, con una tasa de crecimiento promedio del PIB del 3,8%, solo una décima inferior a la de 2006. Este proceso resultaba coherente con la propia maduración del ciclo expansivo que había vivido la economía española durante algo más de una década y apuntaba hacia un ajuste, que permitiera encauzar las tensiones que se habían ido acumulando en esta etapa y que sentara las bases para alcanzar una senda de crecimiento más equilibrada y sostenible. Sin embargo, la eclosión del episodio de inestabilidad financiera en un momento en que la economía afrontaba un cambio de fase cíclica contribuyó a intensificar la pérdida de vigor de algunos componentes del gasto, propiciando, en particular, un ajuste más pronunciado en el sector inmobiliario. A su vez, el recrudecimiento de las tensiones inflacionistas en el ámbito internacional ha vuelto a poner al descubierto los sesgos alcistas en la formación de costes y precios que aún persisten en la economía española y que se han materializado en un marcado deterioro de la tasa de inflación y en un aumento del diferencial de precios con los países de la UEM en los últimos meses de 2007, a pesar de la pérdida gradual de vigor de la demanda interna. En los primeros meses de 2008, el proceso de desaceleración de la economía española se ha hecho más pronunciado, y el deterioro de la situación inflacionista, más acusado.

En este capítulo se repasan los rasgos básicos de la trayectoria seguida por la economía española al adentrarse en una fase de desaceleración, en el marco del cambiante escenario internacional y europeo, prestando particular atención al impacto de las turbulencias financieras, con el fin de esbozar las perspectivas de crecimiento y los requerimientos de política económica que se derivan de la nueva situación, tras una larga fase de continuada expansión. El comportamiento del sector inmobiliario, que tanta importancia está adquiriendo en el ajuste de la economía española, junto con el papel que han de desempeñar la demanda exterior neta —como elemento amortiguador de la desaceleración— y el mercado de trabajo —como factor de ajuste en la necesaria recomposición de la oferta y de la demanda—, es objeto de un tratamiento más detallado y profundo en el capítulo 2, desde un enfoque temático selectivo y una perspectiva más analítica.

2 Los cambios en la coyuntura internacional

2.1 EL CRECIMIENTO

Y LA INFLACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2007

Otro año de expansión económica global...

En el conjunto de 2007 la economía mundial volvió a experimentar un elevado dinamismo. Por cuarto año consecutivo, el PIB mundial registró un incremento del 4,9%, de acuerdo con los datos del FMI, solo una décima menos que en 2006, culminando el cuatrienio de mayor crecimiento económico desde los años sesenta. Los flujos de comercio aumentaron también de manera más moderada que el año precedente, aunque llegaron a alcanzar una tasa de crecimiento próxima al 7%.

El crecimiento estuvo impulsado por el dinamismo de la demanda interna en las economías emergentes —principalmente, en China e India—, que fueron responsables de dos tercios del crecimiento mundial. Por su parte, la actividad en los principales países industrializados mantuvo un cierto vigor hasta el tercer trimestre de 2007, cuando comenzaron a percibirse claras señales de ralentización. En particular, en Estados Unidos el acusado debilitamiento del sector inmobiliario —que ya se venía produciendo desde mediados de 2006— se conjugó con la eclosión de las turbulencias financieras (véase recuadro 1.1) para desembocar en una clara desaceleración de la demanda y en un marcado empeoramiento del mercado laboral a finales de 2007. De este modo, el producto avanzó un escaso 0,6%, en términos intertrimestrales anualizados, en los tres últimos meses de 2007. El encarecimiento de las materias primas energéticas y agrícolas también contribuyó a enfriar el consumo, a la vez que impulsó al alza la inflación, que alcanzó el 4% en febrero de 2008. La fuerte depreciación del dólar y la atonía de la demanda interna propiciaron, no obstante, un aumento de las exportaciones netas. De hecho, el déficit por cuenta corriente se redujo hasta el 5,3% del PIB en 2007, casi un punto porcentual inferior al de 2006. La información disponible sobre el comportamiento de la economía estadounidense durante los primeros meses de 2008 apunta hacia el mantenimiento de la atonía, con ritmos de avance del producto que podrían terminar siendo muy débiles o, incluso, negativos. En cualquier caso, la incertidumbre que se cierne sobre la profundidad y la duración de esta etapa de ajuste es muy elevada, y dependerá de factores como la dimensión de la corrección final del mercado de la vivienda, el alcance de las perturbaciones desencadenadas en el sector financiero o el efecto que tengan las políticas de estímulo monetario y fiscal emprendidas por las autoridades.

Por su parte, el PIB del área del euro alcanzó en 2007, y por segundo año consecutivo, una tasa de variación superior al 2,5%. Este dinamismo en el entorno del crecimiento potencial del área, al que contribuyó significativamente la favorable evolución económica de Alemania y de España, se basó en un patrón de crecimiento muy similar al del año anterior. Así, aunque las exportaciones se beneficiaron del entorno internacional antes descrito, la demanda interna fue el principal impulsor, y en particular, la inversión, ya que el consumo privado se mantuvo débil, a pesar del elevado ritmo de creación de puestos de trabajo.

pero con presiones inflacionistas...

El mantenimiento del dinamismo de la demanda, sobre todo de los países emergentes, junto con la baja capacidad excedente de producción, propició un nuevo incremento generalizado de los precios de las materias primas. El crudo Brent aumentó su precio en dólares alrededor

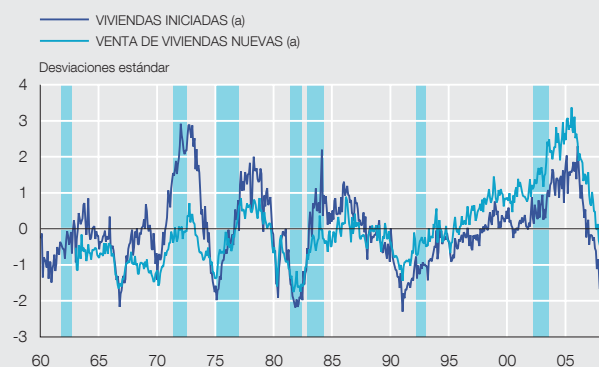
Desde el año 2002 la economía estadounidense había experimentado una fase de expansión robusta y prolongada, apoyada en unas políticas económicas moderadamente expansivas y en unas condiciones financieras persistentemente holgadas, que promovieron el dinamismo de la demanda interna. A inicios de 2006, el ciclo alcista del mercado inmobiliario —uno de los soportes del avance del consumo— llegó a su fin. No obstante, aunque la experiencia indica que los ajustes del mercado de la vivienda tienen un impacto notable sobre el resto de la economía, el PIB mantuvo en los dos años siguientes un ritmo de crecimiento cercano a su potencial. Solo en los últimos trimestres de 2007 las turbulencias financieras se han conjugado con el ajuste inmobiliario para desembocar en una fuerte desaceleración de la actividad en Estados Unidos a partir de finales de ese año.

El ajuste del mercado inmobiliario se ha visto reflejado en una fuerte corrección de los precios y en una reducción de la inversión residen-

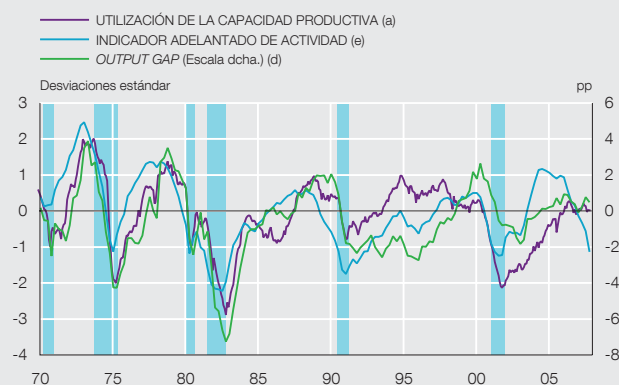
cial y de la demanda de vivienda (gráfico 1). Cabe subrayar que las características propias, de carácter económico y financiero, de este mercado en Estados Unidos hacen que tanto los precios como las cantidades tiendan a presentar oscilaciones relativamente amplias. Entre el segundo trimestre de 2006 y en el cuarto trimestre de 2007, los precios de la vivienda han caído un 10,2%, y los futuros sobre este índice apuntan a una prolongación del ajuste, de forma que la caída acumulada podría duplicarse a finales de 2009. Por su parte, desde el inicio de la corrección hasta finales de 2007, el número de viviendas iniciadas ha caído un 56% y los permisos de construcción un 52%, mientras que las ventas de viviendas nuevas han descendido un 57% y las de segunda mano un 32%.

A pesar de que la inversión residencial ha venido detrayendo, en promedio, más de un punto porcentual del crecimiento trimestral anualizado del PIB desde el segundo trimestre de 2006, la desaceleración de la actividad fue extraordinariamente suave y moderada, y hasta

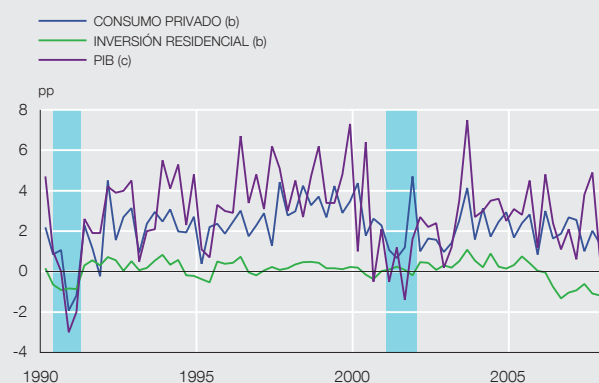
1 CICLO INMOBILIARIO



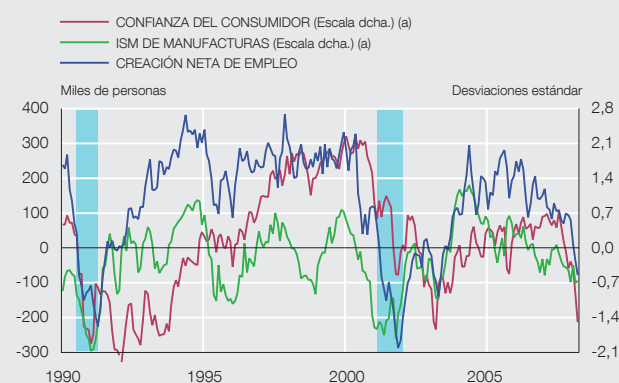
2 CICLO ECONÓMICO



3 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB



4 EMPLEO Y CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



FUENTES: Bureau of Census, Bureau of Economic Analysis, OCDE, Reserva Federal, Institute for Supply Management y Bureau of Labor Statistics.

Las zonas sombreadas indican periodos de recesión de acuerdo con la clasificación del National Bureau of Economic Research.

- Variable normalizada, medida como la diferencia entre el indicador y su media histórica (desde 1960 para gráfico 1, y desde 1970 para gráficos 3 y 4), expresada en desviaciones estándar.
- Contribución al crecimiento trimestral anualizado.
- Tasa de crecimiento trimestral anualizado.
- Desviación del PIB respecto al PIB potencial, en porcentaje de PIB potencial.
- Variable normalizada, medida como la desviación del indicador respecto a la tendencia histórica desde 1960, expresada en desviaciones estándar.

mediados del año pasado estuvo acompañada de unas favorables expectativas de crecimiento. Estas expectativas se basaban, en buena medida, en que el impacto del ajuste del sector inmobiliario sobre otros sectores de la economía podría ser limitado. El consumo debería haberse visto afectado por los efectos riqueza negativos generados por una caída de los precios de la vivienda, pues la evidencia muestra un retardo de uno a cinco trimestres desde el inicio de la corrección del mercado inmobiliario hasta su contagio a los demás componentes. Sin embargo, en este ciclo el consumo privado continuaba registrando un notable dinamismo casi dos años después del inicio del ajuste, apoyado en la buena marcha del empleo y, probablemente, en unas condiciones financieras que seguían siendo holgadas, a pesar de la retirada del estímulo monetario en los tres años anteriores.

Sin embargo, desde una perspectiva más amplia, algunos indicadores ya apuntaban, en 2007, a la maduración del ciclo en Estados Unidos. Así, la utilización de la capacidad productiva regresó en 2005 a su nivel promedio histórico por primera vez desde 2000 y la brecha de producción (*output gap*) se cerró a mediados de 2006 (gráfico 2). Asimismo, el indicador adelantado de actividad inició un fuerte descenso respecto a su tendencia histórica a partir del primer trimestre de ese año.

Por otro lado, había elementos que apuntaban a que el ajuste inmobiliario en Estados Unidos aún no se había completado y a que sus efectos no se habían hecho sentir completamente sobre la actividad. En primer lugar, la fase alcista previa había sido la más larga e intensa de la historia reciente. En segundo lugar, la corrección era insuficiente en comparación con los episodios de ajuste de los últimos 50 años¹. A la postre, la caída en el mercado inmobiliario, que prosigue con intensidad, ha terminado siendo más profunda y duradera de lo previsto inicialmente, y posiblemente la inversión residencial continúe contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB por lo menos durante el resto del año. En tercer lugar, el ajuste del sector residencial ha sido históricamente un buen indicador adelantado del ciclo económico, y ocho de las diez recesiones ocurridas desde la Segunda Guerra Mundial han sido precedidas por una caída del mercado inmobiliario (gráfico 1). De hecho, la contribución media de la inversión residencial al crecimiento del PIB es reducida pero muy volátil, aumentando notablemente en períodos de expansión y protagonizando buena parte

del ajuste durante las contracciones² (gráfico 3). Estos tres elementos no se incorporaron en las expectativas de crecimiento hasta antes del inicio de las turbulencias financieras del verano de 2007.

Las turbulencias financieras aceleraron e intensificaron el ajuste en curso en el sector inmobiliario y se conjugaron con este —que ya lastraba notablemente la actividad— para precipitar a la economía en una senda de fuerte desaceleración. El episodio de inestabilidad produjo, desde el tercer trimestre de 2007, un acusado deterioro de la confianza de los consumidores y de los empresarios (gráfico 4) y un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito para ambos tipos de agentes a partir del último trimestre del año. Ya en los últimos meses de 2007 y en los primeros de 2008 se hizo evidente que se había producido un cambio drástico en la evolución de la actividad, subrayado por el debilitamiento de la producción industrial, del consumo privado y del mercado laboral. Únicamente el sector exterior ha mostrado recientemente un comportamiento favorable, aportando en promedio un poco más de una cuarta parte del crecimiento en 2007.

Dado el peso del consumo privado en el PIB de Estados Unidos (71%, uno de los más altos de la OCDE), su evolución será fundamental para determinar la profundidad de la ralentización económica y, en cierta medida, la evolución en los mercados financieros. Las perspectivas apuntarían a una ralentización del consumo, a juzgar por las señales de debilidad del empleo, el endurecimiento de las condiciones de crédito y la fuerte contracción de la confianza de los consumidores (gráfico 4).

En resumen, la economía norteamericana ha mostrado una persistente resistencia al período de corrección del sector inmobiliario iniciado a principios de 2006. Sin embargo, debido a ello probablemente se han subestimado algunas señales que, tradicionalmente, han demostrado ser buenos indicadores adelantados del ciclo económico, así como la evidencia de que el ciclo real había entrado en una fase de maduración. En este contexto, las turbulencias financieras del verano de 2007 se cruzaron en la corrección en marcha en el mercado inmobiliario para desencadenar un marcado ajuste de la actividad económica en Estados Unidos. La resistencia inicial del consumo privado se ha erosionado y este ofrece ahora unas perspectivas de ralentización, dada la pérdida de los soportes previos sobre la actividad real y financiera.

1. Véase R. Roubini y C. Menegatti (2007), «The housing market is still far from bottoming out», manuscrito, marzo.

2. Véase E. Leamer (2007), *Housing and the Business Cycle*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium, septiembre.

de un 50% con respecto a los niveles de cierre del año previo y continuó su tendencia creciente en los primeros meses de 2008, hasta alcanzar puntualmente máximos históricos por encima de los 130 dólares/barril, un precio cuatro veces superior al promedio de 2002. Asimismo, los precios de los metales industriales mostraron cierta corrección a la baja a partir del segundo trimestre de 2007, pero retornaron a comienzos de 2008 a niveles próximos a los máximos alcanzados el año previo, más de dos veces y media por encima de los de 2002. Por su parte, las materias primas agrícolas también mostraron fuertes alzas, debido, en buena

parte, a un incremento estructural de su demanda, al compás del aumento de la renta en las economías emergentes, pero también a perturbaciones adversas de oferta, ligadas a la climatología en algunas zonas productoras importantes, al incremento de los costes de producción y al efecto de políticas de restricción de exportaciones por parte de algunos productores importantes. A diferencia de lo acontecido en los años anteriores, el elevado crecimiento de los precios de las materias primas en los mercados internacionales tuvo un mayor impacto sobre los índices generales de precios a escala global, especialmente en la segunda parte de 2007. En el conjunto del año, la tasa de inflación mundial se situó en el 4,2%, frente al 3,7% del ejercicio anterior, si bien el repunte afectó de forma particular a los componentes más volátiles de los índices de precios de consumo, energía y alimentos, ampliándose la brecha entre la inflación total y la subyacente.

2.2 LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS Y LAS PERSPECTIVAS PARA 2008

y con un perfil claro de desaceleración a finales de 2007, inducido por el episodio de turbulencias financieras.

Aunque el origen de las turbulencias estaba muy localizado, se extendieron rápidamente a los mercados financieros internacionales.

La existencia de complejos productos financieros estructurados facilitó la rápida traslación de las turbulencias financieras a los mercados monetarios...

En el verano de 2007 se desencadenó un episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales, que habrían de resultar duraderas e intensas. Las tensiones generadas han sido particularmente agudas en los mercados monetarios y han provocado un cambio muy notable en la valoración del riesgo en los mercados de capitales, y como resultado de todo ello se ha producido un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado.

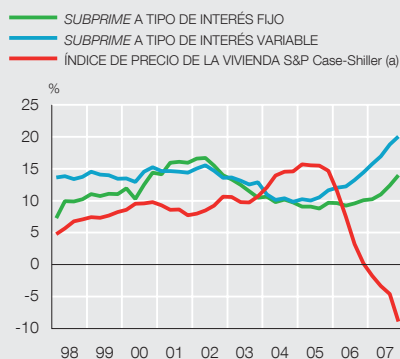
El incremento de la morosidad de los créditos hipotecarios estadounidenses de alto riesgo (*subprime*) actuó como detonante de este episodio (véase gráfico 1.1). A pesar de la acotada dimensión de este segmento del mercado hipotecario americano (suponía un 13% del total de los créditos hipotecarios a finales del tercer trimestre de 2007), la inestabilidad se trasladó velozmente a los mercados financieros internacionales, como consecuencia, sobre todo, de la proliferación de complejos mecanismos para transferir riesgos desde las entidades prestatarias originarias hacia otros agentes.

La titulización de créditos bancarios ha sido en los últimos años uno de los principales elementos dinamizadores de los mercados financieros internacionales. La posibilidad de agrupar mediante distintos mecanismos los préstamos bancarios y de convertirlos en activos negociables ha abierto las puertas a las entidades de las principales economías a nuevas fuentes de financiación. Asimismo, ha incrementado las oportunidades de inversión de los ahorradores. Sin embargo, los mecanismos concretos utilizados por algunas entidades se han basado en el encadenamiento de titulizaciones (retitulizaciones), en las que los activos incorporados al proceso en cada nueva fase, cada vez más heterogéneos, venían a añadir una nueva dosis de complejidad al instrumento financiero puesto a disposición de los inversores. A la postre, esta concatenación dificulta sustancialmente la identificación precisa de los vínculos entre estos sofisticados productos estructurados finales y la calidad crediticia de los prestatarios que se sitúan al comienzo de la cadena y debilita los incentivos de los prestamistas a evaluar con la debida diligencia la solvencia de los prestatarios. En estas condiciones, resulta enormemente complicado valorar con precisión la verdadera exposición de los tenedores de estos valores a los efectos de una perturbación como la que tuvo lugar en el mercado *subprime* americano. Cuando, como de hecho ha ocurrido, entre los tenedores figuran bancos de inversión y otras entidades de crédito, no es de extrañar que las implicaciones adquieran una dimensión sistémica.

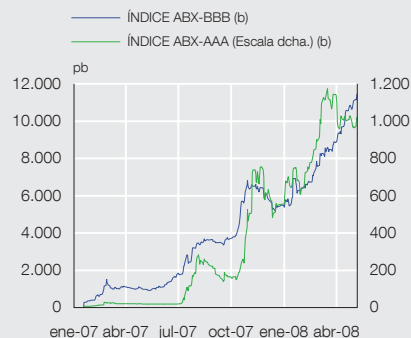
Las entidades financieras en Estados Unidos y en Europa habían creado vehículos de inversión (*conduits* y otros SIV¹), denominados mayoritariamente en dólares, dedicados a la adquisición de

1. *Structured investment vehicles.*

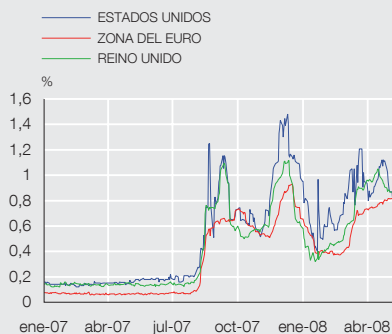
MOROSIDAD HIPOTECARIA Y PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS



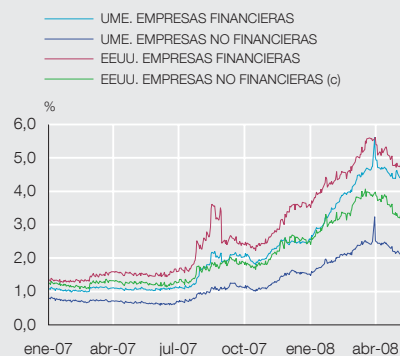
ÍNDICES DE RIESGO EN LOS BONOS DE TITULIZACIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO EN ESTADOS UNIDOS



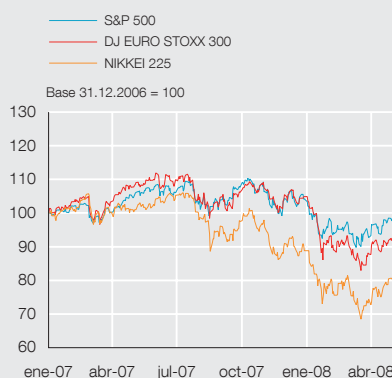
DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y REINO UNIDO INTERBANCARIO – REPO A TRES MESES



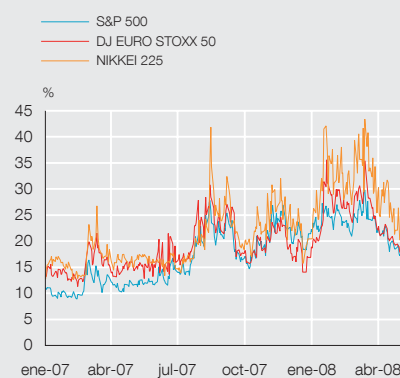
DIFERENCIAL DEUDA BBB – DEUDA PÚBLICA A CINCO AÑOS



ÍNDICES BURSÁTILES



VOLATILIDAD IMPLÍCITA



FUENTES: Datastream, Merrill Lynch, Bloomberg y JP Morgan.

a. Tasa de crecimiento interanual.

b. Es un índice compuesto de derivados de crédito sobre una cesta de bonos de titulización hipotecaria.

c. Elaborado a partir de la media sin ponderar de los índices de bonos de Merrill Lynch de los sectores industrial, utilities y telecomunicaciones.

productos estructurados, que se financiaban mediante la emisión de valores a corto plazo. Para amortiguar el consiguiente riesgo de refinanciación de estos vehículos, las entidades financieras patrocinadoras les abrieron líneas de liquidez que, lógicamente, se activaron tras el repunte de la morosidad de las hipotecas. De este modo, las tensiones se trasladaron rápidamente a los mercados monetarios en forma de una mayor demanda de fondos. Al mismo tiempo, la falta de transparencia dificultaba la identificación de las entidades más afectadas tanto por esta vía como, sobre todo, por la tenencia directa de valores vinculados al mercado hipotecario estadounidense, cuyas primas de riesgo se elevaron rápida y considerablemente, como muestra el gráfico 1.1. Se generó así una crisis de confianza entre las instituciones financieras que, sumada a las tensiones de liquidez, se tradujo en presiones al alza sobre el nivel de los tipos de interés interbancarios (véase gráfico 1.1) y a la baja sobre la actividad en este mercado.

y los bancos centrales reaccionaron para tratar de evitar que las tensiones en los mercados interbancarios actuaran como un canal amplificador adicional de la inestabilidad.

Ante esta situación, los bancos centrales reaccionaron suministrando fondos de forma extraordinaria y, en algunos casos, flexibilizando los criterios que aplican en la definición de los activos de garantía que se utilizan en las operaciones de inyección de liquidez. Se llevaron a cabo, incluso, actuaciones coordinadas entre diferentes bancos centrales (como la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá) y alguno de ellos, como el BCE, ofreció liquidez en una divisa diferente de la propia. Todas estas actuaciones, que se han reiterado a lo largo de 2008, están orientadas a facilitar el reestablecimiento del buen funcionamiento de los mercados interbancarios. La tarea que desempeñan los bancos centrales en la generación y distribución de la liquidez les confiere un protagonismo singular en el mantenimiento de la estabilidad financiera, particularmente en situaciones de crisis de los mercados monetarios, aunque su capacidad para contrarrestar las fuerzas desestabilizadoras es, obviamente, limitada. Estas actuaciones ayudaron a reducir la volatilidad en los tramos cortos de la curva de rentabilidades y a alinear los tipos de interés a muy corto plazo con los tipos oficiales. Sin embargo, en los horizontes más largos las tensiones continuaron, intensificándose durante las últimas semanas de 2007 como consecuencia del deseo de las entidades de cerrar el ejercicio en una posición holgada de liquidez. Tras el comienzo del nuevo año se observó una cierta corrección de las condiciones en estos mercados, aunque los diferenciales de rentabilidad volvieron a repuntar en la parte transcurrida de 2008, como consecuencia de la persistencia de las tensiones y del aumento de su alcance potencial, y se mantienen, en todo caso, bastante por encima de los valores previos a las turbulencias.

En los mercados de capitales, las primas de riesgo de crédito alcanzaron valores desconocidos desde 2001.

Como muestra el gráfico 1.1, la propagación de las perturbaciones alcanzó también a los mercados de capitales. Por un lado, los problemas de complejidad y falta de transparencia de los productos estructurados explican, probablemente, que las dificultades que experimentaron en primera instancia los bonos ligados a las hipotecas de baja calidad se extendieron rápidamente a la práctica totalidad de los activos hipotecarios titulizados. En una situación como esta, de gran incertidumbre, los mercados encontraron mayores dificultades para discriminar correctamente entre diferentes clases de instrumentos. Las agencias de calificación de riesgos llevaron a cabo recalificaciones masivas de los bonos de titulización más claramente ligados a las hipotecas de baja calidad. Los cambios en la valoración crediticia afectaron también a algunas entidades financieras, lo que vino a sumarse a la reevaluación de riesgos que ya estaban haciendo los propios inversores en los mercados en los que se negocian los instrumentos de renta fija. El papel de las agencias calificadoras en la génesis y posterior desarrollo de este episodio ha sido objeto de numerosas críticas, que están propiciando una revisión de los procesos que normalmente siguen para determinar la calidad de los valores que evalúan.

Pero la revisión de la calidad crediticia no se limitó ni a los mercados de renta fija ni a las entidades financieras. La inestabilidad en los mercados de deuda privada adquirió una in-

tensidad notable y se prolongó más allá del cambio de año, también en el caso de los valores emitidos por las sociedades no financieras, aunque la magnitud fue inferior. En las bolsas, en cambio, las cotizaciones mostraron inicialmente una elevada capacidad de resistencia, aunque su volatilidad repuntó. El deterioro más significativo se produjo durante las primeras semanas de 2008, cuando los principales índices bursátiles experimentaron caídas significativas, coincidiendo con la aparición de noticias que apuntaban a un empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas en Estados Unidos mayor que el previsto anteriormente.

Esta extensión prácticamente general de las tensiones revela que, al margen de sus efectos más directos, lo ocurrido en el mercado hipotecario ha tenido un efecto de mayor calado sobre la valoración general de los riesgos que se venía haciendo en los mercados financieros antes del pasado verano. Desde múltiples foros e instituciones se había venido llamando la atención sobre la posibilidad de que estos mercados, globalmente considerados, pudieran estar infravalorando dichos riesgos. Es probable que los acontecimientos del verano hayan venido a ratificar el fundamento de esas advertencias, de modo que será más difícil que el precio del riesgo vuelva a situarse en los niveles de antes de las perturbaciones. Aunque hay entidades que han hecho esfuerzos de transparencia importantes, la confianza no se ha restaurado completamente y las dudas sobre la solvencia de algunas instituciones perdura, como ponen de manifiesto los elevados niveles que han mantenido las primas de riesgo crediticias a lo largo de la parte transcurrida de 2008. La posibilidad de que las dificultades de financiación a las que se enfrentan los distintos prestatarios puedan hacerse notablemente más severas constituye, todavía, un importante factor de riesgo para la estabilidad financiera internacional que se cierne, con intensidad diversa, sobre las perspectivas de las distintas áreas de la economía mundial.

En conjunto, se produjo un endurecimiento de las condiciones de oferta crediticia...

En cualquier caso, es evidente que el resultado actual de las tensiones en los mercados monetarios, la situación financiera de mayor debilidad en la que se encuentran algunas instituciones financieras internacionales y, en general, el proceso de reevaluación del riesgo que los ha acompañado se han traducido en un endurecimiento en las condiciones de financiación de los agentes, si bien con distinto grado de intensidad en las diferentes economías industrializadas.

y una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento.

El período de inestabilidad financiera iniciado en el verano de 2007 ha supuesto también una inflexión en el panorama económico global, más allá del que vendría justificado por la propia maduración del ciclo expansivo. Aunque los efectos sobre el crecimiento no se han empezado a notar hasta el tramo final del año, la incertidumbre aumentó de forma notable desde mediados de 2007 y se deterioraron las perspectivas macroeconómicas, al tiempo que se exacerbaban los riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial, especialmente en las regiones más industrializadas. Esta revisión de las perspectivas fue más significativa en Estados Unidos, donde a finales del ejercicio el ajuste en el mercado inmobiliario se hizo más profundo, al tiempo que aparecían signos de debilidad también fuera de este sector. Esto provocó una agresiva respuesta por parte de las autoridades económicas de este país, tanto en términos de rápida relajación de la política monetaria como de medidas fiscales de carácter expansivo, aunque predominantemente transitorias. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en episodios pasados, las economías emergentes, especialmente las asiáticas, mostraron una gran resistencia al cambio en la coyuntura internacional y su evolución financiera se vio menos afectada. Aunque sus perspectivas de crecimiento a corto plazo son muy sólidas, la relevancia de los flujos de capitales y comerciales con los países más industrializados podría acabar restando cierto dinamismo a esta región.

En la zona del euro los efectos reales de las turbulencias financieras comenzaron a percibirse a finales de 2007.

3 La política monetaria en la zona del euro

En la segunda parte de 2007 el clima de incertidumbre y el balance de los riesgos para la estabilidad de precios y el crecimiento dificultaron notablemente la toma de decisiones de política monetaria.

En la zona del euro, el BCE interrumpió en el verano de 2007 el proceso de subida de los tipos de interés iniciado a finales de 2005.

La inflación alcanzó a finales de 2007 registros casi desconocidos desde la constitución de la zona del euro.

En el área del euro, la prolongación del escenario de relativa bonanza que caracterizó la mayor parte de 2007 se vio también cuestionada a medida que se iban materializando algunos de los riesgos que se habían identificado en meses anteriores: la desaceleración mayor de lo esperado de la economía americana, la apreciación del euro o el encarecimiento del petróleo y de otras materias primas, además del impacto sobre la confianza y sobre las condiciones de financiación derivado de las tensiones financieras. De hecho, las previsiones de organismos internacionales y agencias privadas fueron revisadas notablemente a la baja, y a finales de año y principios de 2008 empezaron a confirmarse los primeros síntomas de desaceleración. De esta forma, el año 2007 podría constituir el pico de un ciclo expansivo relativamente breve. No obstante, la economía de la zona del euro cuenta con unos fundamentos sólidos para afrontar a medio plazo el cambio en el panorama económico gracias a la favorable situación patrimonial de las empresas, al elevado ritmo de creación de empleo y al mayor peso del comercio con las áreas menos expuestas a la crisis financiera.

La convivencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios con una moderación en el crecimiento económico mundial, en un contexto de gran incertidumbre sobre el alcance y la dimensión de las distorsiones en los mercados financieros, introdujo en la segunda parte de 2007, como ya se ha dicho, importantes dilemas para la toma de decisiones por parte de las autoridades monetarias de la mayoría de las economías occidentales. De hecho, los cambios en el panorama económico y financiero derivaron, de acuerdo con las condiciones de cada economía, en actuaciones diferenciadas por parte de los bancos centrales. Así, mientras que la Reserva Federal de Estados Unidos reaccionó agresivamente con una notable reducción en los tipos de interés oficiales y, aunque de forma más moderada, algunos bancos centrales adoptaron la misma orientación, en otras zonas la política monetaria mantuvo un tono más restrictivo. Las divergencias en las perspectivas de política monetaria se vieron, a su vez, reflejadas en la evolución de los tipos de cambio. Así, en el conjunto del año, el euro se apreció en torno al 11% y al 9% frente al dólar americano y la libra esterlina, respectivamente. En términos efectivos nominales, la revalorización fue más modesta, en torno a un 5%.

En la zona del euro, el fortalecimiento de la economía durante la primera mitad del año y las presiones inflacionistas habían llevado al Consejo de Gobierno del BCE a proseguir con el ajuste de las condiciones monetarias iniciado en diciembre de 2005, realizando dos subidas adicionales en los tipos de interés, hasta situarlos en el 4% en junio. Este proceso se vio interrumpido en el verano con el inicio del episodio de turbulencias financieras, que adquirió pronto una dimensión cuyo alcance, duración e implicaciones para las perspectivas económicas del área eran difíciles de predecir. En los meses siguientes, la configuración de un escenario económico de extraordinaria incertidumbre, en el que, de forma simultánea, los riesgos a la baja sobre el crecimiento de las principales economías se fueron intensificando y los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo se significaron, hizo que la toma de decisiones por parte del BCE se hiciera particularmente compleja. En este contexto, en el que importantes eslabones del mecanismo de transmisión monetaria habían dejado de funcionar con normalidad y en el que —junto con la intensa apreciación del euro— se había producido un tensionamiento de facto de las condiciones monetarias y financieras del área, resultó especialmente complicado calibrar en cada momento hasta el tono apropiado de la política monetaria.

El encarecimiento de las materias primas y de los alimentos, junto con el impacto de efectos base, se reflejó en cifras de inflación que superaron el 3% en los últimos meses del año y en el inicio de 2008, mientras que los fundamentos para la expansión económica continuaban siendo sólidos y los agregados monetarios y financieros mantenían un elevado vigor. El repunte en la inflación no ha desencadenado todavía efectos de segunda ronda sobre los salarios y los precios, y no hay evidencia de que las expectativas de inflación a largo plazo se hayan

desviado significativamente de niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. Pero los riesgos en este sentido se han ido haciendo cada vez más evidentes. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE reiteró su firme disposición a prevenir que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo se materializaran y consideró que el mantenimiento de los niveles de los tipos de interés oficiales, en las nuevas condiciones de tensión financiera, constituía la mejor contribución de la política monetaria a dicho objetivo.

4 La maduración del ciclo y la desaceleración de la economía española

La economía española mantuvo en 2007 ritmos de crecimiento elevados, pero inició una trayectoria de desaceleración.

En 2006, la desaceleración de la inversión residencial y del consumo de los hogares ya indicaban el inicio de una fase de crecimiento más moderado...

en un entorno en el que las condiciones monetarias y financieras se iban haciendo menos holgadas...

que conducían hacia una desaceleración gradual y un crecimiento más equilibrado, no exentos de riesgos.

La desaceleración se apoyaba en un entorno exterior que se vio alterado por las turbulencias financieras en los últimos meses del ejercicio.

La economía española creció en el conjunto de 2007 a un ritmo elevado, con una tasa de crecimiento del PIB del 3,8%, tan solo una décima inferior a la del año precedente (véase cuadro 1.1). Ello fue el resultado de un comportamiento menos dinámico de la demanda nacional —que registró una tasa de avance del 4,3% en el promedio del año— y de una sustancial mejora de la aportación de la demanda exterior neta al aumento del producto, que redujo su contribución negativa en 0,5 pp, hasta situarse en -0,7 pp, con lo que prosiguió el proceso de reequilibrio de las fuentes internas y externas del gasto. Pero en 2007, tras una larga etapa expansiva que se había prolongado durante más de una década, apenas sin inflexiones significativas, la economía española inició una trayectoria de desaceleración que inicialmente se presentaba como la consecuencia natural de la propia maduración de un ciclo dilatado e intenso, aunque posteriormente también se está viendo influida por el episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales y muestra una desaceleración más pronunciada.

Ya en 2006 se habían observado los primeros indicios de que se aproximaba una fase de crecimiento más moderado. En particular, la demanda interna había ido dando muestras de inflexión, impulsada por la suave ralentización del consumo de los hogares y de la inversión residencial, si bien el dinamismo de la inversión en equipo y la recuperación de la demanda exterior neta, favorecida por el despegue de la zona del euro, actuaron como contrapeso.

Las favorables condiciones monetarias y financieras que habían sustentado la expansión de los últimos años empezaron a cambiar en 2006, a medida que el coste de financiación al que debían hacer frente empresas y familias iba reflejando las elevaciones de los tipos de interés que había comenzado a instrumentar el BCE a finales de 2005 y que las expectativas de revalorización de la vivienda se atenuaban, al hilo de la progresiva moderación de los incrementos de sus precios.

El cambio de orientación de las condiciones financieras y la propia maduración del ciclo conducían hacia un proceso de desaceleración que se basaba en una tendencia hacia el reequilibrio entre los distintos componentes de la demanda, por lo que, en principio, podría ser gradual y resultar compatible con el mantenimiento de un considerable dinamismo. Sin embargo, para que ello fuera así, se hacía necesario sortear algunos de los riesgos que se habían ido incubando durante la larga etapa de crecimiento. En particular, los que se derivaban de la continuada presión ejercida por el gasto sobre la capacidad productiva, a pesar del notable dinamismo de la población y del empleo, y que se habían ido manifestando en las tendencias alcistas de costes y precios, en el aumento del endeudamiento de familias y de empresas y en el creciente déficit exterior.

El entorno exterior en el que se desarrolló la economía española continuó siendo muy favorable en 2007 (véase gráfico 1.2). La economía mundial mostró, en conjunto, un comportamiento todavía dinámico, sostenido por la fortaleza de las economías emergentes, que compensó el debilitamiento de la economía norteamericana, mientras que la zona del euro mantuvo niveles de crecimiento similares a los del año previo, aunque, como se acaba de señalar, en los últimos meses empezó a dar signos de cierta ralentización. No obstante, la prolongación del episodio de inestabilidad financiera contribuyó a propagar el clima de incertidumbre sobre la evolución eco-

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
DEMANDA Y PRODUCTO (b)	Producto interior bruto	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,8
	Consumo privado	2,8	2,9	4,2	4,2	3,8	3,2
	Consumo público	4,5	4,8	6,3	5,5	4,8	5,1
	Formación bruta de capital	3,4	5,2	5,2	6,5	7,0	6,0
	Inversión en equipo	-2,9	4,1	5,1	9,2	10,4	11,6
	Inversión en construcción	6,3	6,2	5,4	6,1	6,0	4,0
	<i>Vivienda</i>	7,0	9,3	5,9	5,9	6,4	3,1
	<i>Otras construcciones</i>	5,6	3,5	5,0	6,3	5,5	5,1
	Exportación de bienes y servicios	2,0	3,7	4,2	2,6	5,1	5,3
	Importación de bienes y servicios	3,7	6,2	9,6	7,7	8,3	6,6
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)	Empleo total	2,3	2,4	2,7	3,2	3,2	3,0
	Tasa de ocupación (d)	59,5	60,8	62,0	64,3	65,7	66,6
	Tasa de paro	11,5	11,5	11,0	9,2	8,5	8,3
	Remuneración por asalariado	3,3	3,6	3,0	2,9	3,0	3,6
	Costes laborales unitarios	2,9	2,9	2,4	2,5	2,3	2,7
	Deflactor del PIB	4,3	4,1	4,0	4,2	4,0	3,1
	Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	4,0	2,6	3,2	3,7	2,7	4,2
	Índice de precios de consumo (media anual)	3,5	3,0	3,0	3,4	3,5	2,8
	Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC) (e)	1,3	1,0	0,9	1,2	1,4	0,7
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (f)	Ahorro de los sectores residentes (g)	24,0	24,5	23,5	23,0	22,5	21,9
	<i>Administraciones Públicas</i> (g)	3,1	3,3	3,1	4,5	5,5	6,0
	Inversión de los sectores residentes	26,7	27,4	28,3	29,5	30,6	31,4
	<i>Administraciones Públicas</i>	3,6	3,5	3,4	3,6	3,7	3,8
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-8,1	-9,5
	<i>Administraciones Públicas</i>	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas	52,5	48,7	46,2	43,0	39,7	36,2
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (h)	Tipo de intervención semanal del BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,8	3,9
	Tipo de la deuda pública a diez años	5,0	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3
	Tipo sintético del crédito bancario	4,9	4,4	4,0	3,8	4,6	5,7
	Índice General de la Bolsa de Madrid (base DIC 1985 = 100)	723,6	706,4	863,3	1.066,1	1.344,0	1.637,0
	Tipo de cambio dólar/euro	0,9	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4
	Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (i)	97,32	100,03	100,70	100,82	101,12	102,28
	Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (j)	99,87	103,98	106,46	107,90	109,49	111,97
	Tipo de cambio efectivo real con UEM (j)	102,43	103,47	105,02	106,51	108,00	109,40
	Medios de pago	10,5	12,0	11,3	14,4	11,5	-4,3
	Activos líquidos (k)	8,7	8,8	5,8	11,5	8,6	-1,6
	Financiación total de las familias	16,3	19,1	20,2	20,9	19,6	19,1
	Financiación total de las empresas no financieras	12,4	13,4	13,2	21,4	27,9	27,6

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, salvo la tasa de paro que se presenta en nivel.

c. Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.

d. Tasa de ocupación (16-64).

e. Hasta diciembre de 2001, el diferencial se calcula con las series publicadas en esa fecha.

f. Niveles en porcentajes del PIB.

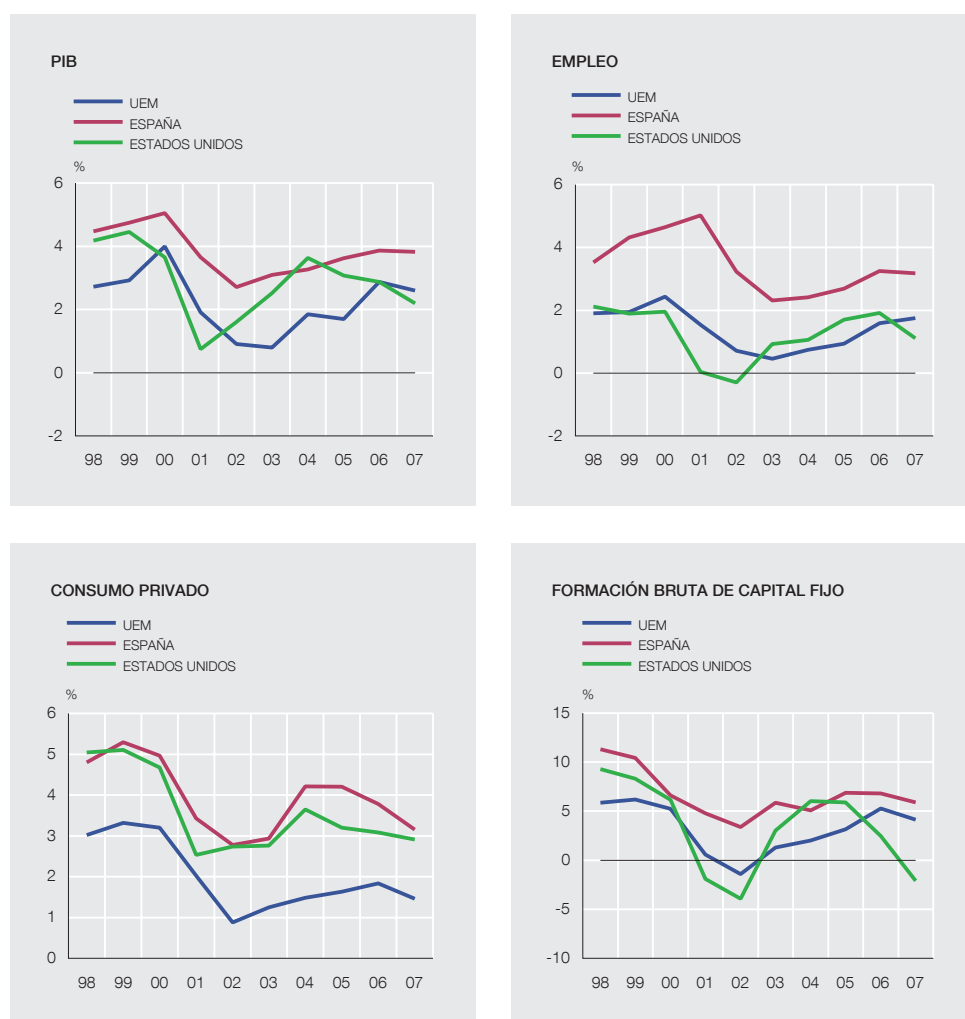
g. Incluye transferencias netas de capital recibidas.

h. 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.

i. Base I TR 1999 = 100.

j. Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

k. Incluye los medios de pago, otros pasivos bancarios y fondos de inversión FIAMM.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

nómica, con especial intensidad en los países cuyo ciclo económico estaba más vinculado al sector inmobiliario y mostraban una mayor dependencia de la financiación exterior.

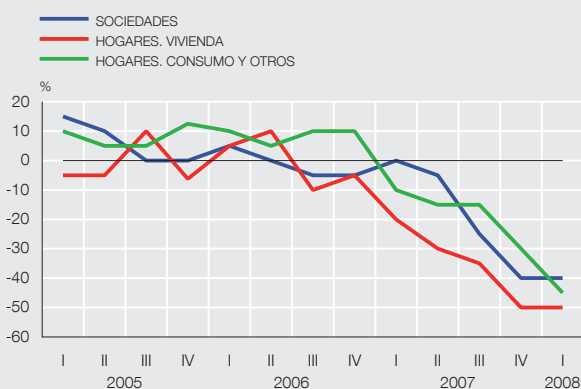
En España, el episodio de turbulencias financieras se reflejó, como en el resto de las economías desarrolladas, en la aparición de repuntes de los diferenciales de rentabilidad de la deuda privada, en particular de la emitida por el sector financiero. Por su parte, las cotizaciones bursátiles registraron una elevada volatilidad, aunque mostraron una notable resistencia en la segunda mitad del año pasado, que sin embargo se quebraría en los primeros meses del 2008, al igual que ocurrió en los principales mercados internacionales. La prácticamente nula exposición de las entidades financieras españolas a las hipotecas *subprime* del mercado norteamericano, junto con su favorable situación financiera, contribuyó a atenuar el impacto de las perturbaciones sobre las condiciones de oferta crediticia. No obstante, la situación de inestabilidad en los mercados interbancarios determinó un aumento de los tipos de interés de las operaciones nuevas de crédito, al tiempo que los criterios de concesión de financiación a ciertas actividades y sectores se fueron haciendo más restrictivos, fundamentalmente como consecuencia del proceso de reevaluación del riesgo que acompañó a las turbulencias. El impacto de este episodio sobre las condiciones financieras internas fue, en todo caso, relativamente acotado en 2007 (véase recuadro 1.2). A partir de 2008, sin embargo, si la paraliza-

Las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades son uno de los elementos que contribuyen a explicar las decisiones de gasto de estos sectores. Las turbulencias que se iniciaron durante el pasado verano podrían potencialmente suponer un endurecimiento de dichas condiciones a través de varias vías. Por un lado, mediante unos criterios de concesión de préstamos más restrictivos como consecuencia de las mayores dificultades de las entidades para obtener recursos en los mercados mayoristas, de la reevaluación de los riesgos y/o del posible deterioro de su posición financiera. Por otra parte, el coste del crédito podría elevarse si los intermediarios transmiten a sus clientes el tensionamiento de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios y, en mayor medida, si adicionalmente aumentan el diferencial que aplican en los créditos. Para analizar estas cuestiones en este recuadro se explora la información contenida en las encuestas de préstamos bancarios (EPB) y en los tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamo.

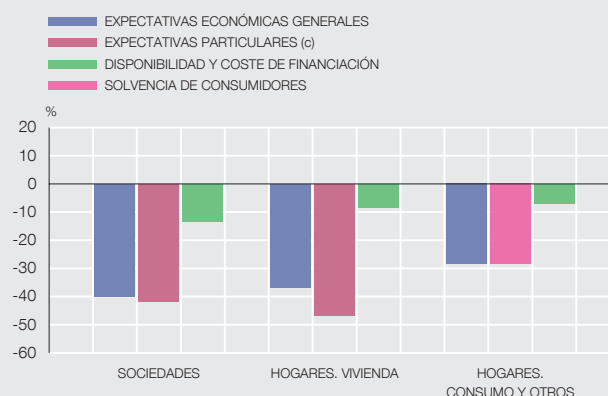
Los resultados de las EPB realizadas tras el inicio de las turbulencias evidencian un endurecimiento de la oferta crediticia (véase gráfico 1). En el caso de los hogares, especialmente en el segmento de los préstamos para adquisición de vivienda, las condiciones ya habían empezado a hacerse más restrictivas anteriormente, pero a partir del segundo semestre de 2007 esta tendencia se intensificó. En cambio, en las operaciones con las empresas el menor grado de holgura se ha observado más recientemente, coincidiendo con este episodio.

De acuerdo con las respuestas de las entidades contenidas en las EPB de octubre de 2007 y de enero y abril de 2008 (véase gráfico 2), los principales factores que contribuyeron al endurecimiento de las condiciones de oferta fueron los relacionados con la percepción de riesgos (expectativas económicas generales o particulares de algún sector y solvencia de los consumidores). Las dificultades de obtención de fondos en los mercados, tras las turbulencias, también influ-

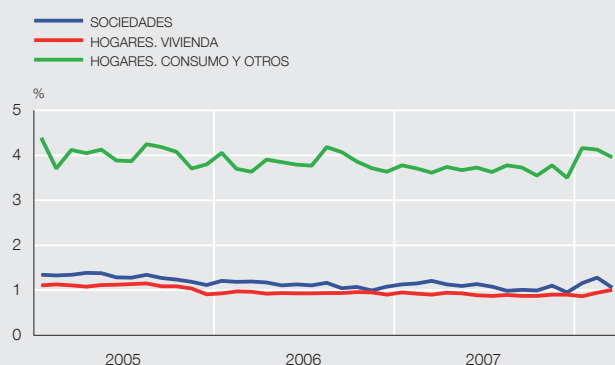
1 OFERTA DE CRÉDITO (a)



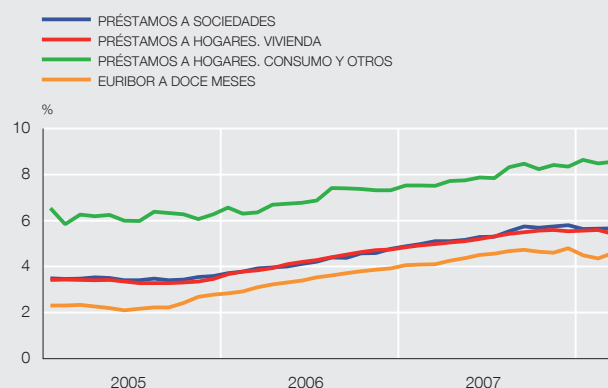
2 FACTORES EXPLICATIVOS DE LA OFERTA DE CRÉDITO. JUNIO 2007-MARZO 2008 (a) (b)



3 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS (d)



4 TIPOS DE INTERÉS



FUENTE: Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable $\times 1$ + % de entidades que señalan cierto aumento $\times 1/2$ - % de entidades que señalan un cierto descenso $\times 1/2$ - % de entidades que señalan un descenso considerable $\times 1$.

b. Los datos representan la variación trimestral media de dichos factores entre junio de 2007 y marzo de 2008, calculada como el promedio de las respuestas a las encuestas de octubre de 2007 y de enero y abril de 2008.

c. Expectativas relativas al mercado inmobiliario en el caso del crédito a hogares para adquisición de vivienda.

d. El tipo de referencia utilizado es el EURIBOR a tres meses en el caso de los préstamos a sociedades y a hogares para consumo y otros fines, y el EURIBOR a un año promediado durante los dos meses anteriores en el caso de los créditos a hogares para adquisición de vivienda.

yeron en la misma dirección, aunque en menor medida. El impacto moderado asociado a este último factor refleja seguramente el hecho de que los intermediarios españoles han encontrado vías alternativas para financiarse a más corto plazo a un coste más reducido, como, por ejemplo, mediante la emisión de pagarés, instrumentos que se han visto menos afectados por el episodio de turbulencias.

Por otra parte, en el gráfico 3 se aprecia cómo los diferenciales que las entidades aplican a sus clientes en los préstamos en relación con los tipos de interés negociados en los mercados mayoristas no han mostrado, en general, variaciones significativas durante los últimos meses. En el caso del crédito a los hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda, este análisis se enfrenta a la elevada variabilidad de la serie, atribuible en parte a la mayor heterogeneidad de este instrumento, lo que dificulta la extracción de una conclusión definitiva¹.

No obstante, el coste de financiación del sector privado ha continuado elevándose durante el segundo semestre de 2007, ya que el repunte de las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario se ha trasladado al coste de los préstamos (véase gráfico 4). Esta transmisión no resulta extraña si se tiene en cuenta el elevado peso

de los créditos a tipo variable, especialmente en el caso de la financiación a la vivienda, muchos de los cuales están, además, referenciados a los índices EURIBOR. A diferencia de lo que ocurrió entre finales de 2005 y mediados del pasado ejercicio, la evolución ascendente de estas rentabilidades no respondía a las expectativas de aumentos en los tipos oficiales del Eurosistema, sino a las tensiones que afectaron a los mercados interbancarios, que se reflejaron en una ampliación de las primas.

En definitiva, la información disponible apunta a que hasta ahora las turbulencias financieras han supuesto un cierto aumento sobre el coste de financiación del sector privado, ligado al incremento de los tipos de interés negociados al mercado interbancario, pero no a un repunte del diferencial aplicado por las entidades sobre dichas rentabilidades. También se ha observado un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito, sobre todo como consecuencia de la reevaluación de los riesgos y no tanto a raíz de las dificultades de obtención de financiación en los mercados mayoristas. La prácticamente nula exposición de los intermediarios españoles frente a los activos e instituciones que más se han visto afectados por el episodio y la favorable posición financiera de la que partían ha limitado el impacto de estos acontecimientos sobre la oferta de préstamos. No obstante, si las tensiones persisten durante un período prolongado, no puede descartarse un efecto más acusado en el futuro.

1. En particular, es posible que la composición de los préstamos según su perfil de riesgo sea variable en el tiempo, lo que introduce un elemento de variabilidad en la medida en que el tipo de interés medio se verá modificado.

ción de los mercados de financiación a medio y largo plazo se prolonga excesivamente, las dificultades de las entidades para captar financiación suficientemente estable podría terminar generando un mayor endurecimiento de las condiciones crediticias, como se comenta más adelante en este capítulo.

4.1 LA MODERACIÓN DE LA DEMANDA INTERNA

En 2007 la economía española experimentó una ralentización, por la pérdida de impulso de la demanda interna.

El consumo de los hogares moderó su ritmo de crecimiento y se aproximó al avance de la renta disponible...

La economía española registró en la primera parte del año tasas de avance del PIB en el entorno del 4%, iniciando, a partir del segundo trimestre, una suave ralentización que le llevó a concluir el año con una tasa de crecimiento interanual del 3,5%. La desaceleración del ritmo de avance de la actividad se debió a la pérdida de impulso de la demanda interna —más acusada en el caso de los hogares—, que, no obstante, se vio parcialmente compensada por sucesivas mejoras en la aportación del sector exterior a la expansión del producto.

El consumo de los hogares moderó en 2007 su ritmo de crecimiento, hasta alcanzar en el promedio del año una tasa del 3,2%, continuando con la dinámica de ajuste suave que había iniciado el año anterior. En la segunda parte del ejercicio, esta tendencia se hizo más acusada, como consecuencia del deterioro de la confianza de los consumidores ante la inestabilidad en los mercados financieros internacionales. La fortaleza del empleo y, por tanto, la de la remuneración de asalariados suministraron un importante soporte para mantener el dinamismo de la renta y compensar el aumento de los pagos por intereses. A su vez, el crecimiento del gasto en consumo de las familias tendió a alinearse con el avance de la renta disponible, tras varios años en que había crecido por encima de la misma, debido al menor incremento de la riqueza y, probablemente, a la decisión de retrasar al-

gunos gastos de consumo, en un entorno de tipos de interés reales al alza. En conjunto, la tasa de ahorro de las familias moderó la senda de descenso seguida en los últimos años.

mientras que la inversión residencial experimentaba una desaceleración más intensa.

La inversión residencial, por su parte, experimentó una desaceleración más intensa, hasta registrar en el promedio de 2007 una tasa de avance del 3,1%, frente al 6,4% del año anterior. La pauta de la inversión residencial en los primeros meses del ejercicio apuntaba hacia un ajuste suave y moderado, basado en un impacto gradual del encarecimiento del coste de financiación y de la contención de las expectativas de revalorización de los inmuebles sobre la demanda de viviendas. Sin embargo, en los últimos meses de 2007 se empezó a percibir un retraimiento más pronunciado de dicha demanda, como consecuencia del deterioro de la confianza de los agentes y del clima internacional de incertidumbre, que llevó a una reacción más rápida por el lado de la oferta, dado el desajuste que se podía generar entre la inflexión de la demanda y el alto ritmo al que se estaban construyendo viviendas.

El crédito a los hogares moderó su tasa de crecimiento y sus necesidades de financiación se estabilizaron.

La moderación del avance del gasto y de la riqueza de los hogares a lo largo de 2007 y el aumento de los tipos de interés contribuyeron a prolongar la senda de desaceleración de la demanda de crédito por parte de las familias iniciada en 2006, recortando su tasa de variación interanual en casi siete puntos porcentuales, hasta situarse al concluir el año en el entorno del 13%. Pese a ello, la deuda de las familias continuó expandiéndose más deprisa que sus rentas, con lo que la ratio de endeudamiento volvió a aumentar, aunque más moderadamente. La necesidad de financiación del sector, por su parte, se estabilizó en cotas similares a las del año precedente (2,8%), tras varios años de crecimiento ininterrumpido.

Prosiguió el dinamismo de la inversión empresarial basado en el empuje de la inversión en equipo...

Por su parte, el dinamismo de la inversión empresarial se mantuvo en 2007, aunque —también en este caso— siguió un perfil de desaceleración en la segunda parte del año. El empuje de la inversión en bienes de equipo, que aumentó a una tasa del 11,6% en el promedio del año, se apoyó en la fortaleza de la demanda interna, las favorables perspectivas económicas —entonces existentes— y el dinamismo de los beneficios empresariales. Por su parte, la inversión en otras construcciones registró un crecimiento algo inferior al de 2006, con una trayectoria descendente a lo largo del ejercicio.

y la demanda de crédito de las empresas también se desaceleró.

Las sociedades ralentizaron su demanda de financiación en 2007, más intensamente que los hogares, sobre todo en la segunda mitad del ejercicio, de modo que, al cierre de año, los fondos ajenos que recibían las empresas crecían a una tasa interanual próxima al 18% (28% al finalizar 2006). Esta desaceleración, vinculada al encarecimiento del coste del capital y de la financiación, vino impulsada, principalmente, por el menor dinamismo de los recursos destinados a las ramas de la construcción y de servicios inmobiliarios, ya que la financiación captada por el resto de actividades mostró un considerable dinamismo. Pese a ello, el elevado ritmo de expansión de la deuda determinó nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento de las empresas no financieras en 2007. Por su parte, las necesidades de financiación del sector alcanzaron máximos históricos (del 10,6% del PIB). En esta situación financiera, los planes de gasto de las empresas y su dinamismo inversor resultan particularmente sensibles a posibles cambios adversos en las condiciones de acceso al crédito o en los demás determinantes del coste del capital.

Las AAPP sostuvieron en 2007 la expansión del gasto mediante la inversión en obra civil...

Las AAPP contribuyeron en 2007 a la expansión del gasto, tanto a través del consumo público como de la formación bruta de capital, y en particular de la obra civil, que se vio impulsada por la fuerte actividad inversora de las CCAA, de manera singular en los meses previos a la celebración de las elecciones autonómicas y locales de mayo.

mientras que la recaudación impositiva se mantuvo pujante.

La moderación de la demanda interna tuvo un efecto muy limitado sobre la recaudación tributaria, que globalmente elevó su peso en el PIB en 0,7 pp. No obstante, se produjeron cambios relativamente significativos en su composición, con una pérdida de importancia de los tributos ligados a la actividad inmobiliaria y un aumento de la recaudación por imposición directa, a pesar de la entrada en vigor de la reforma del IRPF y del impuesto sobre sociedades. Precisamente, la pujanza de la recaudación impositiva permitió que, a pesar de la desviación al alza del gasto primario, la cuenta de las AAPP se saldara con un superávit equivalente al 2,2% del PIB, superior al del año precedente (del 1,8%) y muy por encima del objetivo establecido en el Programa de Estabilidad (0,9%). Por su parte, la ratio de deuda pública se redujo hasta el 36,2%, desde el 39,7% del año anterior.

4.2 LA MEJORA DE LA DEMANDA EXTERIOR

En 2007 continuó el reequilibrio entre la demanda nacional y la demanda externa, que mejoró su aportación al crecimiento del PIB en 0,5 pp, fruto de un avance de las exportaciones superior al del año previo, a pesar de la apreciación del tipo de cambio del euro y de un crecimiento algo inferior de los mercados de exportación...

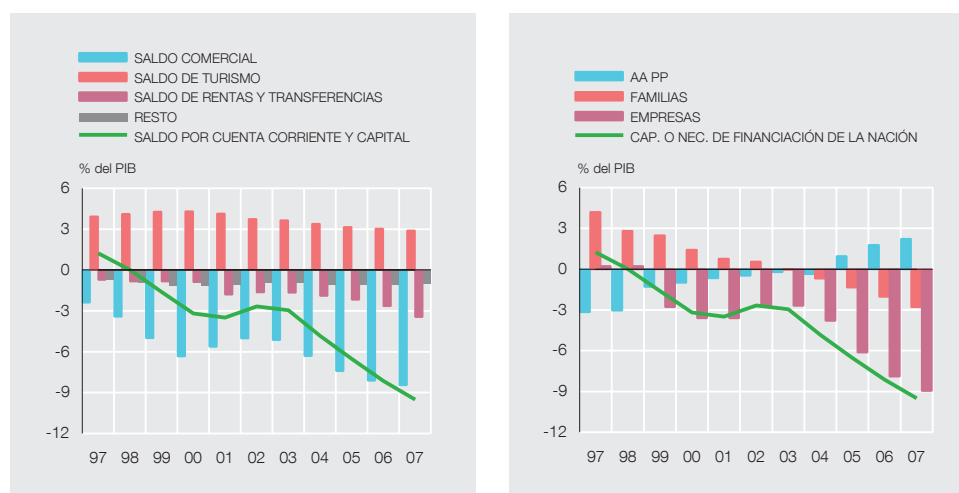
La demanda exterior neta mejoró en 2007 su contribución al crecimiento del producto como consecuencia del crecimiento real de las exportaciones de bienes y servicios, que, con una tasa de avance del 5,3%, resultó ligeramente más intensa que la observada el año anterior, y de la desaceleración de las importaciones, hasta un 6,6%, frente al 8,3% en 2006. El crecimiento de las exportaciones de bienes resultó en 2007 superior al que en principio cabría deducir de sus determinantes fundamentales, ya que la desaceleración del comercio mundial y el nuevo deterioro de los indicadores de competitividad-precio, de cuantía similar al de 2006, justificarían, de hecho, crecimientos algo menores que los efectivamente registrados. Y ello fue así porque se produjo un notable incremento de las ventas de productos españoles a algunas economías emergentes no pertenecientes a la UE, que muestran mayor potencial de expansión, lo que permitió que la cuota de productos españoles en estos mercados dejara de disminuir. Por el contrario, las exportaciones a la UE se desaceleraron, propiciando una nueva pérdida de cuota en esta área, aunque inferior a la de años anteriores. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos —principalmente, de los prestados a empresas, informáticos, financieros y de construcción— mantuvieron un considerable dinamismo, en línea con lo observado en otros países, en un contexto de liberalización del comercio internacional de este tipo de actividades y de avances tecnológicos que facilitan su comercialización. Las exportaciones de servicios turísticos, por el contrario, volvieron a reflejar las dificultades del sector para mantener su peso en un mercado mundial en expansión, pues experimentaron un avance prácticamente nulo en el conjunto del año, posiblemente como consecuencia de la competencia creciente de otros destinos turísticos con precios más reducidos, acentuada en 2007 por la sustancial apreciación del tipo de cambio del euro.

y de una cierta desaceleración de las importaciones, en línea con el comportamiento de la demanda final.

Por su parte, la pérdida de impulso de las importaciones de bienes resulta coherente con la suave desaceleración de la demanda final a lo largo del ejercicio, si bien en 2007 se observó, adicionalmente, un menor avance de la penetración de las importaciones, particularmente de las procedentes de países emergentes. Ello podría reflejar una cierta normalización en el comercio con este grupo de países, tras el notable impacto que tuvo la fuerte penetración de China y otros países emergentes en los mercados comunitarios en los años centrales de la década. Las importaciones de servicios fueron, como en el caso de las exportaciones, muy expansivas.

Pese a ello, el déficit exterior continuó aumentando, aunque a tasas algo más moderadas.

En conjunto, el déficit exterior siguió aumentando en 2007, aunque a tasas algo más moderadas, de manera que las necesidades de financiación de la nación alcanzaron un importe equivalente al 9,5% del PIB (8,1% el año anterior) (véase gráfico 1.3). La ampliación de la necesidad de financiación refleja, básicamente, el aumento del desequilibrio por cuenta corriente y, en menor medida, la disminución del superávit de la cuenta de capital. Los componentes de la cuenta corriente que contribuyeron al mencionado incremento del déficit fueron el saldo de rentas, la rúbrica de turismo y viajes, y el comercio de bienes.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En relación con este último componente, el desequilibrio de la balanza comercial atenuó su ritmo de crecimiento, aumentando su saldo negativo en cuatro décimas de PIB, debido al componente energético, que redujo significativamente su tasa de avance en la primera parte del año, a la resistencia de las exportaciones y a la ralentización de las importaciones. Por su parte, el saldo deficitario de rentas experimentó un acusado deterioro, situándose en 2007 en el 2,8% del PIB, nueve décimas más que en 2006. La dinámica de este componente de la Balanza de Pagos constituye una dificultad adicional para revertir de forma significativa la tendencia al aumento de las necesidades de financiación, incluso en un escenario de mejora en el saldo de intercambio de bienes y servicios con el exterior.

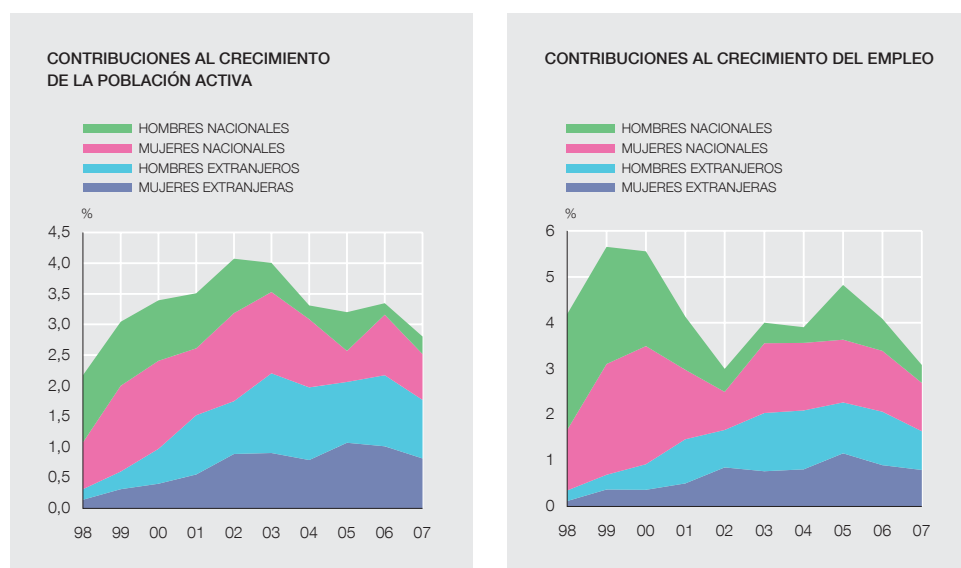
4.3 LA CONTENCIÓN DEL DINAMISMO DE LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

La desaceleración del valor añadido se debió al menor dinamismo de la construcción residencial y de la industria.

Por el lado de la oferta, la desaceleración del valor añadido a lo largo del ejercicio se debió, en buena medida, al menor dinamismo de la actividad en el sector de la construcción y, de manera singular, en el segmento de construcción residencial, ante la moderación de la demanda de vivienda. Un tema que, dada su trascendencia en el proceso de desaceleración de la economía, es objeto de un tratamiento más detallado y profundo en el capítulo 2 de este Informe, que tiene un enfoque temático selectivo y una orientación más analítica. El resto del sector de la construcción que incluye la edificación no residencial y la obra civil mantuvo en 2007 un comportamiento expansivo. La industria (excluida la energía) prolongó en el primer trimestre el dinamismo que había mostrado el año precedente, pero inició, a partir de entonces, una significativa ralentización, que cabe relacionar con una cierta moderación de la demanda final y, sobre todo, con el cambio de ciclo del sector de la construcción, que ha podido determinar un descenso apreciable de la demanda de algunos productos industriales. Las actividades de servicios de mercado, por el contrario, mostraron una notable fortaleza, y solo en los primeros meses de 2008 han dado algún signo de desaceleración.

Y el empleo fue reflejando la desaceleración del PIB con reducciones en el ritmo de crecimiento que se localizaron en estas dos ramas productivas.

En el entorno descrito, el empleo se fue ajustando al perfil de moderación del PIB en la segunda parte del año, con crecimientos más reducidos en los dos últimos trimestres en las actividades de construcción y, en menor medida, en la industria. Con todo, la ocupación aumentó en el promedio del 2007 a una tasa del 3%, tan solo dos décimas inferior a la del ejercicio precedente, y la productividad observada experimentó un pequeño repunte hasta el 0,8% para el total de la economía. Pese al perfil de desaceleración descrito, el sector de la construcción fue, dentro de las actividades de mercado, el más dinámico, con un avance del empleo del 5,8% en el promedio del año, seguido de los servicios de mercado, donde la ocupa-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

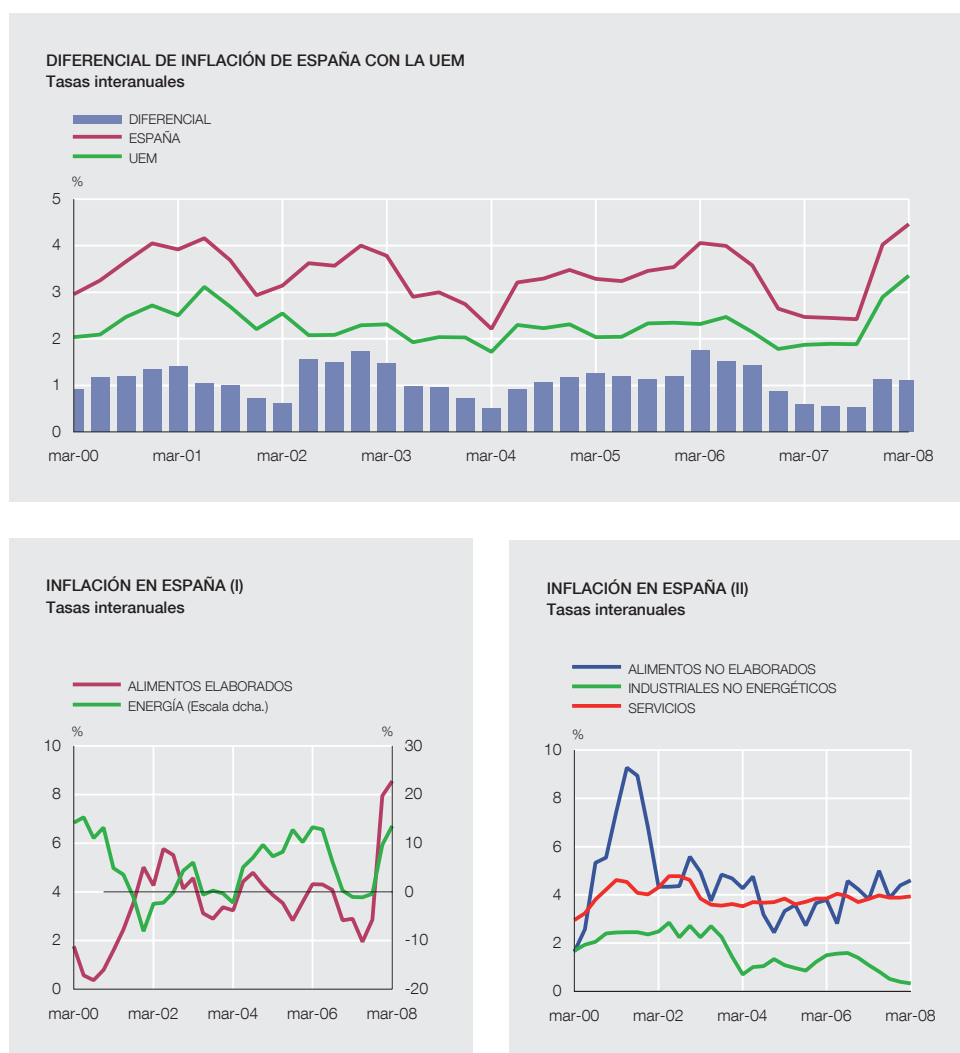
ción se incrementó a una tasa del 3,1%. Frente a ello, el ritmo de creación de puestos de trabajo de las actividades industriales fue, en el conjunto del año, nulo, observándose desde el segundo trimestre pequeñas caídas en el número de ocupados. Esta característica ha estado presente durante toda la etapa de recuperación de la actividad industrial, que se inició a finales de 2005.

La oferta laboral continuó expandiéndose, pero a un ritmo inferior al de los últimos años, y el mercado de trabajo empezó a mostrar una pérdida de dinamismo.

Este comportamiento del empleo tuvo lugar en un entorno en el que la oferta laboral continuó expandiéndose, pero a un ritmo algo inferior al de los dos últimos años. El incremento de la población activa se apoyó, como viene siendo habitual desde comienzos de esta década, en nuevos aumentos de los flujos de trabajadores extranjeros y en incrementos adicionales de la tasa de participación de la población femenina, pues la de los trabajadores extranjeros se redujo levemente (véase gráfico 1.4). En resumen, a lo largo del 2007 empezó a percibirse una cierta pérdida de dinamismo en el mercado laboral, que afectó tanto a la oferta como a la demanda de trabajo, pero que fue compatible con recortes adicionales de la tasa de paro en los tres primeros trimestres del ejercicio. En el promedio del año, la reducción de la tasa de desempleo se cifró en dos décimas, hasta el 8,3%, y el componente de paro de larga duración prolongó la trayectoria descendente de los últimos años, situándose en el conjunto del ejercicio en el 23,7%.

La pérdida de dinamismo del empleo ha coincidido con un repunte de la remuneración por asalariado.

Pese a la menor pujanza del mercado de trabajo, la evolución de los costes laborales a lo largo del ejercicio determinó un repunte de la remuneración por asalariado de la economía de mercado, que alcanzó mayor intensidad en las actividades de servicios y mostró un perfil creciente a lo largo del ejercicio. Por primera vez en la última década, el aumento de la remuneración por asalariado (3,4%) se aproximó al de los salarios de convenio, una vez actualizados con las cláusulas de salvaguarda, con lo que la deriva salarial, que hasta este año había tenido un signo negativo, habría dejado de actuar como factor de contención salarial, a pesar de que en 2007 no se produjeron cambios significativos en las características de los nuevos entrantes del mercado laboral. Los costes laborales unitarios repuntaron también en 2007, interrumpiendo la trayectoria de desaceleración de los últimos años, si bien en las ramas manufactureras los incrementos de costes fueron prácticamente nulos, reduciéndose



FUENTE: Eurostat.

por tanto la brecha con los países con los que España compite internacionalmente. El repunte de los costes laborales ha continuado en los primeros meses de 2008, lo que no está en consonancia con el cambio de fase cíclica que afronta la economía española, pues puede terminar incidiendo negativamente en las decisiones de contratación de las empresas, acentuando el ajuste del empleo cuando esta tiende a desacelerarse.

4.4 EL REPUNTE DE LA INFLACIÓN

En 2007 reaparecieron
las tensiones inflacionistas.

Las perturbaciones que afectaron en la segunda parte del año a los precios de las materias primas alimenticias y al petróleo incidieron en España con mayor intensidad que en el resto de países del área del euro, con un sustrato de mayores incrementos salariales y de continuada ampliación de los márgenes empresariales. Con este trasfondo, las mejoras alcanzadas en la tasa de inflación y en el correspondiente diferencial con la UEM durante la primera parte del año se invirtieron al final del ejercicio, registrándose un nuevo episodio inflacionista, con tasas de crecimiento del IPC superiores al 4% y un diferencial de algo más de un punto porcentual, que se ha mantenido en los primeros meses de 2008 (véase gráfico 1.5).

El rápido deterioro de la inflación a partir de la segunda mitad de 2007 se debió al significativo incremento de los precios de los alimentos elaborados y de los productos energéticos, que reflejaron con rapidez las alzas del precio del crudo y de las materias primas

agrícolas en los mercados internacionales. Este empeoramiento de la inflación —de origen externo, principalmente— se vino a sumar a una situación en la que la inflación en los servicios permaneció en niveles elevados, como resultado de la confluencia de una continuada presión del gasto con un entorno empresarial no suficientemente competitivo en algunas ramas y, como se ha dicho, con crecimientos de costes laborales comparativamente elevados. Como contrapunto, cabe destacar la significativa ralentización de los precios de los productos industriales no energéticos a lo largo del año, que registraron tasas interanuales inferiores al 0,5% en la segunda mitad del ejercicio y próximas a cero en los últimos meses. En este contexto, la sustancial moderación del IPC en el promedio del año, que se situó en el 2,8%, oculta la persistencia de sesgos alcistas en los procesos de formación de costes y precios, que impiden alcanzar descensos permanentes en la inflación subyacente. De hecho, existe el riesgo de que el deterioro de la inflación observado en los últimos meses se propague hacia el resto de la economía como consecuencia de los mecanismos de rigidez nominal existentes —en particular, la indiciación salarial—, lo que podría entorpecer la creación de empleo y profundizar la desaceleración económica.

5 Perspectivas de crecimiento y políticas económicas

El proceso de desaceleración que inició la economía española a lo largo de 2007 se ha hecho más pronunciado en los primeros meses de 2008.

En los primeros meses de 2008 la economía española ha experimentado un menor dinamismo del que cabía prever antes de que comenzara el episodio de inestabilidad financiera, y sus perspectivas de crecimiento para lo que resta de año se han revisado a la baja. Las causas de esta revisión se concentran en un entorno internacional menos favorable, por las razones apuntadas a lo largo de este capítulo, y en un ajuste más pronunciado de la inversión en vivienda en España, influido, como también se ha señalado, por la inestabilidad financiera. La menor pujanza del sector inmobiliario supondrá un menor dinamismo en la creación de empleo, así como la desaparición de los estímulos procedentes del incremento de la riqueza, por lo que el resto de componentes de la demanda interna participarían también de este entorno de menor crecimiento. No obstante, cabe prever que el sector exterior amortigüe parcialmente la pérdida de dinamismo de la demanda interna, en un contexto en el que las ventas al exterior se irían adaptando al menor crecimiento de los mercados mundiales, pero en el que, simultáneamente, las importaciones se ralentizarían de manera significativa. A pesar de este menor empuje cíclico, las perspectivas para la inflación apuntan a aumentos elevados de los precios en 2008, con lo que el deflactor del consumo privado podría situarse en torno al 3,6%. En ausencia de nuevas perturbaciones en los mercados de materias primas, cabría esperar una disminución significativa de este deflactor a lo largo de 2009.

Pero las transformaciones experimentadas suministran resortes que pueden actuar de soporte frente a la desaceleración.

El proceso de desaceleración que inició la economía española a lo largo de 2007 se ha hecho más pronunciado en los primeros meses de este año. No obstante, dispone de algunos factores que pueden actuar de soporte de la desaceleración, mitigar el alcance de la misma y, pasado el período de ajuste, retornar la senda de crecimiento potencial a medio plazo. Entre ellos, cabe citar, en primer lugar, los elementos de estabilización macroeconómica que proporciona la pertenencia a una unión monetaria y que se manifiestan en un entorno de tipos de interés moderados y de referencias que deberían anclar las expectativas de inflación. A ello se unen el dinamismo demográfico, la expansión de la oferta laboral, el aumento del stock de capital, la flexibilización de los mercados de factores y productos y la situación saneada de las finanzas públicas, que proporcionan una buena base para el aumento del producto potencial y para un funcionamiento macroeconómico que haga compatible un alto dinamismo económico con el mantenimiento de los equilibrios necesarios.

Aunque las turbulencias financieras han venido a agudizar algunos de los factores de riesgo existentes...

Frente a estos elementos, la aparición del episodio de las turbulencias financieras en el momento en el que la economía se adentraba en un cambio de fase cíclica ha venido a agudizar algunos factores de riesgo que acompañaban a la propia maduración cíclica, así como a añadir otros nuevos. Riesgos cuya materialización podría restar efectividad a los soportes de

los que dispone la economía para moderar el alcance de la desaceleración y sostener el dinamismo de la actividad a medio plazo. Tal es el caso, sobre todo, del posible debilitamiento del entorno exterior y del efecto de las tensiones financieras sobre la capacidad de captación de recursos externos que la financiación del crecimiento requiere.

como son el menor dinamismo de nuestros mercados de exportación...

Si el reciente episodio de inestabilidad financiera y de incremento de la incertidumbre internacional llegara a afectar significativamente a nuestros mercados de exportación, se vería mermada la capacidad de la demanda exterior para contener el impacto negativo de la desaceleración del gasto interno. Y si este fuera el caso, la intensidad de la desaceleración dependerá en mayor medida de la capacidad de las empresas españolas para compensar este debilitamiento de la demanda a través de nuevas mejoras en su posición competitiva frente al intenso ajuste que se está produciendo en la estructura del comercio mundial. En 2007, el comportamiento del comercio exterior de bienes apunta a que ya se estarían dando algunos pasos en esta dirección, aprovechando, como se ha señalado, las oportunidades que están surgiendo en algunas economías emergentes y en otros mercados. El necesario avance en esta línea de comportamiento requerirá mejoras en la calidad de las exportaciones y mayor contención en la formación de costes mediante incrementos salariales más moderados y ganancias adicionales de productividad, como se analiza y señala en el capítulo 2 de este Informe. Hay que reconocer, al mismo tiempo, que en un escenario de desaceleración más acusado, el menor empuje de la demanda final debería manifestarse en una ralentización de las importaciones, lo que disminuiría la filtración de gasto al exterior y mejoraría la demanda exterior neta.

y el efecto de las tensiones financieras sobre la capacidad de la economía española de captar financiación exterior.

En condiciones normales, la financiación del déficit exterior dentro de una unión monetaria no plantea problemas por sí misma, ya que depende exclusivamente de la calidad crediticia de los prestatarios. En España, quienes han venido captado los fondos externos que requería el elevado crecimiento de la economía han sido las entidades de crédito, que han acudido a los mercados internacionales avaladas por su sólida posición patrimonial. Sin embargo, a raíz de las tensiones financieras surgidas durante el verano de 2007, que están teniendo un alcance y una duración muy superiores a lo inicialmente esperado, los mercados internacionales especializados en la negociación de los activos a medio y largo plazo más comúnmente emitidos por las instituciones españolas han llegado a una situación de práctica paralización, que en algunos casos puede calificarse de colapso. En estas condiciones, el grado de solidez patrimonial de los prestatarios pasa a un segundo plano y la elevada solvencia no es suficiente para asegurar la obtención de nuevos recursos. Hasta el momento, los intermediarios financieros españoles han logrado soslayar estos obstáculos mediante la sustitución de valores a largo plazo por instrumentos a más corto plazo, así como captando más fondos en los mercados interbancarios, incluido el recurso al Eurosistema. Estas son, sin embargo, soluciones de naturaleza transitoria, en espera de que la capacidad de los mercados para intermediar eficientemente los flujos de financiación se restablezca sin demasiada tardanza. La posibilidad de que esta situación se prolongue en exceso constituye, por tanto, un elemento de riesgo para la financiación exterior de la economía, el suministro de fondos al sector privado y para la propia dinámica de ajuste cíclico de la misma.

Las políticas económicas tienen que asegurar que los soportes funcionen y evitar que los riesgos se materialicen.

Las políticas económicas tienen la tarea de asegurar que los soportes de los que dispone la economía española actúen adecuadamente, así como de evitar que los riesgos presentes en la coyuntura actual se materialicen. La orientación de la política monetaria relevante para España viene determinada por los requerimientos derivados del mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo en la zona del euro, y a ello han respondido las decisiones adoptadas por el Eurosistema. Como resultado de ello, las condiciones monetarias y financieras en las que se desenvuelven los hogares y las empresas españolas han sido progresivamente menos holgadas y han contribuido a la ralentización ordenada del gasto y del crédito, aunque

el nivel de los tipos de interés se ha mantenido en cotas moderadas, a pesar de los aumentos de las primas de riesgo generados por las turbulencias. El nuevo tono de la política monetaria está más en consonancia con las necesidades de encauzar las tensiones inflacionistas de la economía española y ofrece una mayor contribución a la contención de las expectativas de inflación, particularmente al inicio de una fase de desaceleración cíclica.

La política presupuestaria se encuentra en una situación adecuada para que puedan funcionar los mecanismos de estabilización en la nueva fase cíclica...

Por su parte, la política presupuestaria se encuentra en una situación favorable para que los mecanismos automáticos de estabilización —que se canalizan a través de las rúbricas de ingresos y gasto público que guardan más relación con el crecimiento económico—, puedan actuar y compensar, en la medida en que sea necesario, los efectos del debilitamiento cíclico sobre el gasto de los agentes. Esta es una de las grandes ventajas que se derivan del esfuerzo de consolidación fiscal realizado durante la expansión y que, a diferencia de lo que ocurrió en fases de desaceleración pasadas o, más recientemente, en algunos países europeos, permite recuperar margen de actuación para la política fiscal que resulta esencial en un contexto en que la política monetaria se establece atendiendo a las condiciones económicas y a las perspectivas de inflación de la zona del euro. El carácter automático de estos instrumentos los convierte en los más adecuados con fines de estabilización, porque responden rápidamente al cambio de ciclo y ayudan a los agentes a formar unas expectativas correctas sobre la actuación de las autoridades públicas y fomentan la confianza.

pero deben evitarse actuaciones generalizadas de signo expansivo que puedan generar incertidumbre...

Deben evitarse, por el contrario, actuaciones de signo expansivo que impliquen un aumento del gasto público o una reducción de los impuestos que vayan más allá de la propia acción de los estabilizadores automáticos. Y ello por varias razones. En primer lugar, por la dificultad de estimar con precisión el margen de maniobra real para acometer políticas expansivas. Esta es siempre una tarea difícil, pero resulta particularmente complicada en la actualidad, debido a que una parte importante del saneamiento de las finanzas públicas en España se ha basado en un elevado crecimiento económico y, en particular, en la pujanza del sector inmobiliario, lo que se ha traducido en un fuerte aumento de los ingresos impositivos, por encima de lo que tradicionalmente se había observado en otras fases de expansión económica. Este aumento de los ingresos tiene, por tanto, un componente transitorio que puede ser de magnitud considerable, aunque difícil de cuantificar, y por lo tanto puede desaparecer rápidamente en una situación de desaceleración económica. Además, como la evidencia histórica muestra, la efectividad de este tipo de medidas es incierta debido a los retrasos con los que se propagan sus efectos. Tampoco debe desdeñarse la posibilidad de que en una situación económica como la actual, caracterizada por una elevada volatilidad de los mercados financieros y un incremento generalizado de los riesgos sobre la evolución de la economía, actuaciones expansivas de política fiscal de carácter general puedan generar incertidumbre sobre los agentes económicos, dando lugar a un retraimiento del gasto privado. Este puede ser el caso en un contexto en el que, además de la incertidumbre, los agentes perciban la existencia de riesgos para el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas en el medio plazo, derivados de las obligaciones futuras que surgirán por el impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público en pensiones o sanidad. Por todas estas razones, actuaciones discrecionales de este tipo pueden comprometer el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo y eliminar el margen de maniobra de la política fiscal para afrontar situaciones de desaceleración más acusadas.

El mantenimiento de una orientación de estabilidad presupuestaria durante la desaceleración económica es, en todo caso, compatible con medidas que, pudiendo alterar la composición de ingresos y gastos, no generen un deterioro permanente en la situación fiscal, sobre todo si se trata de medidas que contribuyen a mejorar la calidad de las finanzas públicas y la eficien-

cia de la economía. Pero para ello es fundamental realizar esfuerzos de contención del gasto público, con acciones compensatorias en aquellas rúbricas que ofrecen mayores márgenes para abordar reducciones de costes, en todos los niveles de las AAPP.

teniendo en cuenta, además, los retos a medio y largo plazo a los que se enfrentan las finanzas públicas.

Por último, no hay que olvidar que las finanzas públicas españolas se enfrentan a importantes retos en el medio y largo plazo, como consecuencia de la presión sobre el gasto público que ejercerá el previsible envejecimiento de la población. De no acometerse pronto reformas adicionales en los sistemas de pensiones, que sirvan para aumentar su grado de contributividad y fomenten el desarrollo de sistemas complementarios, la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas resultará cada vez más costosa y difícil.

El avance en las reformas estructurales resultará decisivo.

Por otro lado, el avance en las reformas estructurales será decisivo. En el ámbito de los sistemas financieros, los sucesos vividos desde el pasado verano han puesto claramente de manifiesto la necesidad de revisar algunos aspectos del marco regulatorio en el que transcurre la creciente innovación e integración, a la luz de las lecciones que se puedan obtener de las experiencias acumuladas. Las reformas necesarias tienen, en este caso, una dimensión eminentemente europea, cuando no mundial; no obstante, es a las autoridades nacionales a quienes corresponde velar por que su implementación sea suficientemente rápida y, sobre todo, efectiva. Desde una perspectiva más general, en la etapa de desaceleración que se inicia es especialmente importante que la moderación y el cambio de composición de la demanda sean aprovechados para reorganizar y fortalecer el tejido productivo, de forma que se sienten las bases para una pronta recuperación de un dinamismo sostenible. Para favorecer este proceso resulta imprescindible impulsar la adopción de reformas estructurales que permitan eliminar los obstáculos a una competencia efectiva en los mercados de productos, así como los que puedan entorpecer la reasignación de recursos productivos y mejorar la flexibilidad de los mecanismos de fijación de precios y salarios. De esto último depende que el ajuste recaiga más sobre estas variables o que se desplace hacia la actividad y el empleo, generando mayores costes económicos y sociales. La creación de un clima adecuado en las relaciones industriales entre empresarios y trabajadores puede facilitar la flexibilidad necesaria en el interior de las empresas para introducir los cambios organizativos y en la gestión de la actividad productiva necesarios para adaptarse a la nueva fase cíclica y para alcanzar mejoras de eficiencia en el medio y largo plazo. El logro de avances en el seno de las empresas en esta materia puede contribuir a reducir la necesidad de que el ajuste se realice mediante recortes en el empleo, a suavizar el alcance de la desaceleración y a facilitar la recuperación del dinamismo económico. Las reformas estructurales no solo elevan el crecimiento potencial de la economía a través de la mejora de la productividad, el empleo y la eficiencia del sistema productivo, lo cual es clave para alcanzar mayores niveles de bienestar, sino que también favorecen el ajuste de la economía ante las perturbaciones macroeconómicas y reducen el riesgo de que estos procesos de ajuste sean más prolongados y costosos.

El funcionamiento del mercado de trabajo determinará en gran medida la capacidad de ajuste de la economía...

En este sentido, como se profundiza en el capítulo 2 de este Informe, la mayor flexibilidad que se ha alcanzado en el mercado laboral en estos últimos años ha sido, en buena medida, el resultado del efecto dinamizador que han ejercido los nuevos entrantes en este mercado —trabajadores inmigrantes, fundamentalmente—, que muestran una mayor flexibilidad salarial, así como una movilidad geográfica y sectorial más elevada, y su actitud ante la pérdida de empleo es más activa. Por el contrario, no se han introducido cambios en el marco de negociación colectiva ni en los sistemas de contratación laboral que permitan prever un ajuste de los salarios de la magnitud necesaria para impedir que, en un contexto de desaceleración económica, el ajuste recaiga principalmente sobre el empleo temporal, que sigue representando más del 30% del empleo total. Por eso es imprescindible seguir avanzando en las reformas del mercado de trabajo con la progresiva eliminación de las rigideces nominales y reales exis-

tentes, facilitando una adecuación de los incrementos salariales a los aumentos de la productividad, de forma diferenciada entre sectores y empresas, y abordando algunas de las reformas pendientes en el ámbito de la contratación, de forma que se elimine la segmentación actual. El hecho de que el cambio cíclico de la economía española se esté produciendo en un momento de repunte salarial y de significativo deterioro de la situación inflacionista hace más apremiante, si cabe, afrontar este conjunto de reformas.

En paralelo, estas medidas deben acompañarse de una mejora en la formación de los trabajadores, que incremente su productividad y facilite su adaptación ante cambios en las necesidades de la demanda y, por tanto, la reasignación de los trabajadores entre sectores y profesiones. Este aspecto resulta también clave desde una perspectiva de medio plazo en el que el fenómeno del envejecimiento de la población puede limitar la disponibilidad de empleo cualificado. Para ello se debe promover la formación continua de los trabajadores y, en general, mejorar la educación, tanto la secundaria, donde la tasa de abandono escolar sigue entre las más elevadas de los países de nuestro entorno, como la universitaria, impulsando, además, su adecuación a los nuevos requerimientos de las empresas. La movilidad regional de los trabajadores podría, por su parte, favorecerse a través del desarrollo de un mercado de vivienda en alquiler suficientemente profundo, para lo cual se hace necesario mejorar la seguridad jurídica de los propietarios, modificar aquellos aspectos de la Ley de Arrendamientos Urbanos que pueden estar limitando la entrada en el mercado de viviendas vacías, como, por ejemplo, la duración mínima de los contratos, promover la vivienda de protección oficial en este régimen y revisar los incentivos fiscales a la compra que favorecen este régimen de tenencia frente al de alquiler.

junto con el aumento de la competencia, la profundización de la liberalización...

Pero, además, debe continuar el aumento del grado de competencia en los distintos sectores de la economía, mediante políticas de liberalización y de desregulación. Esta orientación es fundamental para mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos en la economía y también puede contribuir a aminorar las subidas de precios.

Como se observa en el recuadro 1.3, el grado de competencia ha aumentado, con carácter general, de forma significativa en las últimas décadas, pero en algunos sectores de actividad es todavía inferior al de otros países de nuestro entorno. En primer lugar, existe margen para profundizar en los procesos de liberalización ya iniciados de algunas industrias de red y, en particular, de la energía. En los sectores de gas, electricidad y comercialización de hidrocarburos líquidos, la evolución más reciente en cada uno de ellos del segmento del mercado liberalizado, de los precios y de las cuotas de mercado muestra resultados dispares, que sugieren la necesidad de dar un impulso a la competencia. Por otra parte, en relación con el transporte, el retraso en la liberalización programada del sector ferroviario, en particular en la creación de un regulador independiente que supervise el funcionamiento de este mercado, ha demorado la introducción de competencia efectiva. Debe tenerse en cuenta, además, que estas dos ramas de actividad —transporte y energía— son, como en la mayoría de economías desarrolladas, las principales generadoras de emisiones de CO₂, por lo que las actuaciones en estos ámbitos resultan claves para que España pueda alcanzar los compromisos medioambientales adquiridos en Kioto. En cuanto a las telecomunicaciones, aunque los indicadores de precios y cuotas apuntan hacia nuevos avances en su entorno competitivo, se mantiene, no obstante, una brecha significativa en el peso de las tecnologías de la información en comparación con la situación en otras economías desarrolladas, que puede ser sintomática de problemas subyacentes en el sector. Por último, en el caso del comercio minorista, el grado de regulación se ha ido haciendo más restrictivo, lo que resulta preocupante dado el papel que desempeñan los canales de distribución en el comportamiento de la productividad y en los procesos de formación de precios. Por ello, se hace necesario revertir esa tendencia y proce-

La teoría económica establece que, en ausencia de fallos de mercado, la competencia perfecta garantiza una asignación óptima de los recursos. Como consecuencia de ello, las desviaciones respecto a esta situación (monopolio, oligopolio, competencia monopolística, etc.) tienden a generar un precio de equilibrio superior al de competencia perfecta, que reduce la cantidad de producto intercambiada y producida por las empresas participantes en el mercado. De esta forma, cuanto menor sea el nivel de competencia de una economía, más lejos se encontrará su nivel de producción y, por tanto, su nivel de empleo del nivel potencial al que podría aspirar. Además, la competencia no solo tiene efectos positivos sobre la riqueza agregada del país, sino que también tiene un impacto redistributivo: es la rivalidad entre los productores la que obliga a las empresas a reducir los precios y los márgenes con los que operan y, así, a transferir las rentas y los beneficios del progreso técnico y de la innovación a los consumidores.

Además, estudios más recientes muestran que una mayor competencia puede tener efectos adicionales sobre la actividad sin necesidad de aumentar la dotación de factores productivos de la economía, ya que puede influir sobre su productividad. Esto es consecuencia de

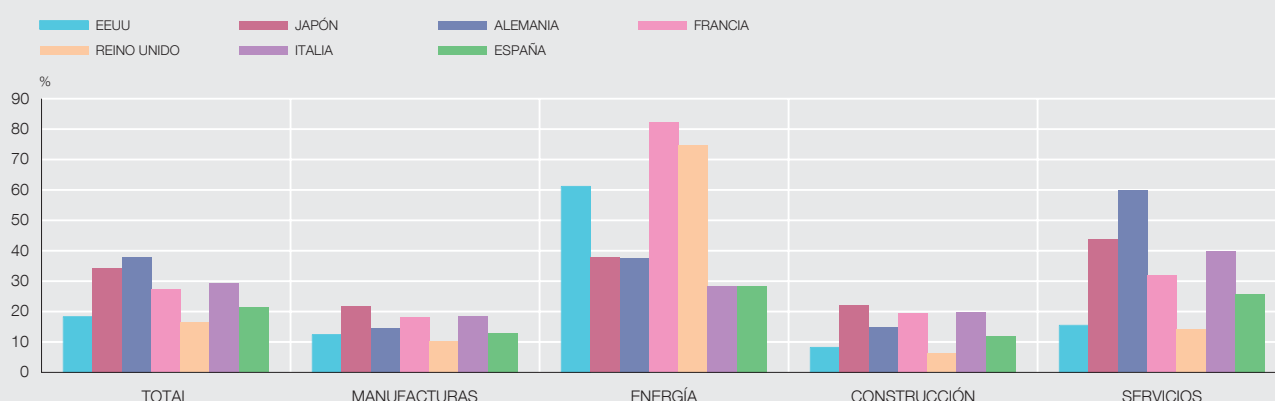
que una mayor competencia: a) incentiva a las empresas existentes en el mercado a aproximarse a su frontera de posibilidades de producción, de modo que se reduce la denominada ineficiencia X^1 ; b) provoca que las empresas más eficientes crezcan y desplacen a las menos eficientes, llegando, incluso, a desaparecer, por lo que pueden ser sustituidas por nuevas entrantes más productivas, y c) puede incentivar la disposición de las empresas a investigar y a innovar².

Una forma de aproximar en qué medida un mercado se aleja del paradigma de la competencia perfecta es mediante el cálculo de los

1. La ineficiencia X hace referencia a aquellas pérdidas de eficiencia derivadas del comportamiento de los individuos que forman parte de organizaciones no sujetas a la disciplina del mercado, como consecuencia de la falta de mecanismos de control e incentivos adecuados. 2. Este último efecto es mucho más controvertido, tanto a nivel teórico como empírico. Por un lado, se puede pensar que, cuanto mayor es la competencia, mayores son las ganancias de (y las presiones para) reducir los costes de producción, mejorar el producto o diferenciarse de los competidores; por otro lado, dado que la inversión en I+D+i suele implicar elevados costes fijos y requerir cierto tiempo la obtención de sus rendimientos, solo empresas que cuenten con rentas monopolísticas podrían disponer de los recursos financieros necesarios para acometer tales inversiones.

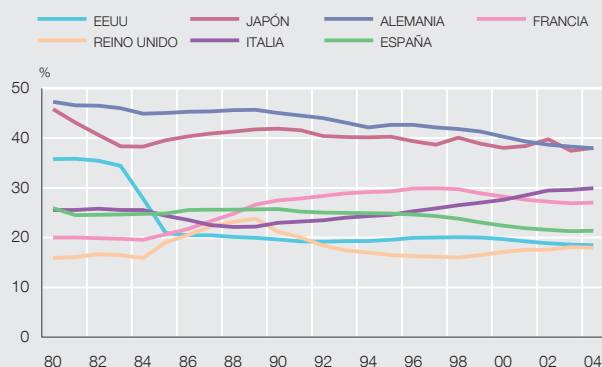
1 ESTIMACIÓN DE LOS MÁRGENES.

Porcentaje respecto a la producción bruta (2000-2004)



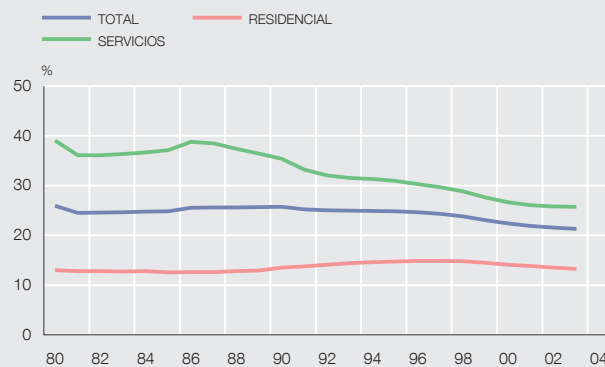
2 EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DESARROLLADAS.

Porcentaje respecto a la producción bruta (1980-2004)



3 EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EN ESPAÑA Y DESAGREGACIÓN SECTORIAL.

Porcentaje respecto a la producción bruta (1980-2004)



FUENTE: Banco de España, a partir de los datos de EU-KLEMS.

márgenes empresariales³ de las empresas que operan en él. Así, en este recuadro se presenta una estimación de los márgenes de la economía española para distintas ramas de actividad, comparándolos con los de los seis mayores países desarrollados (Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia e Italia). Para ello, se utiliza la metodología introducida por Hall (1988)⁴ y mejorada posteriormente en diversos aspectos para dotar de mayor robustez a los resultados que proporciona. Además, para tener en cuenta que también podrían existir problemas de falta de competencia en los mercados de los factores de producción, se tienen presentes los desarrollos de Dobbelaere y Mairesse (2007)⁵, que permiten tener en cuenta que los salarios de los trabajadores se fijan a través de la negociación colectiva.

De forma intuitiva, esta estimación aproxima los *mark-ups* como la ratio entre los ingresos de las empresas y los costes de los factores que son utilizados en la producción. Dado que se considera que todos los factores productivos pueden ajustarse inmediatamente, estas estimaciones solo se pueden considerar una aproximación a los niveles de largo plazo de los *mark-ups*. En cualquier caso, no debe olvidarse que no se consideran los costes fijos; por este motivo, es aconsejable hacer inferencias sobre el nivel de competencia en un mismo sector de distintos países en función de la magnitud de sus *mark-ups*, más que entre distintos sectores de un mismo país.

Así, en el gráfico 1 aparecen los *mark-ups* estimados para los siete países más desarrollados en la primera mitad del nuevo milenio. Como se puede apreciar, España presenta un nivel de márgenes medio para el conjunto de la economía de alrededor del 20%, superior al 16% estimado para el Reino Unido, país que presenta los niveles de márgenes más reducidos. Al nivel de las grandes ramas de actividad, los márgenes parecen ser más reducidos en las manufacturas que en el resto de ramas, probablemente debido a que aquellas se encuentran más expuestas a la competencia internacional. En cambio, en España los márgenes más elevados se encuentran en el sector servicios (26%), que prácticamente duplican el 14% que se estima para el Reino Unido. Por su parte, los márgenes de largo plazo de la economía española en la rama de la construcción son relativamente reducidos (12%), resultando significativo el que hayan sido los

países con menores márgenes en este sector los que han mostrado en los últimos años un mayor dinamismo de su oferta (Reino Unido, Estados Unidos y España). A un mayor nivel de desagregación, los resultados sugieren que los márgenes son particularmente elevados en los sectores de agricultura, servicios recreativos y personales, sanidad, hoteles y restaurantes, transporte, energía eléctrica y material de transporte. En cambio, en la electrónica y servicios a empresas los *mark-ups* en España son los más bajos de todos los países considerados.

La evolución de los márgenes en las tres últimas décadas se muestra en los gráficos 2 y 3. Se puede apreciar cómo el nivel de competencia de las economías desarrolladas ha tendido a aumentar en las últimas décadas, con las únicas excepciones de Italia y Francia, cuyos niveles de márgenes eran superiores en 2004 a los de principios de los años ochenta. En el caso del resto de países, destacan las notables reducciones registradas en Estados Unidos (a mediados de los años ochenta) y en Alemania (aunque en este caso se partía de niveles muy elevados, con lo que continúa siendo el país que presenta menores niveles de competencia). En España, los *mark-ups* se han reducido en alrededor de cinco puntos porcentuales desde principios de los años ochenta. Esta reducción ha sido sobre todo consecuencia del notable ajuste en los servicios, proceso que parece haberse detenido a principios del nuevo milenio. En el caso de las manufacturas se observan un estancamiento hasta principios de los años noventa y un claro aumento en los años posteriores.

Para ilustrar las potenciales ganancias para la sociedad de una política de fomento de la competencia en la economía, diversos trabajos han intentado estimar el aumento de producción que se obtendría si se elevara su nivel de competencia. Así, por ejemplo, Bayoumi et ál. (2004)⁶ encontraron que el PIB del área del euro podría aumentar de una forma muy significativa si su nivel de competencia se igualara al de Estados Unidos. Dado que, según las estimaciones de este recuadro, el nivel de los *mark-ups* en España en los últimos años sería inferior a los de los países más grandes del área del euro, pero todavía superiores a los del Reino Unido o Estados Unidos, las ganancias de producción (y, consecuentemente, de empleo), de aproximarse al nivel de competencia de estos dos países, serían suficientemente significativas. Más concretamente, las mayores ganancias se generarían en los servicios y en la rama de electricidad, y, por el contrario, ni en las manufacturas ni en el sector de la construcción habría ganancias de actividad significativas.

3. Los márgenes se definen como los ingresos que obtiene una empresa por encima de la remuneración que paga a sus trabajadores, de los gastos por aprovisionamientos y por el funcionamiento general de la empresa y de la remuneración del capital productivo. 4. R. Hall (1988), «The Relation between Price and Marginal Cost in US Industry», *Journal of Political Economy*, n.º 39.

5. S. Dobbelaere y J. Mairesse (2007), *Panel Data Estimates of the Production Function and Product and Labor Market Imperfections*, ECB Working Papers Series, n.º 782.

6. T. Bayoumi, D. Laxton y P. Pesenti (2004), *Benefits and Spillovers of Greater Competition in Europe: a Macroeconomic Assessment*, ECB Working Papers Series, n.º 341.

der, en particular, a una reducción de las barreras que dificultan la entrada de nuevos establecimientos en este sector.

la mejora del marco regulatorio
y el impulso de la productividad.

Las políticas de liberalización deben venir acompañadas de la definición de marcos regulatorios más sencillos, transparentes y estables. Aunque no se dispone de estimaciones precisas, España es uno de los países europeos donde las cargas administrativas relacionadas con la actividad empresarial son más onerosas y que, por tanto, dificultan en mayor medida la competitividad de las empresas. En este sentido, una ambiciosa transposición de la directiva de servicios y el establecimiento de medidas concretas con el fin de alcanzar los objetivos marcados en este ámbito en el Programa Nacional de Reformas, en particular, en el ámbito de la I+D+i, podrían desempeñar un papel muy relevante en la disminución efectiva de los costes de las empresas y en la creación de un entorno más favorable a su creación y, por tanto, a la dinamización y flexibilización de la economía.

Por último, las políticas mencionadas deben complementarse con actuaciones adicionales orientadas a fomentar el crecimiento a largo plazo, mediante el aumento de la inversión en capital físico, tecnológico y las infraestructuras, el impulso de la innovación, así como la adecuada incorporación de sus resultados en los procesos productivos y la mejora de la eficiencia del sector público. A la consecución de los objetivos mencionados deben contribuir todas las administraciones —en particular, las CCAA, dadas las elevadas competencias que han adquirido en los distintos ámbitos de la actividad económica—, así como los agentes sociales, cada uno desde su área de responsabilidad respectiva.