

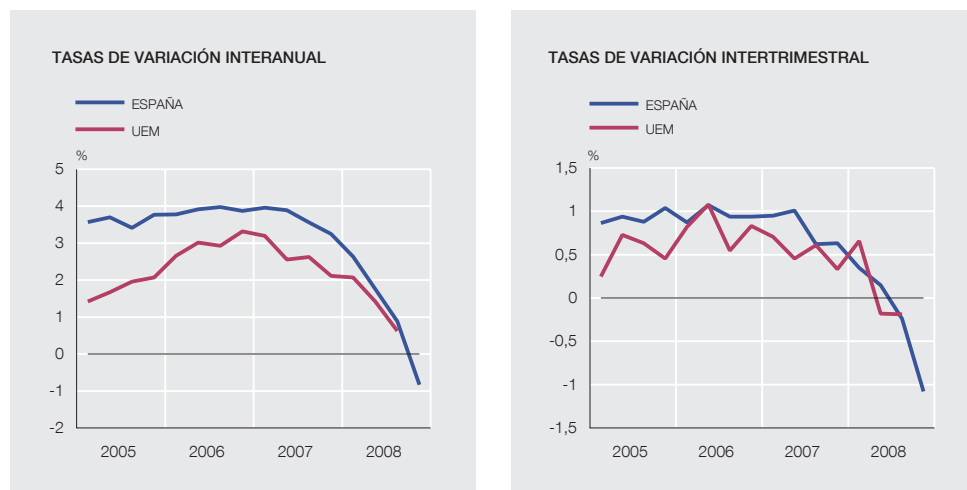
1 Rasgos básicos

Durante los tres primeros trimestres de 2008, la economía española experimentó una continuada pérdida de impulso, fruto de la propia dinámica del ajuste interno que había iniciado el año anterior y del impacto del prolongado episodio de inestabilidad financiera. Según la información disponible, esta pauta se habría intensificado en el cuarto trimestre, tras el agravamiento de la crisis financiera internacional —que tuvo importantes efectos sobre la confianza de los agentes y supuso un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación—, estimándose un descenso de la tasa interanual del PIB del 0,8% (–1,1% en su tasa intertrimestral). Detrás de esta evolución se encontraría una reducción de la demanda nacional del 2,4%, en términos de su tasa interanual, que no pudo ser compensada por la demanda exterior neta, que amplió en nueve décimas su aportación positiva al crecimiento del producto, hasta alcanzar 1,7 pp.

Con este cierre del año, la tasa de crecimiento del PIB en el conjunto del 2008 se habría situado en el 1,1%, cifra que representa una sustancial desaceleración con respecto a la tasa de avance del año previo (3,7%). El pronunciado declive del ritmo de crecimiento a lo largo de 2008 se produjo como consecuencia de la intensa ralentización de la demanda nacional, que registró una tasa de avance promedio del 0,4%, frente al 4,2% de 2007, resultado del debilitamiento generalizado de todos sus componentes, excepto del consumo público, que mantuvo registros similares a los del año previo. Destacan, no obstante, la fuerte corrección de la inversión residencial —cuya tasa de variación descendió en el promedio del año cerca del 10%— y el rápido ajuste del consumo —que en la segunda mitad del año experimentó crecimientos prácticamente nulos o incluso negativos—. Por su parte, la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva al crecimiento del producto, por primera vez desde 1997, de 0,7 pp, frente a una aportación negativa de 0,8 pp en 2007, apoyada sobre todo en la rápida pérdida de pulso de las importaciones, que fue de mayor intensidad que la ralentización de las exportaciones.

Por el lado de la oferta, el frenazo del gasto repercutió en todas las ramas productivas, aunque en mayor medida en las ramas industriales y en la construcción, así como en el ritmo de generación de empleo, que registró un acusado deterioro, hasta el punto de entrar en una fase de reducción neta de puestos de trabajo en el tercer trimestre, que se intensificó en los últimos meses del ejercicio. Como consecuencia de ello, en 2008 la ocupación cayó el 0,5% (frente a un aumento del 3,1% en 2007) y la tasa de paro se elevó sustancialmente, hasta el 11,3% en el promedio del año (13,9% en el cuarto trimestre), según la EPA, en un contexto en el que la oferta laboral mantuvo un fuerte dinamismo. En cuanto a la inflación, la tasa de crecimiento del IPC se situó, en el promedio del año, en el 4,1%, por encima del valor medio del año anterior (2,8%), si bien en la segunda parte del ejercicio mostró un perfil de rápida desaceleración, hasta alcanzar en diciembre una tasa de variación interanual del 1,4%, la más baja desde 1998. De este modo, el diferencial de inflación con la UEM, en términos del IAPC, se redujo en diciembre, finalizando el año con un registro negativo, por primera vez desde el inicio de la UEM, de –0,1 pp.

El panorama económico internacional en el último trimestre estuvo marcado por el episodio de excepcional inestabilidad que vivió el sistema financiero mundial en los meses de septiembre y octubre, así como por la contundente respuesta de los gobiernos y de los bancos centrales, que, ante la gravedad de la situación, adoptaron planes urgentes de apoyo en el ámbito fiscal y financiero, procedieron a ampliar los mecanismos de provisión de liquidez e instrumentaron reducciones en los tipos de intervención de magnitud sin precedente. Pese a



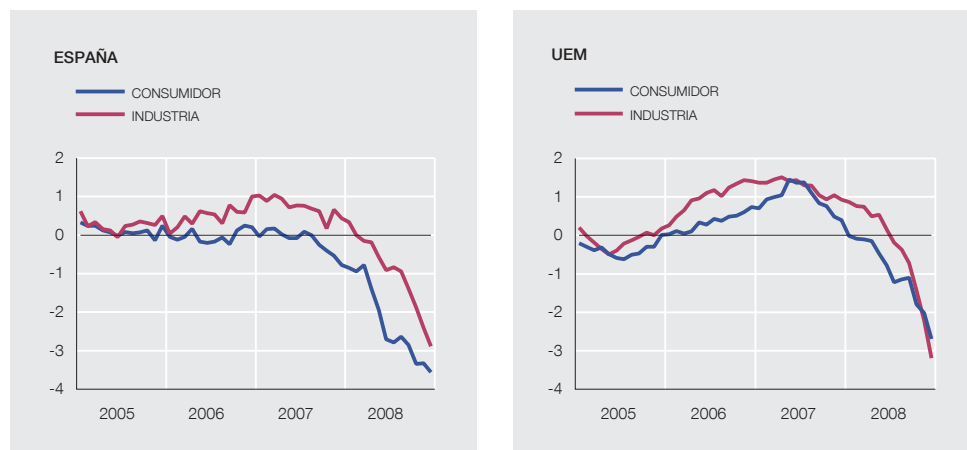
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

ello, persistieron las tensiones en los mercados financieros internacionales y las condiciones de financiación continuaron siendo restrictivas. En estas circunstancias se produjeron un nuevo y sustancial empeoramiento de la actividad económica mundial en los últimos meses de 2008, de carácter generalizado, y un deterioro de las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres. Simultáneamente, el precio del petróleo intensificó la trayectoria descendente iniciada en verano y se produjeron nuevos descensos en los precios de las otras materias primas, lo que propició recortes generalizados en las tasas de inflación y una nueva mejora de las perspectivas de inflación.

Como se señaló en el «Informe trimestral de la economía española», correspondiente al tercer trimestre de 2008, las autoridades económicas reaccionaron al severo deterioro que experimentaron los mercados financieros en los meses de septiembre y octubre con una amplia batería de medidas de distinto alcance, con el objetivo de restablecer la confianza, estabilizar los mercados financieros y evitar que se materializaran los posibles riesgos sistémicos. Estas medidas incluían la elevación de los umbrales de garantía de los fondos nacionales de garantía de depósitos, la adopción de medidas encaminadas a evitar la interrupción de flujos crediticios y, por último, la posibilidad de que las entidades mejoren sus ratios de capital mediante operaciones de recapitalización. En este marco, el Gobierno de España aumentó el umbral de las garantías de depósitos hasta 100.000 euros, creó un fondo con cargo al Tesoro para la adquisición de activos españoles de máxima calidad y aprobó la concesión de avales del Estado a las operaciones nuevas que realicen las entidades de crédito en España. Autorizó también la posibilidad de adquirir títulos aptos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (véase, para más detalle de estas actuaciones, el recuadro 2 del citado Informe).

Los esfuerzos por dar una salida coordinada a la situación internacional que se fueron produciendo a lo largo del trimestre culminaron en la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno de las principales economías desarrolladas y emergentes que tuvo lugar en Washington a mediados de noviembre, y que concluyó con el acuerdo de apoyar al sistema financiero, con el establecimiento de unos principios básicos para guiar su reforma y con el compromiso de resistir las presiones proteccionistas. En este contexto, el Consejo Europeo aprobó el pasado 12 de diciembre el Plan de Recuperación Económica Europea, cuyo objetivo inmediato es desti-



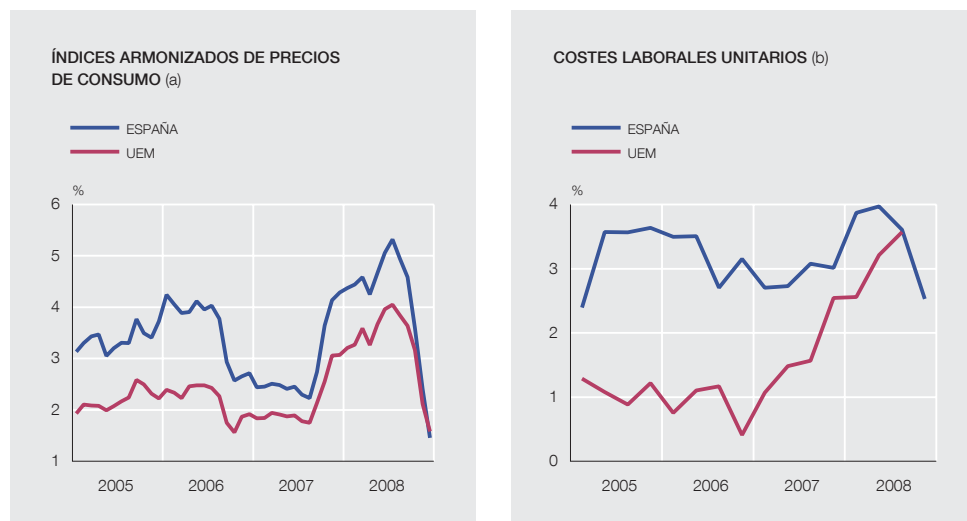
FUENTE: Comisión Europea.

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

nar en torno a un importe equivalente al 1,5% del PIB de la UE a promover la inversión pública y el gasto de las empresas (véase recuadro 3 de este Informe). Y bajo estas premisas se enmarcan también la iniciativa del Gobierno de España, aprobada a finales de noviembre, de constituir un Fondo Estatal de Inversión Local (dotado con 8.000 millones de euros), que deberá dedicarse a la financiación de inversiones generadoras de empleo en el ámbito municipal, y la creación de un Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo (dotado con 3.000 millones de euros) a sectores considerados estratégicos, para acometer proyectos que tengan impacto, asimismo, en el empleo.

Los bancos centrales, a su vez, acometieron importantes descensos en los tipos de intervención y continuaron realizando una oferta ilimitada de liquidez, según los procedimientos introducidos en los meses previos. La Reserva Federal redujo los tipos oficiales en octubre, noviembre y diciembre, fecha en la que el tipo de interés de los fondos federales quedó situado en un rango objetivo entre el 0% y el 0,25%, al tiempo que formalizaba un cambio de estrategia en su política monetaria, orientada ahora a la salvaguarda de la estabilidad financiera (véase recuadro 2); y el Banco de Inglaterra, que siguió una secuencia similar, dejó el tipo oficial en el 1,5% en enero. El Consejo de Gobierno del BCE, por su parte, decidió instrumentar cuatro recortes consecutivos de los tipos de interés entre octubre y enero, hasta situar el tipo de las operaciones principales de financiación en el 2%, 225 puntos básicos por debajo del nivel observado en septiembre, a la vez que siguió suministrando toda la liquidez demandada por las instituciones financieras, a plazos que van desde la semana hasta los seis meses, habiendo adquirido el compromiso de mantener esta orientación mientras siga siendo necesario.

La adopción de este conjunto de medidas contribuyó a frenar el deterioro de los principales indicadores de tensión financiera. No obstante, no se ha superado la gran fragilidad que sigue prevaleciendo, en un contexto todavía dominado por la incertidumbre, la volatilidad de los mercados y la elevada aversión al riesgo, que mantienen unas condiciones de financiación de carácter restrictivo. Desde mediados de octubre se ha producido una considerable reducción de los tipos de interés de los depósitos interbancarios, que ha continuado en las semanas transcurridas de enero, pero los niveles negociados se sitúan todavía por encima de los correspondientes a las operaciones bancarias con garantías, indicando la persistencia de tensión.



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

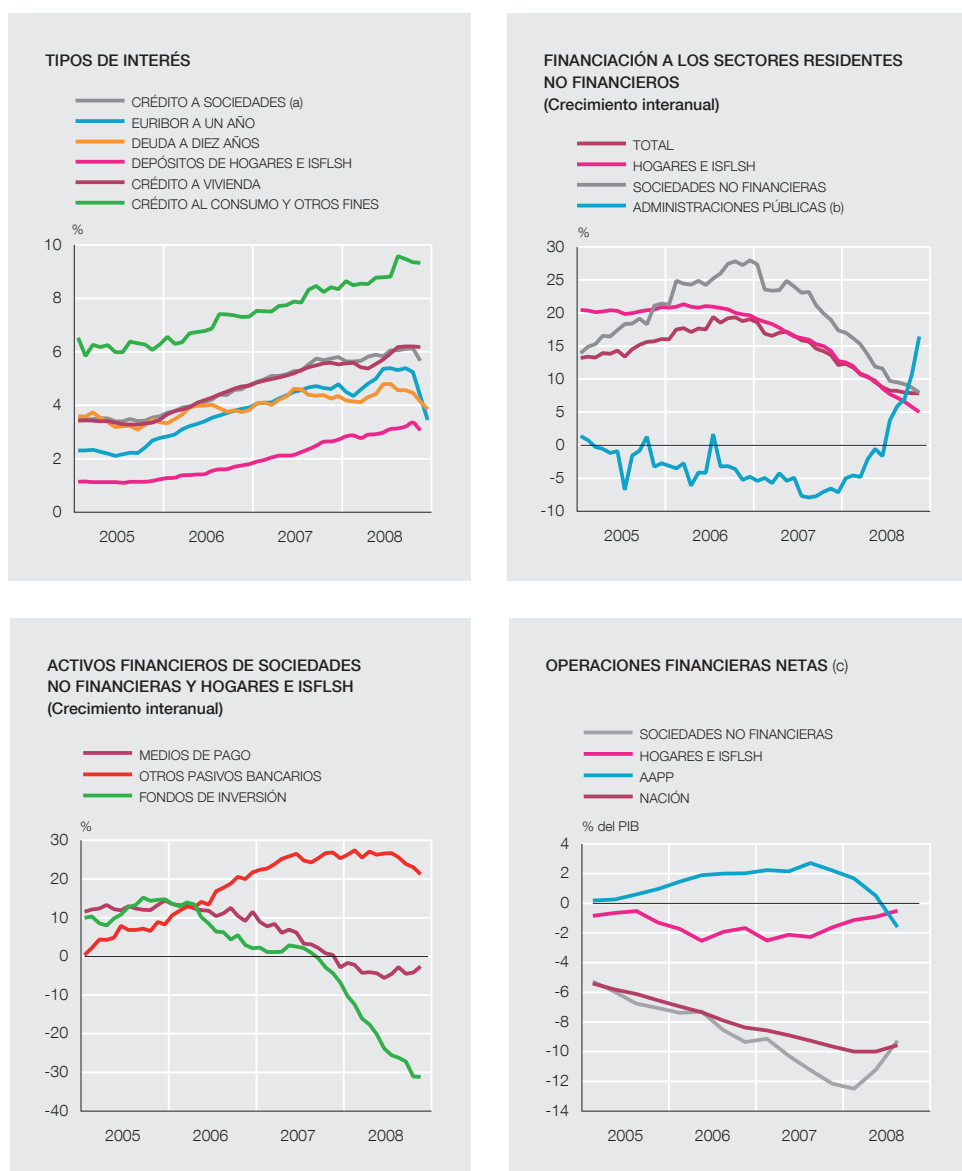
a. Tasas de variación interanual.

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

nes en los mercados monetarios. Las rentabilidades de la deuda pública también cayeron, sobre todo en los plazos cortos, observándose, dentro de la UEM, discrepancias de cierta importancia en el recorrido a la baja, por lo que se ampliaron los diferenciales en el caso de la mayoría de las deudas con respecto a la referencia alemana. En el caso de la deuda emitida por el Tesoro español a diez años, el diferencial con el título alemán se situaba en la tercera semana de enero en 120 pb (prácticamente nulo hasta el inicio de las turbulencias financieras). Standard & Poors rebajó el día 19 de este mes la calificación crediticia de dicha deuda en un escalón (de AAA a AA+). Por su parte, las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras se volvieron a ampliar en el último trimestre, aunque en enero se redujeron en alguna medida, y en los mercados de renta variable se produjeron caídas muy abultadas de las cotizaciones, en un trasfondo de elevada volatilidad, que han continuado en enero.

En este entorno de inestabilidad, la actividad de la economía mundial siguió deteriorándose en el último trimestre, tras haber registrado crecimientos negativos en el tercero en Estados Unidos, Reino Unido, Japón y la zona del euro. En las economías emergentes, donde se había mantenido la fortaleza hasta la segunda parte del año, se produjo una fuerte desaceleración de la actividad en el último trimestre, de forma muy acusada en los países de Europa Central y del Este, que están siendo, hasta el momento, los más vulnerables a la crisis financiera internacional.

En el área del euro, tras experimentar en el período julio–septiembre un descenso del PIB, por segundo trimestre consecutivo, los indicadores coyunturales disponibles para los meses finales de 2008 señalan un deterioro adicional de la actividad, afectada por el impacto de la crisis financiera, el elevado clima de incertidumbre y la caída de la demanda procedente del exterior. Paralelamente, en el último trimestre se produjo una importante moderación de la inflación, que situó la tasa de crecimiento interanual del IAPC en el 1,6% en diciembre. Este comportamiento, como en el resto de zonas geográficas, estuvo muy ligado a la evolución de los precios de la energía, pues el resto de componentes apenas moderó su tasa de avance. La reducción sustancial de las presiones inflacionistas, en un contexto de marcado deterioro de las perspectivas económicas, sustentó el cambio sustancial en el tono de la política monetaria ya mencionado.



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

Bajo estas circunstancias, el entorno exterior de la economía española continuó debilitándose y las condiciones de financiación de empresas y familias siguieron siendo restrictivas, a pesar de que el coste de la financiación bancaria habría empezado a reducirse en respuesta a los desarrollos descritos en los mercados monetarios. Los importantes descensos de las rentabilidades negociadas en los mercados monetarios que se observan desde noviembre tenderán previsiblemente a reducir en los próximos meses el coste de la financiación del sector privado, así como la carga financiera soportada por las empresas y los hogares endeudados. Asimismo, las iniciativas adoptadas por las autoridades económicas nacionales e internacionales para restaurar el normal funcionamiento de los mercados financieros podrían ayudar a moderar las condiciones de acceso a la financiación por parte del sector privado. Por otra parte, la

significativa caída de las cotizaciones bursátiles en el último trimestre —que elevó las pérdidas acumuladas en 2008 en magnitudes próximas al 40% en los diferentes mercados de valores—, y los descensos en los precios de los inmuebles, que según la información proporcionada por el Ministerio de Vivienda se redujeron en el tercer trimestre en un 3,2% en tasa interanual, hasta cerrar el año con un crecimiento promedio del 0,7% (del 5,8% en 2007), tuvieron un efecto adverso sobre la riqueza del sector privado.

En este contexto, el gasto de los hogares experimentó una contracción más intensa que en el trimestre precedente. En particular, el consumo de las familias se redujo en una tasa interanual algo superior al 1,5% en el cuarto trimestre de 2008, con lo que en el conjunto del ejercicio resultó ser el componente de la demanda interna que más contribuyó a la desaceleración del PIB, por encima de la inversión residencial. El consumo se vio afectado por el clima de desconfianza inducido por las convulsiones de los mercados financieros en el trimestre y por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas generales. Pero, además, la destrucción de empleo y el endurecimiento de las condiciones de financiación contribuyeron a retraer las decisiones de gasto de los consumidores, amortiguando los efectos expansivos sobre la renta disponible provenientes del repunte de los salarios y del recorte de las tasas de inflación, así como del impulso fiscal vinculado a la rebaja del IRPF que entró en vigor en junio. Todos estos factores, junto con la disminución del valor real de la riqueza de las familias, están propiciando una rápida recuperación de su tasa de ahorro, que se elevó en el tercer trimestre hasta el 11,9% de la renta disponible, en términos acumulados del cuatro trimestres, frente al 10,2% en el promedio de 2007.

Por su parte, la inversión residencial se vio especialmente influida por el efecto contractivo que están ejerciendo el endurecimiento de las condiciones de financiación y el clima de incertidumbre sobre las perspectivas económicas, al que se añade, de forma singular, la trayectoria descendente que han iniciado los precios de la vivienda. La oferta inmobiliaria se fue ajustando a lo largo del año a la caída de la demanda residencial, al tiempo que continuaba el proceso de reestructuración del sector, lo que provocó una contracción adicional en la actividad de construcción residencial. Se estima un descenso de la inversión residencial que podría haber alcanzado el 20% interanual en el último trimestre del año.

Lógicamente, ante la revisión a la baja de los planes de gasto de los hogares, la demanda de financiación mostró un menor crecimiento, lo que, unido al endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito, determinó que en los últimos meses del ejercicio prosiguiera la trayectoria de desaceleración de la deuda de las familias, que alcanzó un ritmo de crecimiento interanual en noviembre del 5%, casi ocho puntos inferior al registrado en diciembre de 2007, continuando la pauta de leve descenso de la ratio de endeudamiento, que se inició durante el tercer trimestre, en el que esta se situó en el 128% de la RBD.

También el retroceso de la inversión empresarial se intensificó en el cuarto trimestre, como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas, de la debilidad de la demanda y del agravamiento del clima de incertidumbre, en unas condiciones de financiación poco favorables para abordar proyectos empresariales. La inversión en equipo mostró un acusado retroceso, superior al 7% en tasa interanual, y la realizada en otras construcciones comenzó a mostrar registros igualmente negativos. La financiación ajena de las sociedades no financieras también continuó desacelerándose, hasta alcanzar en noviembre una tasa de crecimiento interanual próxima al 8%, frente a una tasa del 17% en diciembre de 2007, propiciando una ligera reducción en la ratio de deuda del sector durante los últimos meses del ejercicio.

Las AAPP contribuyeron en 2008 a sostener el gasto, principalmente por la vía del consumo público, que aumentó a una tasa del 5% en el conjunto del año, ya que la inversión experimen-

tó avances moderados, muy inferiores a los de años precedentes. Pero, además, el deterioro de la actividad provocó que a lo largo de 2008 se activaran los estabilizadores automáticos en forma de aumentos de las prestaciones por desempleo y de descensos de la recaudación impositiva, suavizando el impacto del cambio cíclico sobre la renta disponible de las familias. Por último, el Gobierno adoptó una serie de medidas que redujeron la carga tributaria de empresas y familias, por un importe estimado de casi 2 pp del PIB. Como consecuencia de estos factores, y de la pérdida de recaudación adicional que está suponiendo la desaparición de los ingresos extraordinarios vinculados al proceso de expansión inmobiliaria, las cuentas públicas mostraron un rápido deterioro en 2008, pasando de una situación de superávit en 2007, del 2,2% del PIB, a un déficit que podría ascender al 3,4% del PIB en 2008, según la última actualización del Programa de Estabilidad. La ratio de deuda pública, por su parte, quebró la trayectoria descendente de los últimos once años, con un repunte de 3,3 pp en 2008, hasta el 39,5% del PIB. Para 2009, el Gobierno prevé un aumento adicional del déficit, que podría situarse en cotas próximas al 6% del PIB, aunque una parte de este empeoramiento se justifica por la puesta en marcha de la creación de los Fondos de Inversión Municipal y para Actuaciones de Dinamización de la Economía.

El progresivo debilitamiento del gasto interno se vio mitigado por el mayor dinamismo de la demanda exterior neta, para la que se estima una contribución positiva al crecimiento del producto de 1,7 pp en el cuarto trimestre. Detrás de esta evolución se encuentra, sobre todo, la debilidad de las importaciones, que están reflejando con rapidez el ajuste a la baja de la demanda final de consumo y de inversión en equipo. Por su parte, las exportaciones recortaron significativamente sus tasas de avance, en un entorno de mayor ralentización del comercio mundial, y ello a pesar de que, en el cuarto trimestre, tanto la depreciación del euro como la evolución de los precios relativos permitieron un comportamiento más favorable de los indicadores de competitividad-precio, que ayudaron a amortiguar las pérdidas acumuladas en la primera parte del ejercicio. Respecto a los servicios turísticos, los indicadores disponibles apuntan hacia una intensificación de su descenso en el cuarto trimestre, pauta que habría sido compartida por las importaciones de servicios no turísticos, aunque no por las exportaciones de este tipo de bienes, que experimentaron un leve repunte.

La corrección de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto se ha empezado a trasladar a las necesidades de financiación de la nación, que en el tercer trimestre se situaron en el 9,6% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente niveles del 10% en los dos primeros trimestres de este año. Según los datos de la Balanza de Pagos, esta corrección continuó en octubre, apoyada adicionalmente por el recorte de la factura energética en estos últimos meses.

Por el lado de la oferta, durante el cuarto trimestre se produjeron descensos en el valor añadido de todas las ramas productivas de la economía de mercado, excepto en los servicios de mercado —que, en todo caso, moderaron sustancialmente sus tasas de aumento—, de particular intensidad en las ramas industriales y en el sector de la construcción. En este contexto, el empleo acentuó el ajuste que venía mostrando en trimestres previos, con una contracción de la ocupación que se estima en el entorno del 3%. Por ramas productivas, la caída de la ocupación fue nuevamente muy acusada en el sector de la construcción, pero también alcanzó tasas muy negativas en la industria, y afectó, por primera vez en esta fase de ajuste, a las ramas de servicios de mercado, que hasta el tercer trimestre habían creado empleos en términos netos, aunque de forma más moderada a medida que avanzaba el año. Por su parte, la ratio de temporalidad descendió hasta el 27,9% en el cuarto trimestre, reflejando el mayor impacto de los ajustes de plantilla sobre el empleo temporal. En conjunto, el ritmo de descenso del empleo fue superior a la caída del valor añadido, con lo que la pro-

ductividad experimentó un aumento en la economía de mercado, desde el 0,9% en 2007 al 1,7% en 2008.

A pesar del deterioro del mercado de trabajo a lo largo de 2008, se produjo un aumento significativo de los costes laborales —que solo flexionarían levemente en el último trimestre—, como consecuencia de un incremento medio de las tarifas salariales algo superior al del año previo, pero, sobre todo, del impacto de las cláusulas de salvaguarda de la inflación, que añadieron un punto adicional al repunte de los salarios de convenio. Se estima que la remuneración por asalariado ha podido crecer en el promedio del año a una tasa del 4,7% en la economía de mercado (y del 5% para el total de la economía), más de un punto y medio por encima de los incrementos registrados el año anterior. En términos de los costes laborales unitarios, el aumento habría sido inferior, debido a las ganancias de productividad que se están observando, aunque en todo caso por encima de los de nuestros competidores.

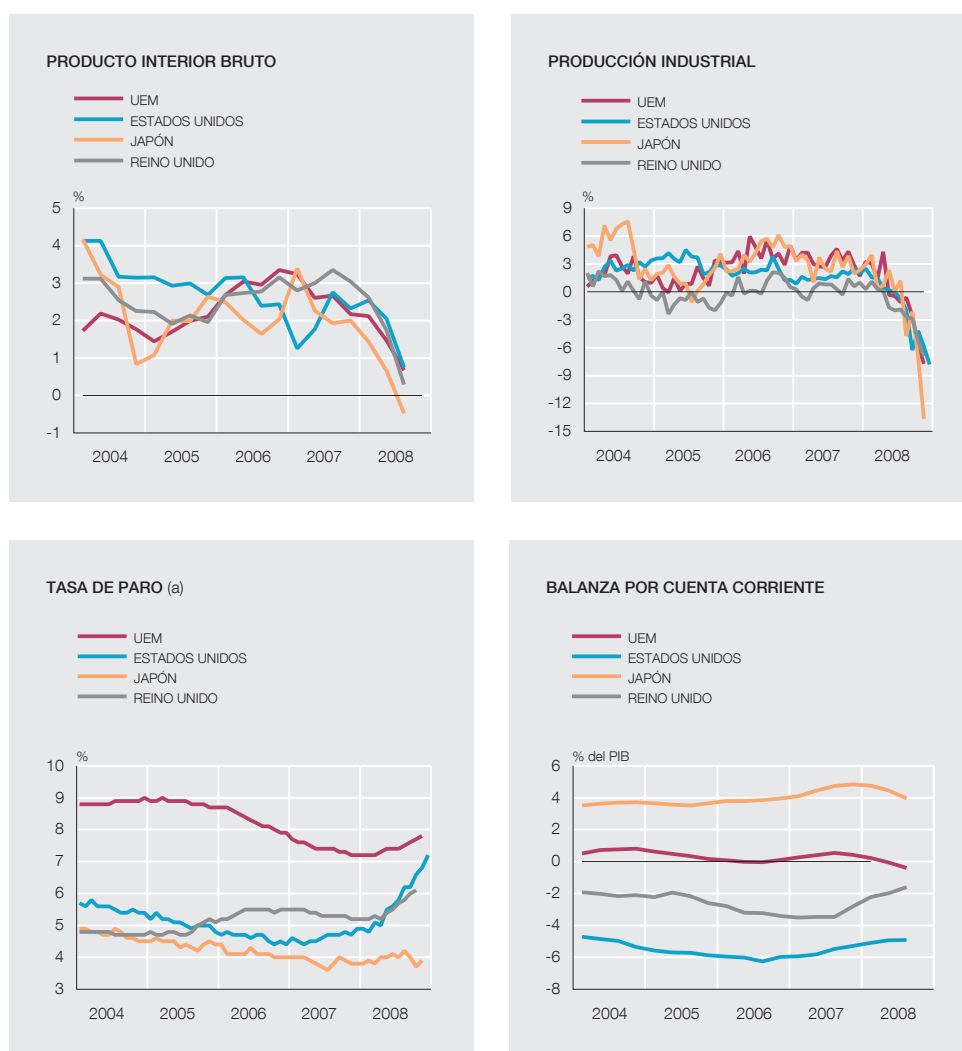
En respuesta a los descensos de los costes de las materias primas y del precio del petróleo que se produjeron en la segunda mitad de 2008, la tasa de inflación aproximada por el IPC se redujo desde el máximo anual que alcanzó en julio, del 5,3%, hasta niveles del 1,4% en diciembre, lo que determinó un diferencial de precios con la UEM negativo, en términos del IAPC, de 0,1 pp, por primera vez desde la constitución de la UEM. El IPSEBENE mantuvo una mayor estabilidad, pero se redujo en diciembre hasta el 2,6% de crecimiento interanual. La tendencia previsible de la inflación para los próximos meses apunta a crecimientos más moderados hasta los meses centrales de 2009, cuando se deshagan los efectos base de las alzas de los precios del petróleo de la primera mitad de 2008, aunque dentro de una trayectoria más general de contención de los precios, apoyada en la propia atonía de la demanda.

La economía española ha experimentado a lo largo del último año un ajuste muy severo, agravado por la prolongada situación de inestabilidad en los mercados financieros internacionales, que está generando un intenso debilitamiento de la actividad económica mundial, una acusada pérdida de confianza y un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado. El deterioro de la actividad se está trasladando con rapidez e intensidad al empleo, que está actuando como uno de los principales canales de propagación del ajuste hacia el resto de la economía, amplificando sus efectos sobre los planes de gasto. Cabe esperar que la traslación de las bajadas de los tipos de interés, el abaratamiento del petróleo, el descenso de la inflación, el efecto de las medidas expansivas adoptadas y la eventual superación de las tensiones financieras suministren algunos elementos de alivio de las tendencias contractivas. Sin embargo, resulta difícil pensar que el sector exterior pueda compensar significativamente la intensidad del ajuste de la demanda interna, dado el clima recesivo de la economía mundial. El margen de actuación compensadora del que dispone la política fiscal, tras el rápido deterioro de las finanzas públicas a lo largo del último año, es escaso, por lo que adquiere gran trascendencia el avance en las medidas y las reformas económicas apropiadas para mejorar la situación en el mercado de trabajo, fomentar el necesario relevo entre ramas productivas, aumentar la productividad a largo plazo y recuperar la trayectoria de expansión del producto potencial.

2 Entorno exterior del área del euro

En los últimos dos meses, la situación en los mercados financieros internacionales ha mostrado una cierta estabilización, tras las tensiones extremas que se registraron en las semanas posteriores a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers. Esta estabilización se ha reflejado en una moderada reducción de la volatilidad en los principales mercados, desde los valores máximos registrados en noviembre. Así, aunque la situación está lejos de normalizarse, algunos segmentos del sistema financiero se han reactivado, gracias al efecto de las medidas de apoyo que han llevado a cabo las autoridades. Entre estas medidas, cabe destacar: la ampliación en la provisión de liquidez y financiación al sistema bancario por parte de los bancos centrales, junto con el abaratamiento del coste de la financiación derivado de los nuevos descensos, muy acusados, en los tipos de intervención; las inyecciones de capital y las garantías concedidas a la deuda bancaria por parte de muchos gobiernos para reforzar la solvencia de las entidades y los planes específicos de rescate de algunas entidades con problemas, como *Citigroup* y, más recientemente, *Bank of America* en Estados Unidos; adicionalmente, se han ampliado las ayudas a otros sectores —en especial, al del automóvil en Estados Unidos—. Sin embargo, el efecto de estas medidas se ha visto atenuado por el fuerte deterioro de la mayoría de los indicadores macroeconómicos y los desfavorables resultados empresariales, así como por la incierta repercusión en los mercados del fraude financiero protagonizado por el *hedge fund* *Madoff* en diciembre. En este contexto, la respuesta de política económica por parte de las autoridades, a través del apoyo al sector financiero y de planes fiscales de creciente magnitud, resulta clave para restaurar la confianza de los agentes, salvaguardar la estabilidad financiera y apoyar la actividad económica. En el ámbito monetario, en particular, la relajación de la política monetaria, sin precedentes por su intensidad y generalidad, ha sido facilitada por la reducción sustancial y generalizada de las tasas de inflación y de las expectativas a corto y medio plazo.

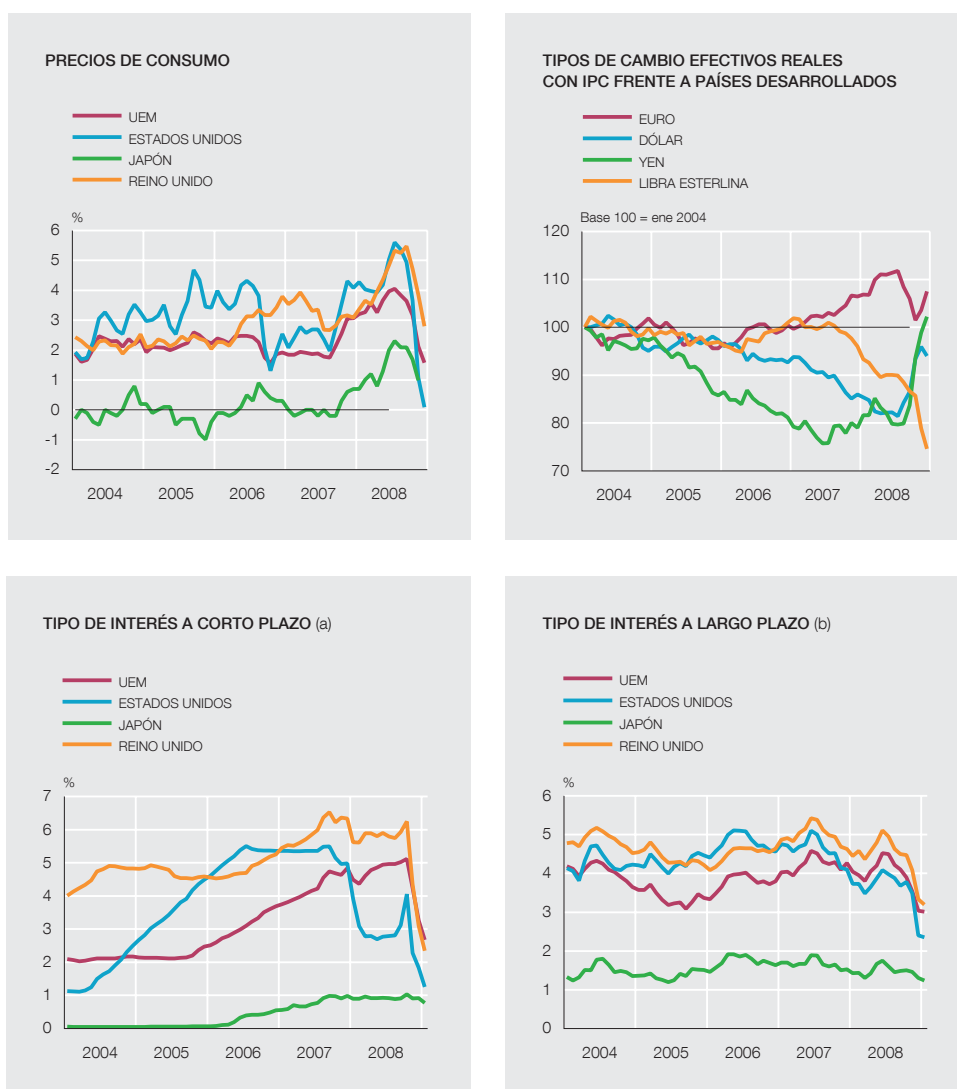
En los últimos tres meses, las bolsas de las economías avanzadas tendieron a moderar sus pérdidas. En los mercados cambiarios, el dólar alcanzó su valor mínimo frente al euro a mediados de diciembre —justo antes de la reducción de los tipos de intervención por parte de la Reserva Federal— y, desde entonces, ha seguido una senda de apreciación. Por su parte, el yen se ha apreciado fuertemente, mientras que la libra ha agudizado su depreciación frente a las principales monedas. Por otra parte, se han reducido significativamente los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública, como consecuencia de la debilidad de la actividad, las menores perspectivas de inflación y el reducido apetito por el riesgo, a pesar de las expectativas de un sustancial incremento en las emisiones globales de deuda pública, destinadas a financiar los planes de rescate y fiscales. Por su parte, los mercados emergentes han seguido una evolución paralela a la de los desarrollados y se ha apreciado una mejora en el sentimiento de los inversores internacionales. Las líneas de provisión de liquidez en dólares a algunos países emergentes, establecidas por la Reserva Federal, y el anuncio de una nueva facilidad de emergencia por parte del FMI, a finales de octubre, tuvieron un efecto positivo. En un contexto de debilidad de la actividad económica global, el precio del petróleo tipo *Brent* cayó más de un 40% a lo largo de estos tres últimos meses —a pesar del anuncio de un recorte en la producción por parte de la OPEP y de las tensiones geopolíticas en algunas regiones productoras— y actualmente se sitúa alrededor de 45 dólares/barril, si bien los precios de futuro anticiparían un repunte. Igualmente, disminuyó notablemente el precio de las materias primas, a excepción del oro, que ha cumplido su papel de activo refugio en tiempos de turbulencias.



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre de 2008 se contrajo un 0,5% trimestral anualizado, debido a la caída del consumo y de la inversión fija, y a la menor contribución de la demanda externa. Los indicadores del cuarto trimestre dan señales de una mayor debilidad de la actividad —lo que apuntaría a una intensificación de su ritmo de caída— y del mercado laboral. Los índices de confianza del consumidor se situaron en niveles históricamente mínimos e, igualmente, las ventas al por menor y el gasto real en consumo personal apuntan a una fuerte contracción del consumo privado en el cuarto trimestre. Por otra parte, continuó el profundo ajuste en el sector residencial, como evidencia la caída del número de las viviendas iniciadas, de los permisos de construcción y de las ventas de viviendas a lo largo del trimestre. También los precios de la vivienda sufrieron un fuerte ajuste a la baja en noviembre. El deterioro de la actividad lo confirman las caídas de los índices ISM de gestores de compras, hasta niveles que indican una fuerte contracción, y la propia reducción de la producción industrial en el trimestre. En el mercado laboral, la destrucción neta de empleo llegó al millón y medio de personas en el cuarto trimestre, lo que elevó a casi 2.600.000 la destrucción de empleo en 2008 (un 1,8% del total), mientras que la tasa de paro ascendió al 7,2% en diciembre. Por su parte, la inflación, medida por el IPC, se ha desplomado en el último tri-



FUENTE: Banco de España.

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

mestre, situándose en el 0,1% interanual en diciembre, casi 5 pp menos que en septiembre, debido a la caída del precio del petróleo, mientras que la inflación subyacente interanual se situó en el 1,8%. El deterioro de las perspectivas de actividad y la reducción de las presiones inflacionistas llevaron a la Reserva Federal a reducir adicionalmente el tipo de interés de los fondos federales, hasta llegar a determinar, por primera vez, un rango objetivo entre el 0% y el 0,25% a mediados de diciembre. Este objetivo respalda los reducidos valores alcanzados por el tipo de interés efectivo de los fondos federales durante la primera mitad de ese mes. Adicionalmente, el balance de la Reserva Federal ha aumentado un 150% desde octubre y se ha operado un importante cambio de estrategia en su política monetaria (véase recuadro 1). En política fiscal y financiera, el Tesoro incrementó sustancialmente los fondos comprometidos para garantías, financiación, recapitalización bancaria y ayudas fiscales, lo que supondrá un drástico incremento del déficit y la deuda pública en los próximos años. También es destacable el cambio en la orientación del TARP —*Troubled Assets Relief Program*—, que pasó de primar la compra de activos tóxicos a dedicar sus fondos (350 mm de dólares ampliables hasta 700 mm) a la recapitalización de los bancos en dificultades.

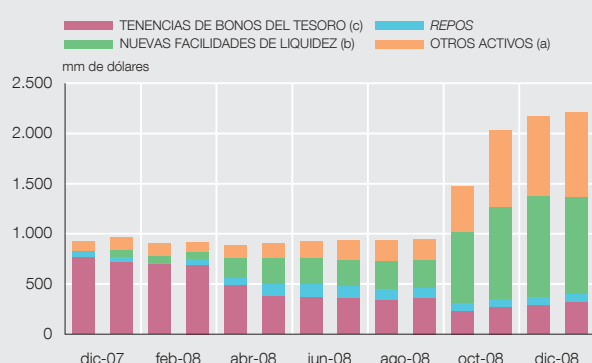
La relajación de la política monetaria llevada a cabo por la Reserva Federal desde mediados de 2007 ha llevado el tipo de interés oficial del 5,25% hasta una tasa muy cercana al 0%. En particular, en la reunión de diciembre de 2008 el comité del mercado abierto de la Reserva Federal decidió fijar una banda objetivo entre 0 y 25 puntos básicos para el tipo de interés de los fondos federales, en lugar de fijar un objetivo puntual. La cercanía al 0% de los tipos de interés de intervención ha reavivado el debate acerca de si la política monetaria puede seguir siendo efectiva en la relajación de las condiciones monetarias y financieras. En este recuadro se analizan las opciones de política monetaria que están disponibles cuando se agota la posibilidad de reducir los tipos de interés oficiales. Además, se muestra cómo algunas de esas opciones ya han venido siendo utilizadas en Estados Unidos desde inicios de 2008, simultáneamente con el proceso de reducción de tipos de interés, con el fin de mitigar los efectos de la crisis financiera y crediticia.

Una primera medida alternativa —y, en algunos casos, complementaria— a la reducción de los tipos de interés oficiales es el cambio en la composición de los activos en el balance del banco central, sin alterar su tamaño. Como se puede observar en el gráfico 1, desde el inicio de 2008 la Reserva Federal se fue desprendiendo de sus activos más líquidos y con menos riesgo (en particular, los bonos del Tesoro de Estados Unidos) para incorporar una cantidad cada vez mayor de otros activos privados, públicos o con garantía pública, pero que presentaban un mayor riesgo o una menor liquidez. Este tipo de intervención estuvo encaminado a mejorar la liquidez y a facilitar la reestructuración de los balances de las entidades privadas, mediante la transferencia de parte de su riesgo a la Reserva Federal, a la vez que apoyaba los precios de determinados activos. La reducción equivalente —hasta septiembre— de las tenencias de bonos del Tesoro de Estados Unidos ha resultado esencial para mantener constante el tamaño del balance de la Reserva Federal, en esa primera etapa, y evitar de esa manera comprometer el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales.

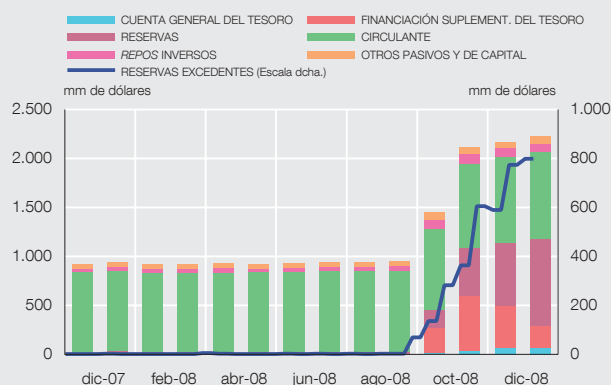
Como opción alternativa al cambio de la composición de su balance, el banco central puede optar por incrementar su tamaño. En el caso de la Fed, el hecho de que las reservas (depósitos) de las entidades bancarias —que forman parte del pasivo de la Fed— no estuvieran remuneradas limitaba la utilización de esta posibilidad, en tanto en cuanto quisiera mantener un tipo de interés de los fondos federales cercano a su objetivo. La nueva potestad otorgada a la Reserva Federal para remunerar las reservas bancarias, a partir de octubre de 2008, le ha permitido casi triplicar su balance (gráficos 1 y 2), sin comprometer el objetivo para el tipo de interés de los fondos federales. Esta política se ha comparado con la del Banco de Japón al inicio de la década, y que fue conocida como «relajación cuantitativa» (*quantitative easing*).

En Japón, entre 2001 y 2006 los tipos de interés oficiales alcanzaron el límite del 0% y la economía se enfrentaba a la atonía de la actividad económica y a presiones deflacionistas. En ese período, el Banco de Japón fijó un objetivo operacional explícito de incremento de las reservas excedentes de los bancos, más allá de las necesarias para mantener el tipo de interés oficial en cero, al tiempo que se estableció un compromiso de continuar con esta política hasta que la inflación subyacente volviese a ser positiva. Ese incremento de reservas tuvo como contrapartida principal, por el lado del activo, el incremento de las compras de bonos del Tesoro. El objetivo final de este tipo de política era estimular la actividad económica y salir de la deflación a través de tres mecanismos interrelacionados: (i) reducir los tipos de interés a largo plazo; (ii) estimular la provisión de crédito al sector privado, y (iii) resolver el problema de liquidez en los bancos. Aunque la evidencia no es concluyente, este tipo de política habría reducido ligeramente los tipos de interés a largo plazo, si bien no parece haber tenido todo el éxito que las autoridades esperaban en lo que se refiere al incremento del crédito al sector privado. Por otro lado, si bien esta política contribuyó a la estabilización del sistema financiero, al proveer amplia liquidez a los bancos, también es cierto que ayudó especialmente a

1 ACTIVOS



2 PASIVOS



FUENTE: Banco de España.

- a. Otros activos incluye las líneas de apoyo a Bear Stearns y AIG, los bonos del Tesoro prestados a través del SOMA y los swaps de dólares con otros bancos centrales.
- b. Las nuevas facilidades de liquidez incluyen los programas TAF, PDCF, TSFL, Commercial Paper Funding Facility y las medidas de apoyo a los mercados monetarios.
- c. Excluye los bonos prestados a través del TSFL.

los bancos más débiles, pudiendo, por tanto, haber retrasado la necesaria reforma del sistema bancario en Japón.

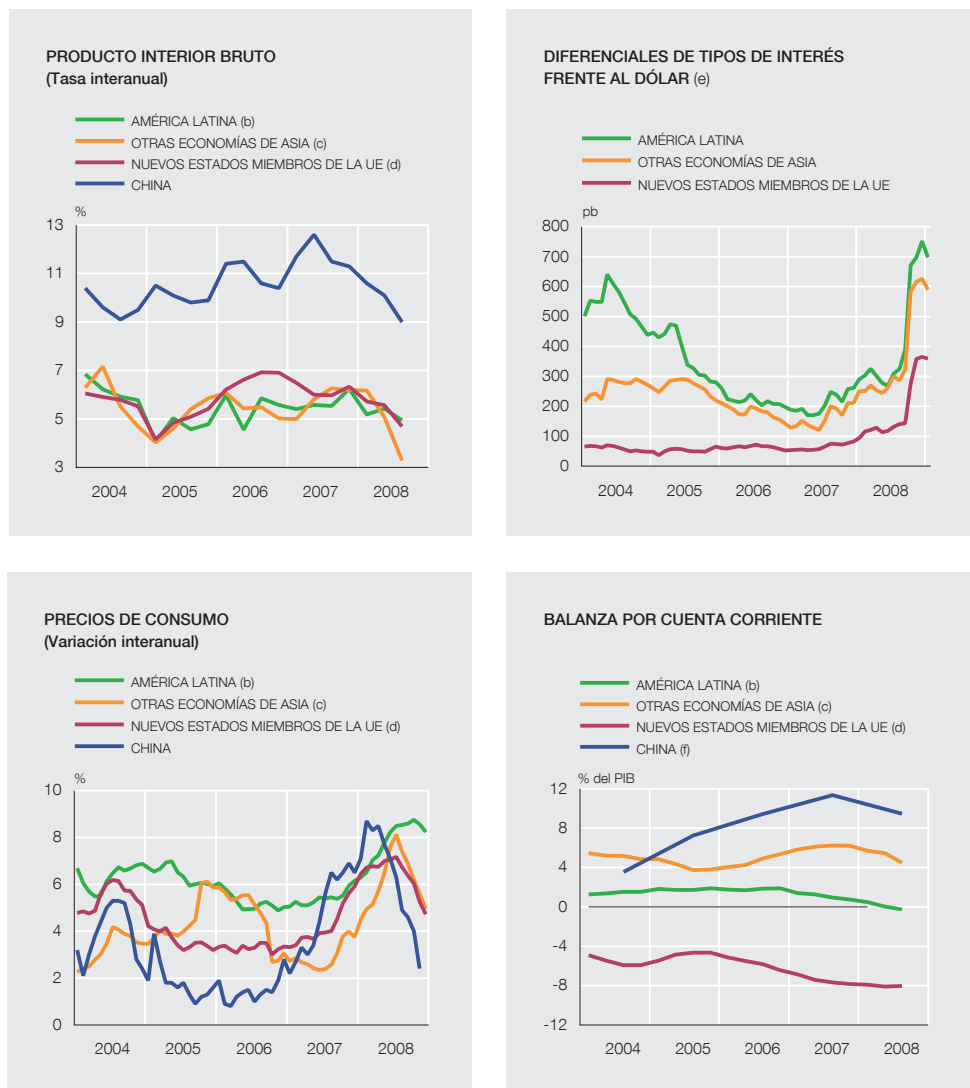
Sin embargo, existen importantes diferencias entre las acciones recientes de la Reserva Federal y la actuación del Banco de Japón al inicio de esta década. En primer lugar, la Reserva Federal aún mantiene formalmente el objetivo de tipo de interés oficial —dentro de un rango— y no existe un objetivo explícito de incrementar las reservas de los bancos. En segundo lugar, y más importante aún, la Reserva Federal se ha concentrado en el lado del activo de su balance, expandiéndolo para apoyar el precio y la liquidez de ciertos activos, con objeto de facilitar la reestructuración de los balances del sector privado, tratar de reducir los diferenciales de rendimiento de esos activos respecto a activos con menor riesgo, como los bonos del Tesoro, y, en definitiva, mantener el flujo de crédito en la economía y la estabilidad financiera. En un discurso reciente, el presidente de la Reserva Federal definió esta estrategia como «relajación crediticia» (*credit easing*), subrayando las diferencias con el caso japonés¹. Como un ejemplo del apoyo directo al precio de algunos activos, la Reserva Federal ha iniciado la compra directa de activos de titulización hipotecaria, lo que ha tenido un efecto inmediato en la reducción de los tipos de interés del mercado hipotecario. Asimismo, la Reserva Federal ha anunciado la compra de activos resultantes de la titulización de créditos para consumo y a pequeñas empresas. A pesar de que el Banco de Japón en su

momento también apoyó a algunos activos específicos, su objetivo principal era la expansión de la base monetaria, para apoyar la salida de la deflación y reducir los tipos de interés a largo plazo. En el caso de Estados Unidos, la expansión de las reservas excedentes y del pasivo de la Reserva Federal (véase gráfico 2) es más un efecto secundario de su política de apoyo a determinadas clases de activos financieros, y no un objetivo en sí mismo.

En resumen, incluso si los tipos de interés oficiales se acercan al límite inferior del 0%, los bancos centrales pueden modificar la composición y el tamaño de su balance para influir sobre otros tipos de interés diferentes al de corto plazo —por ejemplo, el tipo de interés de los bonos a largo plazo o el rendimiento de otros activos privados o públicos—. De hecho, la Reserva Federal ya ha utilizado la primera de esas opciones desde inicios de 2008 para otorgar mayor liquidez a determinados mercados financieros. Además, desde octubre ha expandido fuertemente el tamaño de su balance, mientras que los tipos de interés oficiales prácticamente han agotado su margen de descenso. Sin embargo, es importante resaltar que, además de los inconvenientes observados en el caso de Japón —por ejemplo, la dilación en la necesaria reestructuración del sistema bancario— y el mayor riesgo de crédito que está asumiendo la Reserva Federal, el mantenimiento formal por parte de la Reserva Federal de un tipo de interés objetivo al mismo tiempo que utiliza la composición y el tamaño de su balance como instrumento puede generar problemas para comunicar de manera clara y efectiva la dirección de su política monetaria.

1. «The crisis and the policy response», discurso pronunciado por Ben S. Bernanke en la London School of Economics el 13 de enero.

En el tercer trimestre de 2008, la economía japonesa se contrajo un 1,8% en tasa trimestral anualizada y los indicadores del cuarto trimestre apuntan a una fuerte recesión. Tanto la producción industrial como el índice PMI de manufacturas registraron abruptas caídas en noviembre y diciembre, respectivamente. Por el lado de la demanda, se espera un mayor deterioro del consumo privado, influido por la disminución de la renta disponible y el escaso dinamismo del mercado laboral. En cuanto al sector empresarial, cabe esperar que la caída de las demandas externa e interna, el fuerte recorte de los beneficios y un mayor endurecimiento de las condiciones crediticias afecten negativamente a sus planes de inversión y contratación en los próximos meses. La fuerte caída de las exportaciones en diciembre provocó un déficit comercial, por tercer mes consecutivo, de forma que el superávit en 2008 se redujo en un 80% con respecto al año anterior. Tanto la inflación general de noviembre como la subyacente se redujeron hasta el 1%, desde el 1,7% y el 1,9%, respectivamente, en octubre. El Banco de Japón recortó el tipo de interés oficial hasta el 0,1% en diciembre —y lo mantuvo en enero— y adoptó medidas para facilitar la financiación empresarial y la expansión de su balance. Entre ellas, amplió sus compras de deuda pública y aprobó la compra directa de papel comercial y aceptó deuda corporativa como activos elegibles en sus operaciones de mercado abierto. Por otra parte, el Gobierno anunció dos nuevos planes de estímulo económico, que, junto con el de finales de agosto, ascienden a 75 mm de yenes —en torno al 14,5% del PIB—. Estos planes incluyen, fundamentalmente, medidas financieras (12,5% del PIB) de apoyo a las PYME y a las propias instituciones financieras, complementados con medidas



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.
f. Datos anuales.

fiscales, como rebajas impositivas, ayudas a las familias y promoción del empleo. Por último, el Presupuesto para el año fiscal 2009 recoge un incremento del 9% de los gastos corrientes, junto con una reducción del 14% en los ingresos impositivos.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre se contrajo un 2,6% en tasa trimestral anualizada, por las caídas en el consumo privado y en la inversión, y el avance del PIB del cuarto trimestre mostró una caída del 5,9% trimestral anualizada, en línea con lo que apuntaban los indicadores. Los índices PMI de gestores de compras de diciembre cayeron hasta niveles históricamente bajos. El crecimiento del crédito, tanto a hogares como a las empresas no financieras, continuó ralentizándose en el trimestre. Asimismo, continuó el ajuste del mercado inmobiliario, en el que los precios de la vivienda cayeron más de un 15% interanual en diciembre. Por su

parte, la inflación se redujo un punto porcentual en diciembre, hasta el 3,1% interanual, en línea con lo esperado en la carta enviada por el gobernador del Banco de Inglaterra al Tesoro en diciembre y en el comunicado del Banco de Inglaterra de enero, que reflejaban expectativas de fuerte caída de la inflación —incluso por debajo del 1%— en 2009. El fuerte debilitamiento de la actividad y las malas perspectivas económicas impulsaron al Banco de Inglaterra a recortar drásticamente el tipo de interés oficial, desde el 4,5% a primeros de octubre, hasta el 1,5% —mínimo histórico— en su reunión del 8 de enero. El Gobierno puso en marcha un plan de estímulo fiscal del orden del 1,5% del PIB, que recoge, entre otras medidas, una rebaja del IVA, ayudas para la refinanciación de hipotecas y financiación de las PYME y la extensión de los subsidios por desempleo. Por otra parte, el plan de rescate financiero anunciado en octubre, basado en la recapitalización bancaria y las garantías sobre nuevas emisiones de deuda, fue reforzado a mediados de enero, para contemplar la garantía sobre pérdidas y compras de activos problemáticos.

En el tercer trimestre, el PIB se desaceleró en todos los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM y, en promedio, alcanzó un crecimiento del 4,7% interanual, inferior al 5,6% del segundo trimestre. Entre ellos destaca el acentuado deterioro de Letonia y Estonia, donde el PIB cayó un 4,6% y un 3,5% interanual, respectivamente, por la profunda ralentización de la demanda interna, en un contexto de elevadas necesidades de financiación externa y restricción crediticia. En el resto de la región, la moderación de la actividad fue más gradual. No obstante, los indicadores del cuarto trimestre dan signos de una mayor debilidad de la actividad y de la demanda —en particular, del consumo— y de las exportaciones, a causa de la débil demanda de los países del área del euro. La inflación siguió en una senda descendente y en diciembre se situó, en promedio, en el 4,4% interanual. En este contexto, se produjeron recortes de los tipos de interés oficiales en casi todos los países, y Rumania y Polonia anunciaron planes fiscales para reactivar el empleo y la inversión. El agravamiento de las tensiones financieras y de la vulnerabilidad exterior llevó a la revisión a la baja de los *ratings* en todos los países con perspectivas negativas. Hungría y Letonia recibieron ayuda financiera del FMI, del Banco Mundial y de la UE, por un total de 20 mm de euros y 7,5 mm de euros, respectivamente, y el BCE acordó con Polonia una línea de financiación mediante operaciones *repo* por 10 mm de euros. En el ámbito institucional, Eslovaquia entró a formar parte de la UEM el 1 de enero de 2009.

En China, el PIB se desaceleró desde el 9% al 6,8% interanual en el cuarto trimestre, lo que supone un crecimiento anual del 9% en 2008 (13% en 2007). Esta desaceleración se debe, fundamentalmente, al brusco ajuste del sector inmobiliario y al pronunciado deterioro de las exportaciones. Los indicadores de producción y de demanda del cuarto trimestre confirman la debilidad del momento. En concreto, disminuyeron la producción industrial de forma significativa y, en menor medida, la inversión en activos fijos y las ventas al por menor. El superávit comercial se amplió en el cuarto trimestre en términos interanuales, debido a que la caída de las exportaciones vino acompañada por un desplome aún mayor de las importaciones. En 2008, el superávit comercial ascendió a 295 mm de dólares, ampliándose un 12% con respecto al año anterior. Por su parte, la inflación se redujo hasta un valor del 1,2% en diciembre, mientras que la oferta monetaria y el crédito crecieron a tasas interanuales algo superiores a las del trimestre previo. Ante este panorama, las autoridades chinas adoptaron numerosas medidas de apoyo al crecimiento económico; entre ellas, nuevas reducciones en los tipos de interés y en el coeficiente de reservas bancarias, y un plan de estímulo fiscal, cuyo impacto se estima entre el 2% y el 4% del PIB, que incluye ayudas a determinados sectores —entre ellos, al inmobiliario—. En el resto de Asia, el PIB se desaceleró en el tercer trimestre de manera generalizada —aunque con distinta intensidad según los países— y, en promedio, pasó del 6,6% al 6% interanual. Cabe destacar la fuerte desaceleración de la producción industrial y de

las exportaciones en el último trimestre, que anticipa un pobre comportamiento de la actividad a final de año. Las tasas de inflación se redujeron a causa de la continuada caída de los precios de la energía y de las materias primas. En este escenario, se produjo una relajación generalizada de las políticas monetarias mediante reducciones cada vez más intensas de los tipos de interés oficiales y del coeficiente de reservas bancarias, y varios países adoptaron medidas complementarias para reactivar el crédito. Igualmente, las políticas fiscales adoptaron un tono claramente expansivo en muchos países, mediante planes de incremento del gasto público.

En América Latina, el PIB creció en el tercer trimestre el 4,9% interanual, frente al 5,4% del trimestre anterior. Esta desaceleración provino, fundamentalmente, de una menor aportación de la demanda interna —en especial, en Argentina y Venezuela, y en menor medida en Perú—, junto con una contribución más negativa de la demanda exterior en todos los países. Los indicadores del cuarto trimestre apuntan a una mayor desaceleración de la actividad para la región y a un deterioro generalizado de las perspectivas de crecimiento para este ejercicio. Al mismo tiempo, las tasas de inflación se empiezan a moderar, aunque a menor ritmo que otras áreas emergentes. Así, tras alcanzar un máximo para la región del 8,7% interanual en octubre, la tasa se redujo hasta el 8,2% en diciembre, aunque tan solo en Brasil se cumplieron los objetivos de inflación para el año. En el ámbito de la política monetaria, Colombia fue el primer país de la región que redujo el tipo de interés oficial en diciembre —en 50 pb—, seguido, ya en enero, de Chile, que lo recortó en 100 pb, situándolo en el 7,25%, de México, en 50 pb, hasta el 7,75%, y de Brasil, en 100 pb, hasta el 12,75%. Otros países, como Perú, se limitaron a reducir los coeficientes de reservas bancarias. En política fiscal, varios países adoptaron distintas medidas de estímulo y se anunciaron dos nuevos planes en México y Chile, de una cuantía superior a los anteriores. Por otra parte, México —en diciembre—, y Brasil y Colombia —a principios de enero— pudieron emitir deuda soberana en dólares en los mercados internacionales en condiciones favorables, dadas las difíciles circunstancias. Por último, la agencia *Fitch* recortó las calificaciones soberanas de Venezuela, de BB– a B+, y de Argentina, de B a B–, mientras que Moody's elevó la calificación de Uruguay, de Baa1 a Ba3.

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

La información disponible sobre la evolución económica del área del euro en los últimos meses de 2008 señala un deterioro muy notable de la actividad, que ya venía mostrando síntomas de atonía desde el segundo trimestre del año. A los efectos contractivos derivados de la crisis financiera global y de los bajos niveles de confianza de empresas y consumidores, se unió en estos meses la extrema debilidad del comercio mundial, que hace presagiar que la recesión en la que se halla inmersa el área será más profunda y duradera de lo que se venía anticipando. Así lo reflejan las encuestas de analistas privados, que han procedido a revisar sustancialmente a la baja las predicciones de crecimiento en 2009 y 2010, y a retrasar las perspectivas de recuperación hasta finales de este año o principios del siguiente. También, los principales organismos internacionales han revisado —o están en el proceso de hacerlo— sus predicciones, en algunos casos fuera de lo que es el calendario habitual de publicación de estos ejercicios.

En el terreno de los precios, el panorama también cambió significativamente en los últimos meses de 2008, en los que la inflación experimentó una fuerte ralentización, hasta alcanzar niveles muy moderados en diciembre. Este proceso fue, en su mayor parte, resultado de la evolución de los precios de las materias primas, especialmente de la energía, que se espera sigan conteniendo el avance de la inflación en los próximos meses. Esta podría situarse en tasas cercanas a cero hacia mediados de 2009, antes de repuntar en la segunda parte del año. Más a medio plazo, las perspectivas inflacionistas vienen condicionadas por los efectos de la caída de la demanda, que tenderá a moderar la evolución de márgenes y salarios. De este modo, todo parece indicar que las presiones inflacionistas que se venían identificando hasta el verano han desaparecido en el horizonte próximo. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió cuatro recortes consecutivos de tipos de interés entre octubre y enero, hasta situarlos en el 2%, 225 puntos básicos por debajo del nivel observado en septiembre. El Consejo recordó también la importancia de que las expectativas de inflación permanezcan ancladas en torno a tasas inferiores —pero próximas— al 2% en el medio plazo.

La acción urgente de los gobiernos europeos tras el episodio de excepcional inestabilidad que situó al sistema financiero global al borde del colapso en los meses de septiembre y octubre de 2008 ha contribuido, junto con la política de suministro generoso de liquidez por parte del Eurosistema, a frenar el deterioro de los principales indicadores de tensión financiera. No obstante, la situación continúa estando caracterizada por una gran incertidumbre y una gran volatilidad de los mercados, y la aversión al riesgo permanece en niveles elevados, lo que se traduce en que las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas (véase recuadro 2). Más recientemente, los gobiernos de la UE han concentrado sus esfuerzos en el desarrollo de planes de reactivación económica para contrarrestar los riesgos de retroalimentación entre el deterioro de la economía real y las tensiones financieras (véase recuadro 3). La efectividad de estos planes, más allá de su capacidad para estimular la demanda a corto plazo, dependerá en gran medida de que la utilización de los márgenes de maniobra disponibles en algunos países y de la flexibilidad que confiere el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no haga perder de vista que, a medio plazo, continúa siendo esencial garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

El pasado 1 de enero de 2009, Eslovaquia entró a formar parte de la Unión Monetaria. La adopción del euro en sustitución de la corona eslovaca se completó con éxito a lo largo del mes de enero.

En 2008, la prolongación y el agravamiento de la crisis financiera dieron lugar a una reducción sustancial de la actividad en los mercados de crédito y a un fuerte aumento de las primas de riesgo exigidas por los inversores. Ello se tradujo en que las condiciones financieras fueran notablemente más restrictivas de lo que se desprendía del nivel de los tipos oficiales, lo que ha contribuido a intensificar el escenario de deterioro económico en la zona del euro y otras regiones del mundo (véase gráfico 1). Así, aunque el banco central tiene la capacidad de controlar los tipos de interés a muy corto plazo, son los mercados financieros los que trasladan los impulsos de la política monetaria y determinan el coste de los recursos externos de las empresas y familias, condicionando, por esta vía, las decisiones de gasto en una economía. Dentro del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el mercado interbancario es un eslabón fundamental en la UEM, ya que los bancos canalizan el grueso de la financiación. Así, el EURIBOR (que recoge la rentabilidad de las operaciones interbancarias sin garantía) se asimila al coste marginal del pasivo bancario y se utiliza como ancla del precio de los nuevos préstamos y de la carga por intereses de un elevado número de deudores.

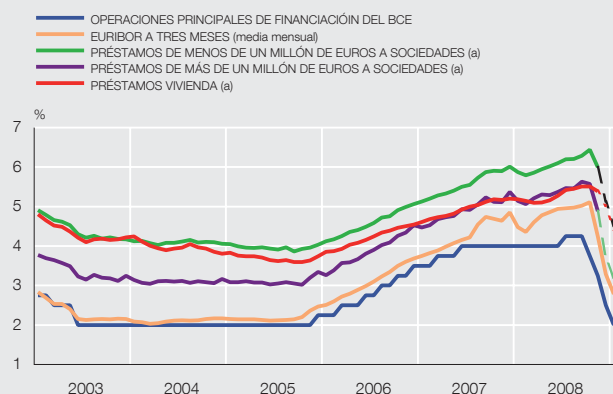
En el caso de las sociedades no financieras (SNF), el coste nominal de la financiación aproximado por un indicador agregado —que pondera la importancia de las distintos componentes en el pasivo de las empresas— habría alcanzado cotas cercanas al 8% en noviembre (véase gráfico 2). Durante 2008, el deterioro de los precios en los mercados de capitales provocó un encarecimiento mayor de la financiación a través de valores (renta fija y recursos propios) frente a los préstamos bancarios. No obstante, esta tendencia alcista se truncó en noviembre con el inicio de una agresiva relajación monetaria por parte del BCE, que tuvo su reflejo inmediato sobre el EURIBOR. Así, el tipo de interés de las nuevas operaciones de préstamo de las SNF descendió hasta el 4,9% y el 6% en noviembre, para los contratos de más y menos de un millón de euros, respectivamente, desde el 5,5% y el 6,4% de octubre. En el caso de las operaciones de gran tamaño, cuyo volumen representa más del 75% del total concedido a las empresas, el coste se situó por debajo de los registros de julio de 2007. En cambio, el precio de los préstamos de menor importe fue todavía en torno a 50 pb más elevado, si bien la evolución reciente del EURIBOR apuntaría tipos bancarios en la UEM sustancialmente más reducidos en diciembre y enero. Nótese, además, que los contratos suelen revisar el tipo de interés con una frecuencia inferior o igual al año, por lo que cabe también esperar una reducción de la carga financiera de la deuda viva en el balance de las empresas (véase gráfico 3).

En el caso de los hogares, el coste de los préstamos también mostró una tendencia alcista en 2008. A pesar de la relajación monetaria iniciada en octubre, el crédito al consumo siguió encareciéndose hasta noviembre, cuando se llegó a exigir una remuneración del 9% para los contratos a un año, lo que supone un punto porcentual por encima de los registros de julio de 2007 (véase gráfico 4). En cambio, el coste de los préstamos para vivienda modificó su tendencia en noviembre, experimentando una ligera reducción, hasta el 5,4%, en el conjunto de la UEM (véase gráfico 5). Los contratos a tipo variable fueron los más sensibles a las condiciones del mercado y, ahora, al cambio del tono de la política monetaria, aunque todavía mantienen un coste superior al de mediados de 2007. Por otra parte, el crédito para vivienda a tipo variable ha tendido a perder importancia y su volumen representa menos del 35% de las nuevas operaciones en la UEM, frente al 55% a finales de 2005. No se trata de una tendencia común en todos los países del área (solo se ha observado en Grecia, Italia, Holanda, Bélgica y Francia) y las diferencias en el tipo de contrato predominante siguen siendo muy marcadas. Alemania, Bélgica, Francia y Holanda destacan por la utilización de contratos con tipo fijo durante más de cinco años, mientras que España, Portugal y Finlandia se encuentran en el otro extremo.

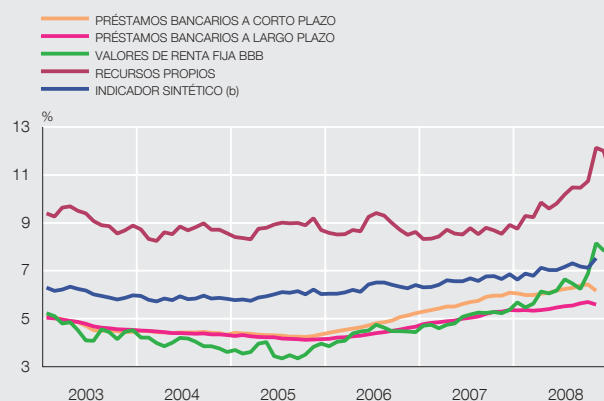
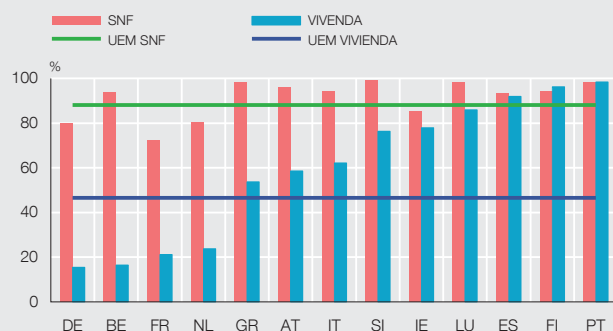
Por otro lado, como se desprende de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, el endurecimiento de las condiciones de financiación también se ha producido a través de aspectos no vinculados al precio (véase gráfico 6). La oferta de crédito bancario se ha vuelto más restrictiva como consecuencia del deterioro económico y por el impacto de las turbulencias financieras, afectando tanto a la cuantía de fondos disponibles como a un incremento de los requisitos de garantías.

Por tanto, las primas exigidas en los mercados de crédito en el último año y la prociclicidad de la oferta de crédito han provocado un encarecimiento de la financiación en el último año, que atañe también a aspectos no relacionados con el precio. El cambio en el tono de la política monetaria desde octubre ha comenzado a manifestarse en una paulatina relajación de las condiciones financieras, aunque esta no se ha visto reflejada en todos los instrumentos por igual. No obstante, todavía existe un amplio margen para que se transmitan los impulsos recientes de la política monetaria al coste de financiación y se restauren los problemas de confianza que han dominado los mercados de crédito.

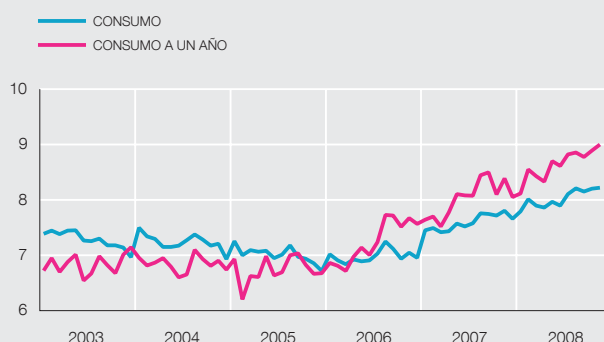
1 TIPOS DE INTERÉS EN LA UEM



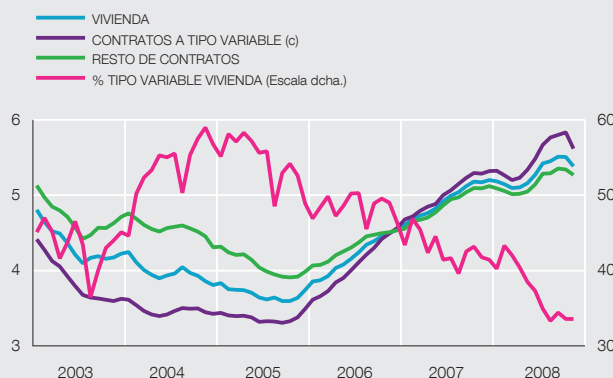
2 COSTE NOMINAL DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

3 PORCENTAJE DE OPERACIONES DE PRÉSTAMO A TIPO VARIABLE (c)
Media desde 2005

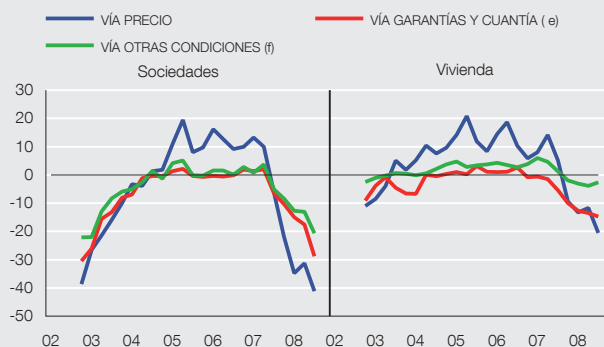
4 COSTE DE LOS PRÉSTAMOS PARA CONSUMO



5 COSTE DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



6 CAMBIOS EN LAS CONDICIONES DE OFERTA DE LOS PRÉSTAMOS (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Tipo medio ponderado por el volumen de operaciones nuevas de préstamo a sociedades no financieras y para adquisición de vivienda. Datos observados hasta noviembre. En diciembre y enero es una previsión a partir de la evolución del EURIBOR.

b. Promedio ponderado del tipo de interés de préstamos (referido a saldos), la rentabilidad de los valores de renta fija para empresas con calificación BBB y el coste de los recursos propios aproximado por un modelo de descuento de dividendos. La ponderación es el peso relativo de cada fuente de financiación en términos de saldos.

c. Operaciones nuevas de préstamo con período de fijación del tipo de interés inferior o igual al año.

d. Indicador = % de entidades que relajan considerablemente + % de entidades que señalan cierta relajación $\times 1/2$ - % de entidades que señalan un cierto endurecimiento $\times 1/2$ - % de entidades que endurecen considerablemente. Datos hasta el tercer trimestre de 2008.

e. En sociedades incluye las garantías requeridas y la cuantía del préstamo o de la línea de crédito. En los préstamos para vivienda hace referencia a las garantías requeridas, así como a la relación entre el principal y el valor de la garantía.

f. Se refiere a plazo de vencimiento y gastos, excluidos intereses. En sociedades incluye, además, los compromisos asociados a los contratos de préstamo.

El grave deterioro que ha registrado la actividad económica en los meses recientes ha llevado a las autoridades internacionales a adoptar, en un marco de coordinación, medidas fiscales excepcionales, como parte de una respuesta más amplia de política económica, que en un primer momento se orientó a la estabilización de los mercados financieros y que ahora trata de evitar que la situación de la economía real pueda retroalimentar las tensiones financieras. En el ámbito europeo, el pasado 12 de diciembre el Consejo Europeo (integrado por los Jefes de Gobierno de los Estados miembros de la UE) adoptó el denominado Plan de Recuperación Económica Europea, cuyo objetivo inmediato es destinar en torno a 200 billones de euros, equivalentes al 1,5% del PIB de la UE, a promover la inversión pública y el gasto de las empresas y de las familias a corto plazo. El Plan contiene también un conjunto de recomendaciones de reforma estructural enmarcadas en la Estrategia de Lisboa.

Este Plan se concibe como un marco conjunto de actuación, donde se concretan las acciones que llevarán a cabo las instituciones europeas, así como los principios básicos que deberían satisfacer las medidas que adopten los distintos Estados miembros.

En concreto, la actuación de la UE asciende a 30 billones de euros (0,3% del PIB comunitario), que irán destinados a incrementar la capacidad financiera del Banco Europeo de Inversiones en 2009 y 2010, con el fin de financiar (en conjunción con la iniciativa privada) proyectos de inversión en infraestructuras energéticas, de transporte y telecomunicaciones, en los Estados miembros de la UE.

Respecto a las medidas de ámbito nacional, el Consejo Europeo acordó que el conjunto de los planes nacionales debería ascender a una magnitud próxima a los 170 billones de euros, equivalentes al 1,2% del PIB de la UE. Más allá de esa magnitud global, el plan señala la conveniencia de que el impulso fiscal de cada país tenga en consideración la situación de sus finanzas públicas. Adicionalmente, deberán diseñarse medidas que tengan impacto a corto plazo, de

carácter transitorio y que se localicen en los sectores y segmentos de la población más afectados por la crisis, donde los multiplicadores fiscales son más elevados (*timely, temporary and targeted*). Con ello se trata de asegurar que el impulso fiscal se traslade con rapidez e intensidad a las decisiones de gasto de los agentes, sin comprometer la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas.

En la actualidad, la mayoría de los países miembros ha aprobado o anunciado algún plan de estímulo fiscal. Estos planes presentan una naturaleza diversa, tanto en su magnitud como en los instrumentos que utilizan. En el caso de las medidas orientadas al estímulo del gasto de los hogares, los planes contemplan una amplia gama de medidas, como la reducción del IVA, bajadas de las cotizaciones sociales, reducción de impuestos a las familias con hipotecas o a los hogares con menores niveles de renta o ayudas directas. En el caso de las empresas, las medidas se orientan principalmente hacia las pequeñas y medianas empresas y los sectores del automóvil y la construcción. En el caso de la inversión pública, se priman los proyectos orientados hacia el desarrollo de infraestructuras de transportes y el empleo de energías respetuosas con el medio ambiente.

Finalmente, los planes contemplan otro tipo de medidas sin impacto presupuestario directo. Entre ellas, un instrumento presente en la mayoría de los planes es la dotación de fondos destinados a garantizar los créditos concedidos a las pequeñas y medianas empresas, o a las pertenecientes a sectores estratégicos que, en las circunstancias actuales, han visto restringido su acceso al crédito. También se incorporan con carácter general iniciativas orientadas a facilitar la transición de los desempleados hacia un nuevo empleo y a mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo.

Con la información que proporcionan los programas de estabilidad que han remitido los países a la Comisión Europea y otras fuentes nacionales, en el cuadro adjunto se han tratado de resumir las características más importantes de los planes aprobados en los principa-

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS MEDIDAS DE APOYO A LA ECONOMÍA REAL ADOPTADAS EN LOS PAÍSES DE LA UE (a)

	MAGNITUD TOTAL		DISTRIBUCIÓN DE LOS FONDOS (%)			OTRAS MEDIDAS	
	Euro	% del PIB	Hogares	Empresas y sectores	Inversión pública	Facilidades y/o garantías de crédito a las empresas	Políticas de empleo
ZONA DEL EURO	97 €	1,0	35	33	32	Sí	Sí
Alemania	35 €	1,4	56	15	29	Sí	Sí
Francia	26 €	1,3	8	52	40	—	Sí
Italia (b)	6 €	0,3	63	25	12	—	—
España	20 €	1,9	17	44	39	Sí	Sí
Holanda	1 €	0,2	18	82	0	Sí	Sí
Reino Unido	£20	1,0	80	4	16	Sí	Sí

FUENTE: Banco de España.

a. La estimación de la magnitud refleja el impacto presupuestario de las medidas anunciadas para el año 2009. Solo se incorporan las medidas anunciadas hasta el 19 de enero de 2009 para las que se dispone de una cuantificación basada en fuentes oficiales.

b. Se incluyen las medidas aprobadas en el Decreto Ley de 29 de noviembre de 2008, aunque su impacto presupuestario será limitado, al financiarse con incrementos de impuestos o mejoras en la recaudación.

les países de la UE desde septiembre hasta el 19 de enero. En esta valoración solo se han tenido en cuenta aquellas medidas que tienen un impacto directo sobre los saldos presupuestarios en 2009 (por ello, el plan alemán, que destina buena parte del impulso a 2010, aparece tan reducido en comparación con las noticias aparecidas en prensa). También se excluyen los proyectos financiados con fondos europeos.

En síntesis, se estima que la cuantía de las medidas adoptadas hasta el momento se aproxima al 1% del PIB en el conjunto del área.

Estos fondos se distribuyen de manera similar entre los hogares, las empresas y el impulso de la inversión pública, aunque por países se aprecian diferencias notables en cuanto a la intensidad del impulso y a su composición: así, en el caso del Reino Unido, Alemania e Italia, el núcleo de las medidas se destina al estímulo del gasto de los hogares (aunque el plan de enero de Alemania pone mayor énfasis en la inversión pública). En cambio, otros Estados miembros, como España, Francia y Holanda, han tendido a concentrar la respuesta fiscal en el estímulo de la actividad empresarial y de la inversión pública.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, en el período julio-septiembre el PIB del área del euro se contrajo, por segundo trimestre consecutivo, un 0,2% intertrimestral (véanse cuadro 1 y gráfico 8). Esta caída confirma el impacto negativo de las turbulencias financieras sobre el entorno internacional y la actividad del área. En términos interanuales, el PIB de la UEM creció un 0,6%, ocho décimas menos que en el trimestre anterior.

El desglose del producto por ramas de actividad revela la desfavorable situación de la industria y de la construcción, que registraron tasas de avance negativas por segundo trimestre consecutivo, mientras que los servicios de mercado crecieron muy moderadamente. Por componentes del gasto, destacó la aportación nula de la demanda interna sin existencias, como resultado de comportamientos muy distintos entre sus principales partidas. Así, el consumo privado no varió, tras el descenso del trimestre anterior, como consecuencia posiblemente del endurecimiento de las condiciones financieras y del deterioro de la confianza, en un clima de menor creación de empleo. La formación bruta de capital fijo (FBKF) volvió a caer, con especial intensidad en el componente de bienes de equipo, muy afectados por las malas expectativas económicas, y también la construcción. Finalmente, el consumo público mantuvo su relativa fortaleza. La contribución de la demanda exterior neta al PIB fue muy negativa, ya que las exportaciones se estancaron —por segundo trimestre consecutivo— y las importaciones aumentaron por encima del 1%, y fue parcialmente compensada por la aportación positiva de la variación de existencias.

La atonía del PIB en el tercer trimestre se extendió a las mayores economías del área, excepto Francia. En Alemania e Italia, el aumento intertrimestral del producto fue del -0,5%, tras la caída del 0,4% en el período precedente, y se debió, en ambos casos, al mal comportamiento del sector exterior, por la fuerte contracción de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo. Por su parte, el consumo privado y la inversión en construcción siguieron mostrando debilidad. En Francia, el PIB creció un 0,1%, apoyado en el aumento de las exportaciones y, en menor medida, en el consumo, ya que la inversión retrocedió.

El empleo creció en el tercer trimestre de 2008 a una tasa negativa, del -0,1%, la menor registrada desde el año 1995. Como este descenso fue inferior al del producto, la productividad del trabajo se redujo, como es habitual en el inicio de las fases contractivas del ciclo. La conjunción del comportamiento de la productividad con una ligera aceleración de la remuneración por asalariado provocó un avance del coste laboral unitario a tasas elevadas, por encima del

	2007				2008			2009
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	0,5	0,6	0,3	0,7	-0,2	-0,2		
Consumo privado	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,2	0,0		
Consumo público	0,2	0,5	0,3	0,3	0,8	0,7		
FBCF	0,2	1,0	1,0	1,4	-0,9	-0,6		
Importaciones	0,8	2,2	-0,3	1,5	-0,4	1,4		
Exportaciones	1,2	1,9	0,4	1,6	-0,1	0,0		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>		
<i>Variación de existencias</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,4</i>		
<i>Demanda exterior neta</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>		
PIB (tasa de variación interanual)	2,6	2,6	2,1	2,1	1,4	0,6		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,4	1,3	1,1	-0,2	-1,1	-1,5	-3,3	
Sentimiento económico	111,0	108,7	104,3	100,5	96,5	88,5	74,0	
PMI compuesto	57,2	56,5	54,0	52,1	50,8	47,6	40,2	38,5
Empleo	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,1		
Tasa de paro	7,4	7,4	7,2	7,2	7,4	7,5	7,7	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	1,9	2,1	3,1	3,6	4,0	3,6	1,6	
IPRI	2,3	2,7	4,4	5,8	8,0	7,9	3,3	
Precio del petróleo (valor en dólares)	71,8	78,2	91,5	104,3	132,0	98,1	40,5	42,4
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,7	4,4	4,4	4,2	4,9	4,5	3,9	4,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	0,46	0,15	-0,36	-0,69	-0,88	-0,88	-1,80	-1,67
Tipo de cambio dólar/euro	1,351	1,418	1,472	1,581	1,576	1,430	1,392	1,298
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (b)	1,5	3,7	6,3	3,7	3,5	-0,6	2,7	-3,3
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (b)	9,0	6,4	6,8	-17,5	-23,8	-30,9	-44,3	-11,9

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

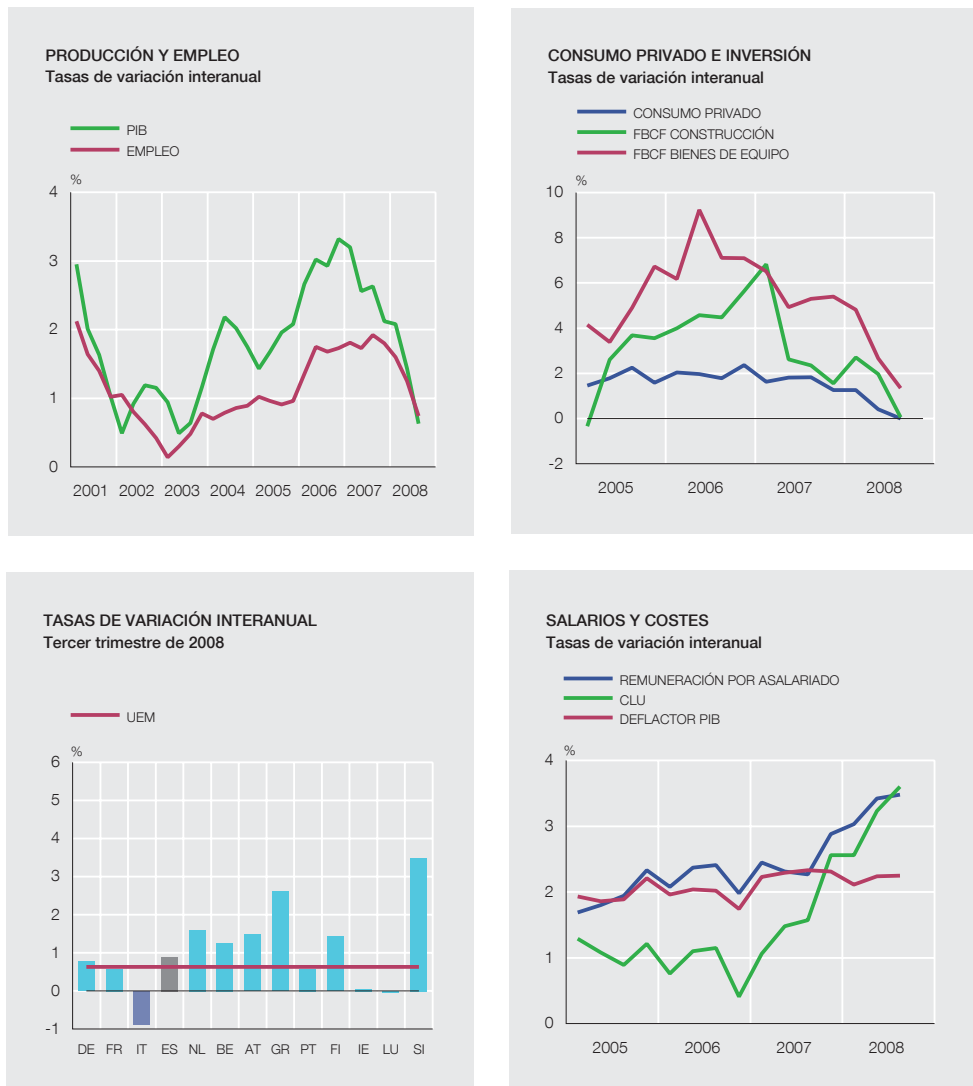
a. Información disponible hasta el día 22 de enero de 2009. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Variación porcentual acumulada en el año.

3,6%, si bien su efecto sobre los precios finales se vio parcialmente compensado por una nueva contracción en los márgenes de explotación.

La información coyuntural más reciente refleja un deterioro sustancial de la actividad en el último trimestre de 2008 y apunta a un crecimiento del producto claramente negativo en dicho período (véanse cuadro 1 y gráfico 9). En la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial y los pedidos industriales (con datos hasta noviembre) se desaceleraron respecto a los tres meses precedentes (el dato de pedidos se publica el 22). Los indicadores de opinión procedentes de las encuestas de confianza también cayeron en el cuarto trimestre, y de forma más acusada en la rama de industria que en la de servicios. De hecho, estos índices se sitúan en la actualidad en sus niveles históricos mínimos, lo que señala la gravedad de la situación actual. Finalmente, los indicadores de expectativas de creación de empleo acentuaron su disminución en el último tramo del año, mientras que la tasa de paro siguió ascendiendo lentamente, hasta situarse en el 7,8% en noviembre.

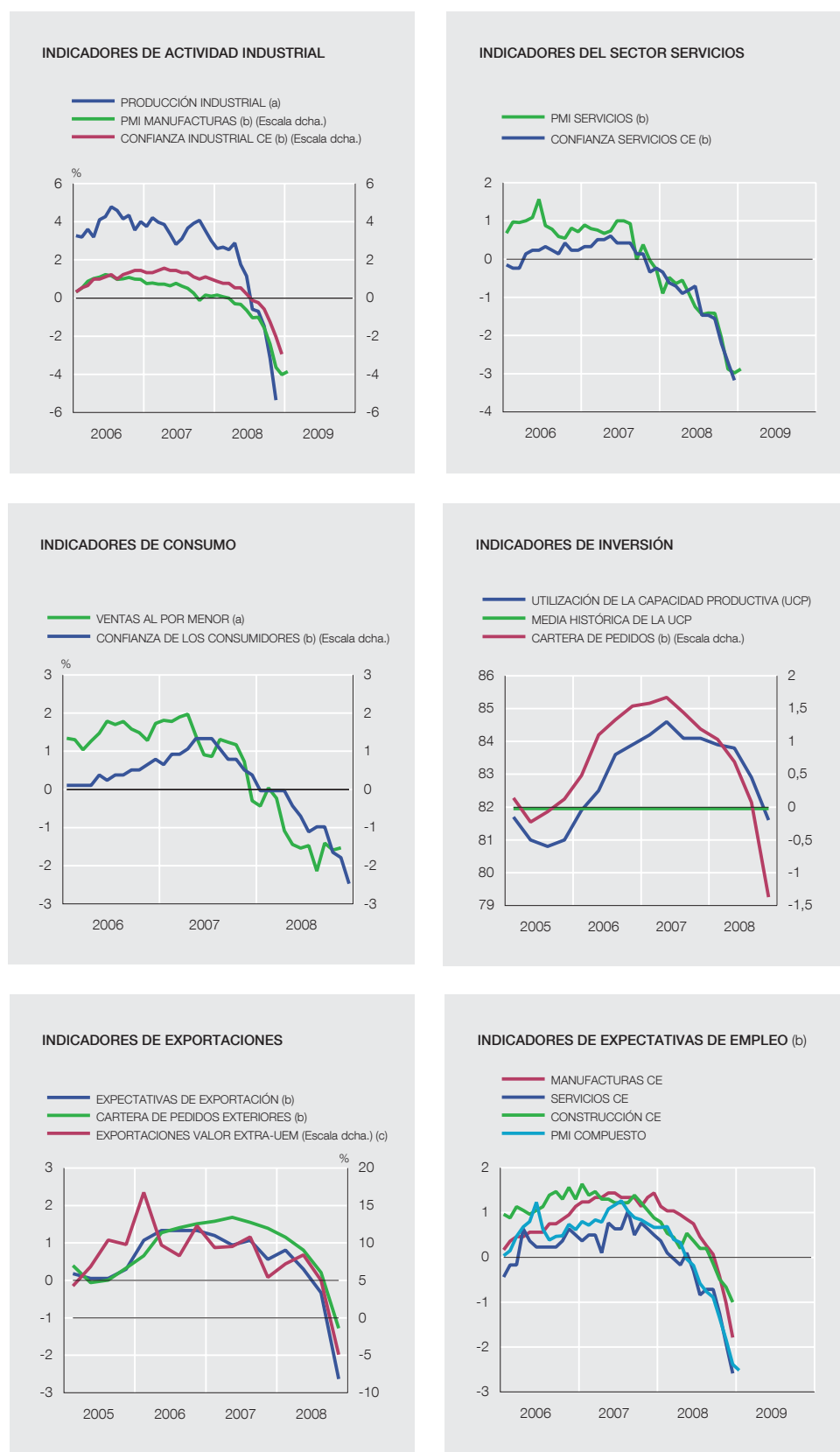
Los indicadores de corto plazo relacionados con el gasto también empeoraron notablemente en los últimos meses de 2008. Así, con información hasta noviembre, el crecimiento promedio de las ventas al por menor y, sobre todo, las matriculaciones de automóviles descendieron con respecto al tercer trimestre. En el mismo sentido, la confianza de los consumidores y de



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

los minoristas publicadas por la CE retrocedió significativamente en los últimos tres meses del año pasado y el primero se encuentra en su nivel más bajo desde el inicio de la serie, en 1985. Los indicadores de inversión, como la valoración de la cartera de pedidos y, en menor medida, el grado de utilización de la capacidad productiva, intensificaron su trayectoria bajista en el último trimestre de 2008. Si, además, se consideran las dificultades existentes para acceder a la financiación externa, las perspectivas para el gasto de las empresas son muy desfavorables. Por último, según los datos de la balanza comercial, las exportaciones e importaciones de bienes extra-UEM cayeron en el promedio de octubre-noviembre en relación con el tercer trimestre. Los indicadores cualitativos de exportación apuntan en la misma línea, ya que la cartera de pedidos exteriores y las expectativas de exportación de la encuesta trimestral de la Comisión Europea disminuyeron en la última parte de 2008.

El retroceso de los indicadores de actividad observado en el último trimestre de 2008 refleja el impacto de las turbulencias financieras sobre la actividad real a través del endurecimiento de las condiciones financieras y del bajo nivel de confianza e, indirectamente, de la menor demanda exterior por los efectos de la crisis sobre otras áreas del mundo. Para el año 2009, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja adicionalmente y, tal como apuntan las previsiones más recientes de los analistas privados y el FMI y la CE, el PIB puede registrar



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b. Series normalizadas.

c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2008		2009	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (diciembre 2008)	0,8-1,2	3,4-3,5	-1,0-0,0	1,4-2,2
Comisión Europea (enero 2009)	0,9	3,3	-1,9	1,0
FMI (noviembre 2008)	1,2	3,5	-0,5	1,9
OCDE (noviembre 2008)	1,1	3,4	-0,6	1,4
Consensus Forecast (enero 2009)	1,0	3,3	-1,4	1,0
Euro Barómetro (enero 2009)	0,9	3,3	-1,5	1,0

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

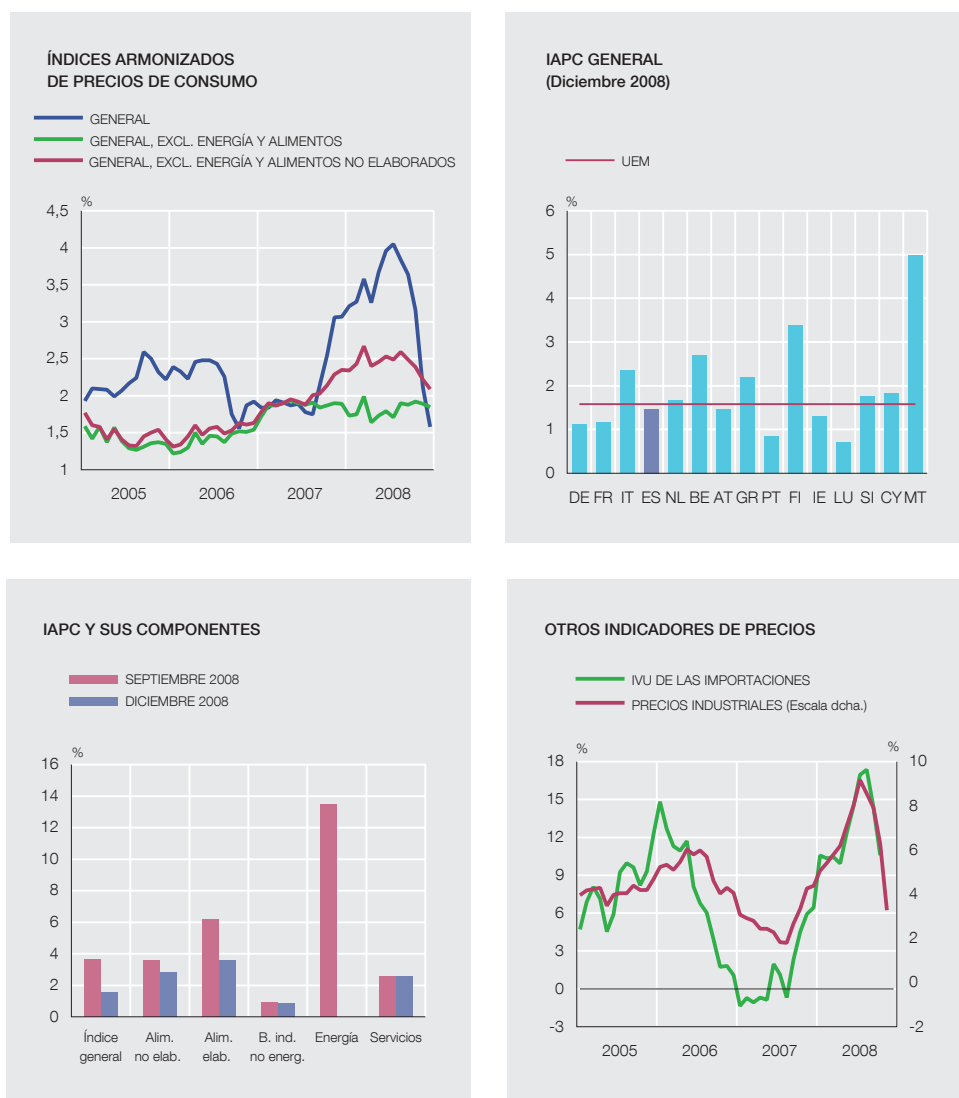
a. Tasas de variación anual.

una tasa cercana al -2% (véase cuadro 2). No obstante, estas estimaciones están sujetas a una incertidumbre muy elevada y la recuperación de la economía europea dependerá de la duración de las inestabilidades financieras, de la magnitud de la retroalimentación entre estas y el gasto y de la efectividad de los planes económicos adoptados para recuperar la confianza y estimular la actividad.

La inflación del área del euro intensificó su desaceleración a lo largo del cuarto trimestre, hasta situarse en diciembre en el 1,6%, dos puntos porcentuales por debajo de la tasa de septiembre. Este comportamiento se encuentra ligado fundamentalmente a la evolución de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos, ya que el precio del resto de los componentes apenas moderó su tasa de avance (véanse cuadro 1 y gráfico 10). De hecho, si se excluyen del índice general los precios de los alimentos y la energía, el agregado resultante creció en diciembre un 1,8%, una décima menos que en septiembre.

Es previsible que la inflación siga descendiendo en los próximos meses, debido, en gran medida, a la desaceleración de los componentes más volátiles si estos precios evolucionan según lo anticipado por los mercados de futuros. Así lo recogen los indicadores de precios de corto plazo, como el componente de consumo de los precios industriales, que experimentó un fuerte retroceso en octubre y noviembre, o los indicadores de precios de venta de las encuestas de opinión en los últimos meses de 2008, que apuntan un debilitamiento adicional de las perspectivas inflacionistas. Más a medio plazo, se espera que los precios de los componentes más estables también se contengan a medida que se ajusten al deterioro de la demanda. Si bien los salarios se mantendrán todavía en registros elevados en los próximos trimestres, ya que son, en gran parte, el resultado de acuerdos adoptados en meses pasados, deberían empezar a mostrar, después, cierta moderación por los efectos sobre las negociaciones salariales del debilitamiento de la demanda y de la creación de empleo.

Según las estimaciones del BCE, el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en el período enero-octubre se situó en 46,9 mm de euros (un 0,6% del PIB), frente al superávit de 32 mm alcanzado en el mismo período de 2007. Este empeoramiento fue consecuencia del mal comportamiento de todos los componentes, excepto la balanza de servicios, que aumentó ligeramente su saldo positivo. Así, prácticamente ha desaparecido el superávit de la balanza de bienes, la cuenta de renta ha pasado a ser claramente deficitaria y ha aumentado el saldo negativo de la balanza de transferencias. Por otro lado, la balanza básica, que aúna la balanza por cuenta corriente y las inversiones netas directas y de cartera, mostró un déficit de 10,5 mm de euros en los diez primeros meses de 2008, en contraste con el saldo positivo



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

de 112 mm en el mismo período del año anterior. Este peor resultado se debió a la fuerte contracción de la inversión directa, que pasó de -83,7 mm de euros en 2007 a -210,9 mm hasta octubre de 2008. En cambio, las inversiones netas de cartera se expandieron con respecto al mismo período del año anterior en 83,6 mm, hasta los 247,3 mm de euros.

Los programas de estabilidad que los gobiernos han remitido a la Comisión Europea y las estimaciones publicadas por este organismo en enero de 2009 reflejan un fuerte deterioro del saldo presupuestario de la zona del euro en 2008, que interrumpe el proceso de contención del déficit observado desde 2004. El saldo presupuestario negativo de la UEM se situó en el 1,7% del PIB en 2008, frente al -0,6% registrado en 2007 y mucho peor del previsto en los programas de estabilidad elaborados ese ejercicio (véase cuadro 3). Este resultado se debió, por un lado, al deterioro de la situación económica, y en particular a la desaparición de los ingresos impositivos relacionados con el aumento del precio de los activos financieros y reales y con el dinamismo de los beneficios empresariales. Por otro lado, también ha contribuido a este empeoramiento la introducción de medidas discrecionales de recorte de impuestos y de cotizaciones sociales.

% del PIB						
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2007	2008		2009		2010
		Pr. estab. (b)	CE (c)	Pr. estab. (b)	CE (c)	CE (c)
Bélgica	-0,3		-0,9		-3,0	-4,3
Alemania	-0,2	0,0	-0,1	-0,5	-2,9	-4,2
Grecia	-3,5		-3,4		-3,7	-4,2
España	2,2	-3,4	-3,4	-5,8	-6,2	-5,7
Francia	-2,7	-2,9	-3,2	-3,9	-5,4	-5,0
Irlanda	0,2	-5,5	-6,3	-6,5	-11,0	-13,0
Italia	-1,6		-2,8		-3,8	-3,7
Luxemburgo	3,2	2,3	3,0	1,1	0,4	-1,4
Holanda	0,3	1,2	1,1	1,2	-1,4	-2,7
Austria	-0,4		-0,6		-3,0	-3,6
Portugal	-2,6		-2,2		-4,6	-4,4
Eslovenia	0,5		-0,9		-3,2	-2,8
Finlandia	5,3	4,4	4,5	2,1	2,0	0,5
Malta	-1,8	-3,3	-3,5	-1,5	-2,6	-2,5
Chipre	3,5		1,0		-0,6	-1,0
Eslovaquia	-1,9		-2,2		-2,8	-3,6
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)						
Saldo primario	2,3		1,3		-1,0	-1,3
Saldo total	-0,6		-1,7		-3,9	-4,3
Deuda pública	66,1		68,7		72,7	75,8

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
b. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2008 y principios de 2009.
c. Previsiones de la Comisión Europea de enero de 2009.

La mayoría de los países de la zona euro registró una disminución de los saldos fiscales en 2008, que fue más marcada en España e Irlanda, debido a los efectos sobre la recaudación impositiva de la crisis del mercado inmobiliario. En concreto, cinco países (España, Francia, Irlanda, Grecia y Malta) superarían en 2008 el umbral de déficit del 3% del PIB, e Italia se aproximaría mucho a esa cifra (véase cuadro 3). Únicamente en Alemania el saldo presupuestario mejoró ese año y se situó próximo al equilibrio, algo no observado desde 1989.

De acuerdo con las previsiones de la CE, en 2009 el empeoramiento del saldo fiscal será todavía más pronunciado, por encima de 2 pp, de forma que el déficit podría llegar a alcanzar el 4% del PIB en el conjunto del área, el peor registro observado desde mediados de los noventa. Este resultado se justifica tanto por el impacto negativo de la situación cíclica de los países del área —estimado en torno a 1,4 pp— como por los planes de estímulo fiscal llevados a cabo en el marco del Plan de Recuperación Económica de la Unión Europea —próximos al 1% del PIB— (véase recuadro 3). En ese año, Italia, Portugal y Eslovenia se sumarían al conjunto de países con saldos negativos superiores al 3% del PIB, y Alemania, Austria, Bélgica y Malta se aproximarían a ese valor de referencia.

Por su parte, el nivel de la deuda pública volvería a situarse por encima del 70% del PIB en 2009, tras la reducción de los años recientes, reflejando tanto el deterioro de las posiciones presupuestarias como el efecto de los planes de las medidas de apoyo al sistema financiero.

En estas circunstancias, el Consejo Europeo ha reafirmado que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado sigue constituyendo el marco normativo apropiado para la coordinación de las políticas presupuestarias de los Estados miembros de la UE y que este contiene la flexibilidad suficiente para afrontar los importantes retos a los que se enfrenta la política fiscal, sin que sea necesario establecer una suspensión temporal de los procedimientos que contempla. La Comisión Europea, por su parte, ha clarificado cuáles son dichos elementos de flexibilidad en el contexto de las circunstancias excepcionales por las que atraviesan las economías. Así, por un lado, el PEC establece que en situaciones de grave deterioro del crecimiento económico, puedan alcanzarse déficits superiores al 3% del PIB sin que sean considerados «excesivos», siempre y cuando estos tengan carácter transitorio y se mantengan próximos al umbral del 3%. En caso de que no se cumplan estos últimos requisitos, la Comisión deberá poner en marcha los procedimientos de déficit excesivo (PDE) establecidos en el Tratado, si bien es posible extender el plazo de corrección un año más. Por último, si el déficit excesivo persistiera al término de ese plazo, la Comisión puede establecer nuevas recomendaciones para su contención, sin aplicar las acciones sancionadoras contempladas en el Tratado.

3.2 Evolución monetaria y financiera

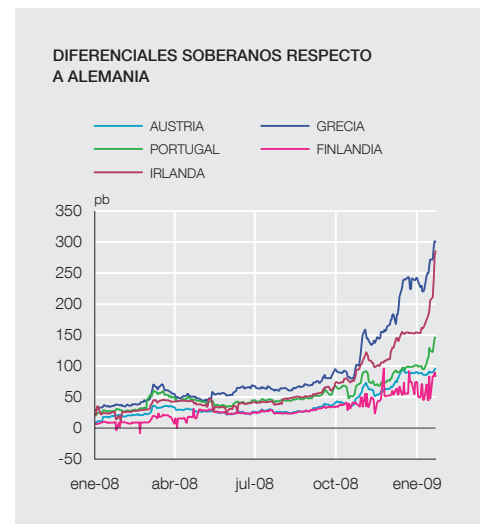
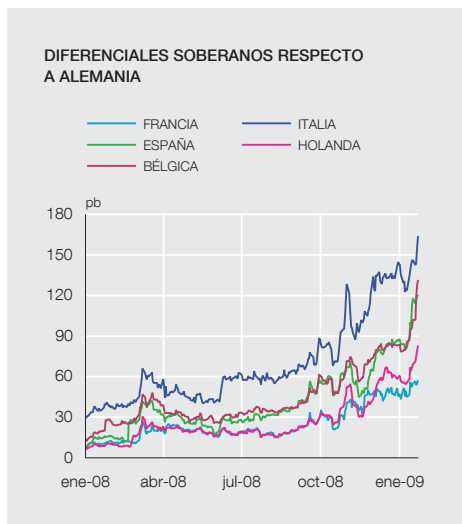
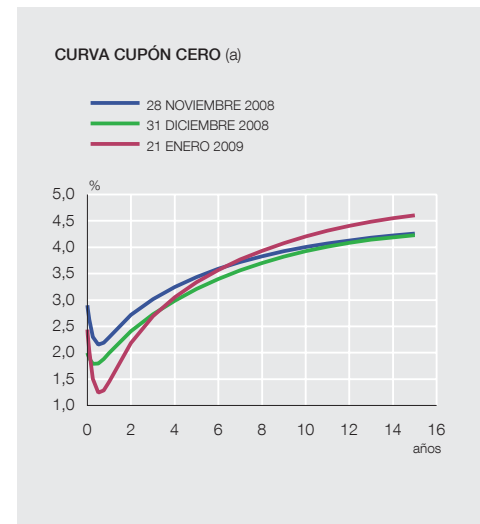
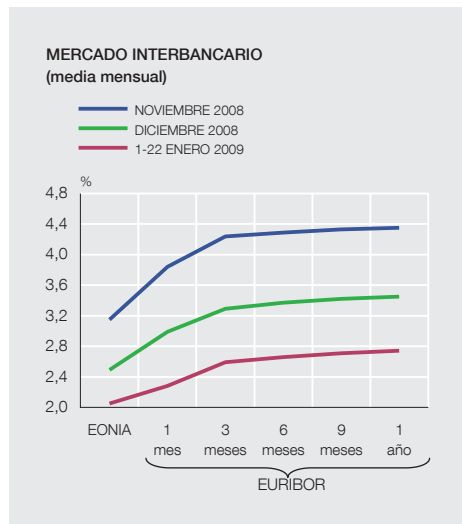
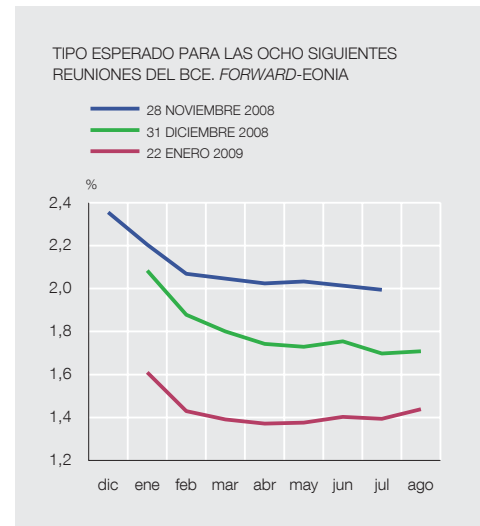
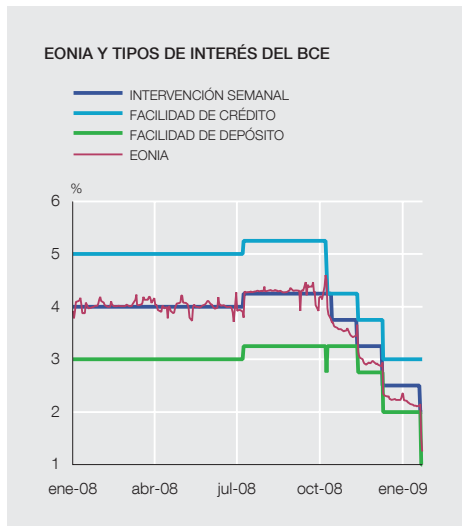
La adopción urgente y puesta en práctica de planes de apoyo por parte de los gobiernos, así como las políticas de suministro generoso de liquidez por parte de los bancos centrales, han contribuido a aliviar las tensiones tras el episodio de excepcional inestabilidad que vivió el sistema financiero global en septiembre y octubre. No obstante, en un contexto caracterizado por una gran incertidumbre y volatilidad extrema, la aversión al riesgo se ha mantenido en niveles muy elevados, tal y como reflejan las primas exigidas por los inversores en los mercados interbancarios, de deuda pública o de bonos corporativos. Esto se tradujo en unas condiciones de financiación que continuaron siendo restrictivas en el conjunto del trimestre (véase recuadro 2).

En este contexto, el BCE prosiguió satisfaciendo la abultada demanda de liquidez de las instituciones financieras, tanto a través de las subastas semanales, que continuarán realizándose a tipo fijo y adjudicación plena hasta, al menos, marzo, como a través de las operaciones a más largo plazo y las subastas en dólares y francos suizos. Por otra parte, la falta de actividad en el mercado interbancario siguió generando un elevado recurso a la facilidad de depósito, por lo que el BCE decidió que a partir del 21 de enero la banda de las facilidades permanentes volvería a los 200 pb en torno al tipo de las operaciones principales de financiación.

La sustancial revisión a la baja de las perspectivas inflacionistas, en un contexto de marcada ralentización de la actividad, exigió que la política monetaria adaptara su tono a las nuevas circunstancias. Así, en octubre el Consejo de Gobierno del BCE redujo los tipos de interés 50 pb en una acción concertada con otros bancos centrales. Además, en sus reuniones regulares de noviembre, diciembre y enero, decidió tres recortes adicionales de 50, 75 y 50 pb, respectivamente, que situaron el tipo de las operaciones principales de financiación en el 2% en enero, lo que supone una reducción acumulada de 225 pb en los últimos cuatro meses.

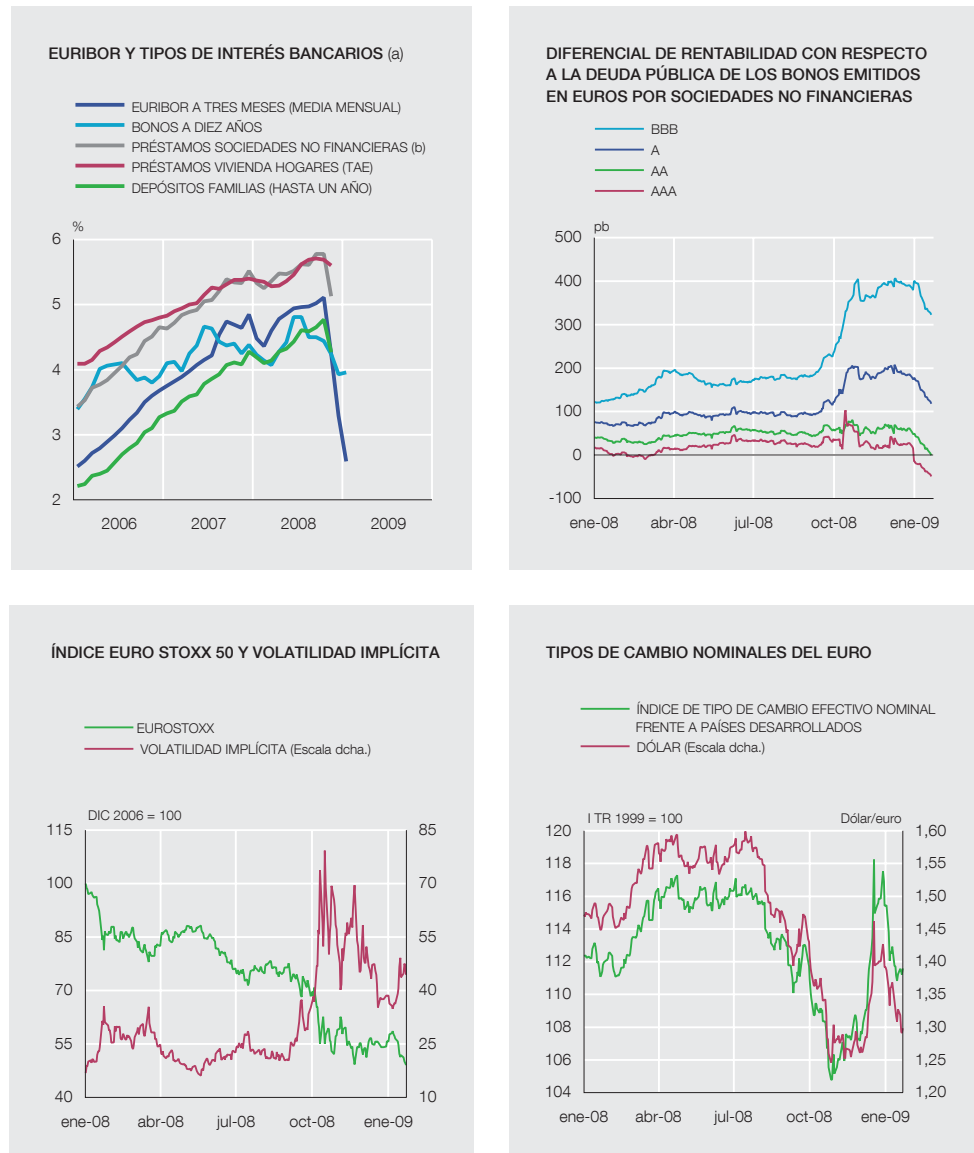
La relajación de la política monetaria y las perspectivas de recortes adicionales en los próximos meses se han trasladado a los tipos de interés de los mercados monetarios. La curva de tipos del mercado interbancario (sin garantía) se desplazó a la baja en torno a 2,5 pp desde finales de septiembre hasta el 22 de enero, cuando el EURIBOR a un año se situó en el 2,4%, mientras que el tipo Eurepo a un año alcanzó el 1,1% (véase gráfico 11). La diferencia entre ambos tipos evidencia la existencia todavía de una prima muy elevada en el mercado interbancario.

Por su parte, la revisión de las perspectivas económicas y los flujos de inversión hacia activos de elevada calidad presionaron a la baja a los tipos a largo plazo durante el último trimestre del



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

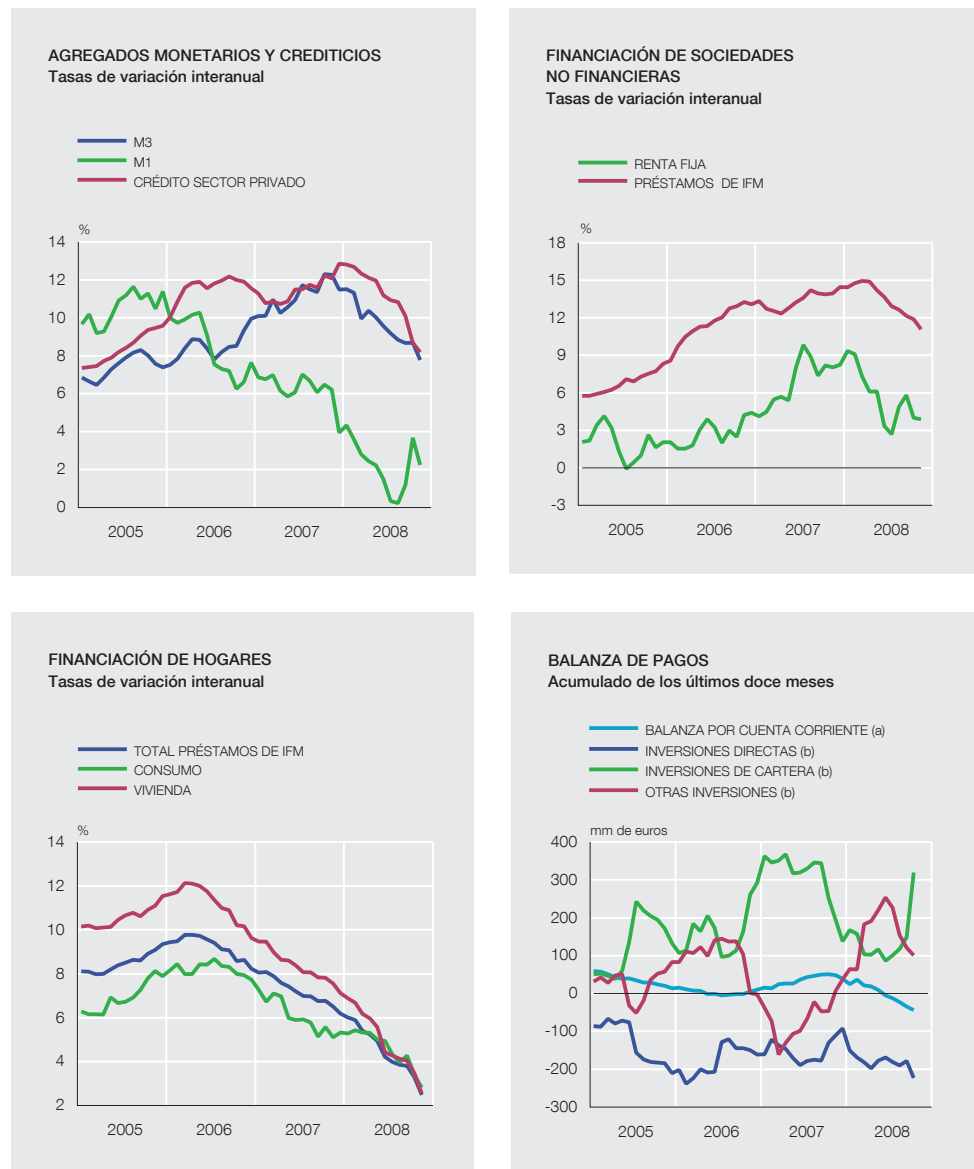


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Correspondientes a nuevas operaciones.

b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

año. Esta tendencia se interrumpió a comienzos del ejercicio actual, y la rentabilidad de la deuda pública a diez años en la UEM fluctuó en enero en torno al 4%, en un contexto en el que los inversores esperan un notable incremento de la oferta de títulos públicos para financiar los cuantiosos planes de apoyo económico. La preferencia por la liquidez y la mayor aversión al riesgo favoreció particularmente la demanda de los valores públicos alemanes, cuyo tipo de interés se situó en torno al 3% en enero. De esta manera, los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública de los Estados miembros de la UEM con el bono alemán aumentaron, especialmente, tras el anuncio de posibles revisiones a la baja en la calificación crediticia de algunos emisores (véase gráfico 11). Por otra parte, la sustancial reducción de tipos en Estados Unidos incrementó el diferencial negativo entre la rentabilidad de la deuda pública de este país y la de la UEM hasta niveles superiores a 150 pb. Finalmente, los diferenciales de la deuda privada corporativa con respecto a activos sin riesgo experimentó un intenso repunte a mediados de septiembre —mayor en aquellos bonos de peor calidad crediticia— tras la agudización de las tensiones financieras que apenas ha sido compensada a finales de diciembre y principios de año.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.

b. Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

En los mercados bursátiles, el deterioro de las perspectivas económicas y el aumento de la incertidumbre se vieron reflejados en una volatilidad extremadamente alta durante la última parte del año, en caídas significativas en las valoraciones durante octubre y noviembre, que fueron parcialmente corregidas en diciembre y principios de enero, y en elevadas primas de riesgo (véase gráfico 12). Con todo, el descenso acumulado por el índice Eurostoxx 50 en el cuarto trimestre fue del 19%, y en el conjunto del año, del 44%. En las tres primeras semanas de enero, el mercado bursátil retrocedió de nuevo, hasta registrar las cotizaciones una caída superior al 10%.

La volatilidad también fue la nota dominante en los mercados cambiarios. El tipo de cambio del euro cerró el año con fuertes movimientos al alza, fundamentalmente frente a la libra esterlina, pero también con respecto al dólar y al yen, si bien a principios de enero estas tendencias revirtieron (véase gráfico 12). En el conjunto de 2008, el euro se apreció un 2,5% en tér-

menos efectivos nominales (TCEN), mientras que se depreció un 5,5% frente al dólar. En la primera mitad de enero, el TCEN se ha depreciado un 3,3%.

El agregado monetario M3 se desaceleró significativamente en noviembre, tras la estabilidad mostrada en octubre. Si bien las tensiones financieras y la ampliación de la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos dieron lugar a una elevada demanda de efectivo y de los depósitos a la vista —agregado monetario M1— en septiembre y octubre, esta fue compensada parcialmente en noviembre (véase gráfico 13). El resto de activos monetarios mantuvo la tendencia a la desaceleración que se observa desde finales de 2007. Por su parte, el crédito concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM) acentuó su ralentización en el último trimestre, debido, en gran medida, a las ventas netas de valores por parte de las entidades de crédito en su intento de reducir el grado de apalancamiento. Los préstamos al sector privado no financiero acentuaron la desaceleración, en línea con el encarecimiento de la financiación y las condiciones de oferta más restrictivas, así como, con el deterioro de las perspectivas económicas y, en algunos países, del sector inmobiliario (véase recuadro 2). En cualquier caso, la ralentización de los préstamos es menos intensa en el caso de las sociedades no financieras, que mantuvieron un avance interanual cercano al 11% en noviembre. En cambio, los préstamos de IFM a hogares crecieron a un ritmo mucho más reducido, del 2,5% en noviembre, en el caso de los destinados tanto a la adquisición de vivienda como al consumo, cuya tasa interanual se situó en el 2,5% y el 2,8%, respectivamente.

4 La economía española

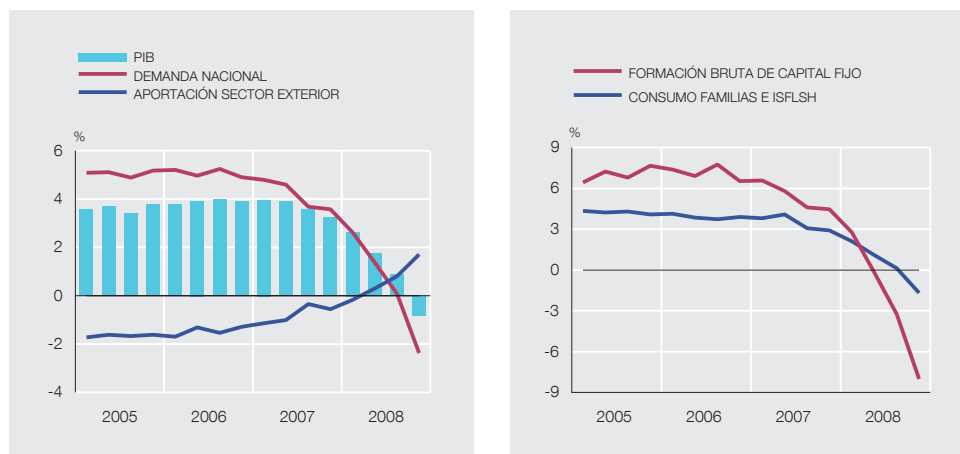
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB se ralentizó con intensidad en el tercer trimestre de 2008, mostrando un crecimiento interanual del 0,9%, nueve décimas por debajo de la tasa estimada para el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el producto experimentó una disminución del 0,2%, registrando una tasa negativa por primera vez desde los primeros años noventa. Este deterioro de la actividad reflejó el rápido debilitamiento de la demanda nacional, en especial la que realizan las familias —consumo privado e inversión residencial—. En cambio, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto mejoró cinco décimas, hasta situarse en 0,8 pp, en un contexto de desaceleración más intensa de las importaciones que de las exportaciones. Por el lado de la oferta, todas las ramas de actividad moderaron su ritmo de expansión, particularmente la construcción y la industria, que experimentaron caídas en su valor añadido. El empeoramiento de la actividad se reflejó en el empleo, que, según los datos de la CNTR, se redujo en términos interanuales un 0,8% en el tercer trimestre de 2008, frente al aumento de 0,4 pp en el trimestre anterior, con lo que, dada la tasa de expansión del producto, el ritmo de avance de la productividad se incrementó en cuatro décimas, hasta el 1,7%.

De acuerdo con la información disponible, en el cuarto trimestre de 2008 se ha intensificado el debilitamiento de la economía española. El aumento de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales a finales del verano y sus implicaciones sobre el entorno económico global, las condiciones de financiación y la confianza de los agentes, que ha llegado a situarse en algunos casos en mínimos históricos, han amplificado la corrección iniciada en trimestres precedentes, conduciendo a una caída de la actividad. En este contexto, se estima que la variación interanual del PIB fue del -0,8% en el cuarto trimestre, 1,7 puntos porcentuales por debajo de la observada el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el producto habría experimentado un retroceso del -1,1%. Esta evolución sería atribuible al pronunciado ajuste de la demanda nacional, que habría disminuido un 2,4% interanual, mientras que la contribución positiva del sector exterior habría continuado mejorando, hasta situarse en 1,7 pp (véase gráfico 14).

Por el lado de la oferta, se estima que el valor añadido de la economía de mercado se redujo en el último trimestre de 2008 en casi todas las ramas, con la excepción de los servicios. En cuanto al mercado laboral, los indicadores disponibles apuntan a que el proceso de destrucción de puestos de trabajo se ha hecho más pronunciado, con una caída de en torno al 3% del empleo. La remuneración por asalariado continuaría creciendo a una tasa elevada, aunque algo inferior a las observadas en los últimos trimestres, con lo que, junto con el mayor ritmo de avance de la productividad, se anticipa que el crecimiento de los costes laborales unitarios se ralentizaría en el cuarto trimestre. Por lo que respecta a los precios de consumo, la tasa de variación interanual del IPC disminuyó rápidamente en el cuarto trimestre, hasta alcanzar una tasa media del 2,5%, casi la mitad del valor observado en el trimestre anterior, con un registro del 1,4% en diciembre, el menor desde diciembre de 1998. Esta trayectoria estuvo condicionada en buena medida por la senda del precio del petróleo, que, tras alcanzar niveles máximos en julio, ha experimentado fuertes caídas con posterioridad. No obstante, en media del trimestre, la inflación subyacente también se redujo —en 0,8 pp—, hasta situarse en el 2,7%.

4.1 Demanda

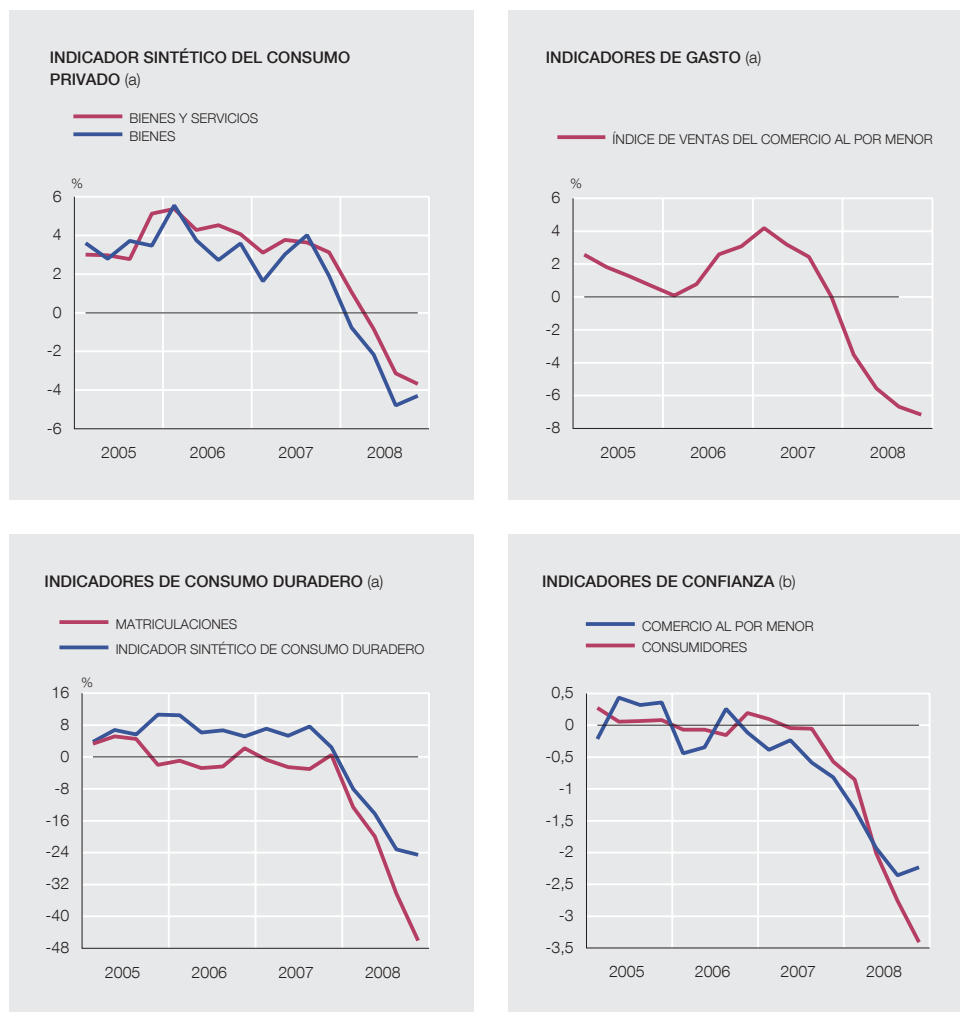
En el cuarto trimestre, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH prolongó el perfil de marcada desaceleración observado desde principios de año, registrando una caída en términos interanuales de acuerdo con la información coyuntural más reciente (véase gráfico 15). La confianza de los consumidores experimentó un nuevo retroceso, aunque la de los comercian-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



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

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

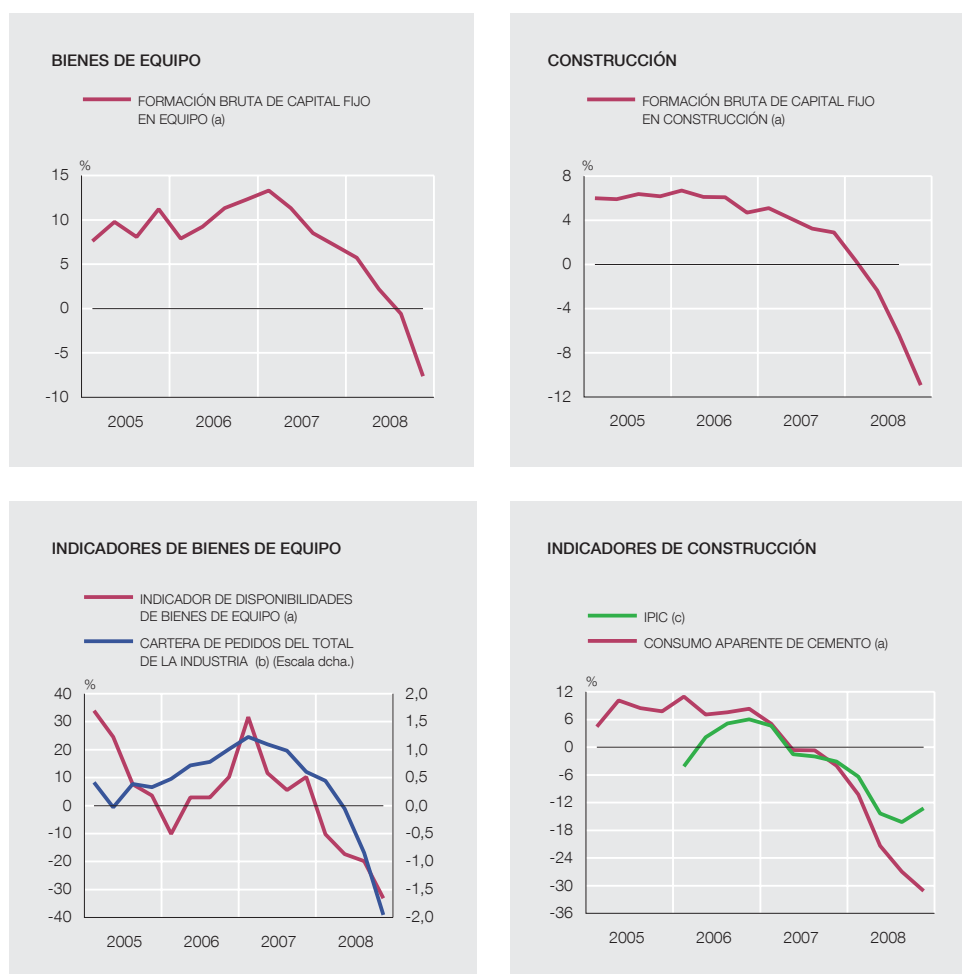
b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

tes minoristas se situó, en promedio, ligeramente por encima de la del trimestre anterior, empeorando al cierre del año. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de grandes empresas de la Agencia Tributaria, referidos a octubre y noviembre, mostraron un descenso interanual de las ventas interiores de bienes y servicios destinados al consumo más acusado que en el tercer trimestre. El índice del comercio al por menor en términos reales también siguió retrocediendo en el período octubre-noviembre a un ritmo interanual superior al de los trimestres anteriores. Por último, las compras de bienes de consumo duradero siguieron experimentando un fuerte deterioro, siendo este especialmente agudo en el caso de los automóviles, cuyas matriculaciones registraron una caída interanual superior al 45% en el último trimestre del año. En conjunto, el indicador sintético del consumo en bienes y servicios se habría desacelerado de forma intensa en dicho período.

La debilidad del consumo de las familias en los últimos meses del año responde tanto a la pérdida de confianza señalada anteriormente, generada por la delicada situación de los mercados financieros internacionales y por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, como a la evolución más desfavorable de sus determinantes. Así, la destrucción de empleo y las altas tasas de inflación registradas en los tres primeros trimestres de 2008 moderaron el ritmo de avance real de la renta bruta disponible de los hogares, a pesar de la tónica de elevado crecimiento salarial. No obstante, a partir del verano la renta de las familias se vio impulsada por la deducción de 400 euros en las retenciones del impuesto sobre la renta, que, junto con la desaceleración de los precios de consumo, propició una notable recuperación de la renta real en la segunda mitad del año. Por otra parte, la pronunciada caída de las cotizaciones bursátiles en 2008 y la desaceleración de los precios de las viviendas han provocado una disminución del valor real de la riqueza de las familias, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación. Todos estos factores están conduciendo a una recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que, de acuerdo con los datos más recientes de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, aumentó hasta el 11,9% de la renta disponible en los cuatro trimestres acumulados hasta el tercero de 2008, 1,7 pp más que a finales de 2007.

El consumo final de las AAPP, que creció un 5,9% interanual en el tercer trimestre, habría continuado avanzando en el último trimestre del año a tasas muy elevadas, aunque ligeramente inferiores, según se desprende de la información disponible sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo continuó retrocediendo en el cuarto trimestre de 2008, de acuerdo con la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). En el caso de los bienes de equipo, los indicadores de disponibilidades de ese trimestre, aunque incompletos, apuntan hacia una contracción notablemente más intensa que en el trimestre precedente. Las opiniones de los empresarios experimentaron un fuerte deterioro en el cuarto trimestre, tal y como reflejan los indicadores de confianza de la industria, de clima industrial del sector de bienes de equipo y de cartera de pedidos de este sector. Asimismo, el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria —aunque con un coste ligeramente más moderado al final del trimestre— y las mayores dificultades para captar recursos por esta y por otras vías estarían desanimando los proyectos de inversión de las sociedades no financieras. Este conjunto de factores dio lugar a un descenso de las necesidades de financiación del sector, que se situaron en el 9% del PIB en el período comprendido entre octubre de 2007 y septiembre de 2008, según las cuentas no financieras de los sectores institucionales, 2,1 pp por debajo del registro de finales de 2007. A este descenso de las necesidades de financiación contribuyó también el mayor nivel de ahorro de las sociedades, impulsado por el adelanto de las devoluciones del IVA y la disminución de la tarifa del impuesto de sociedades.



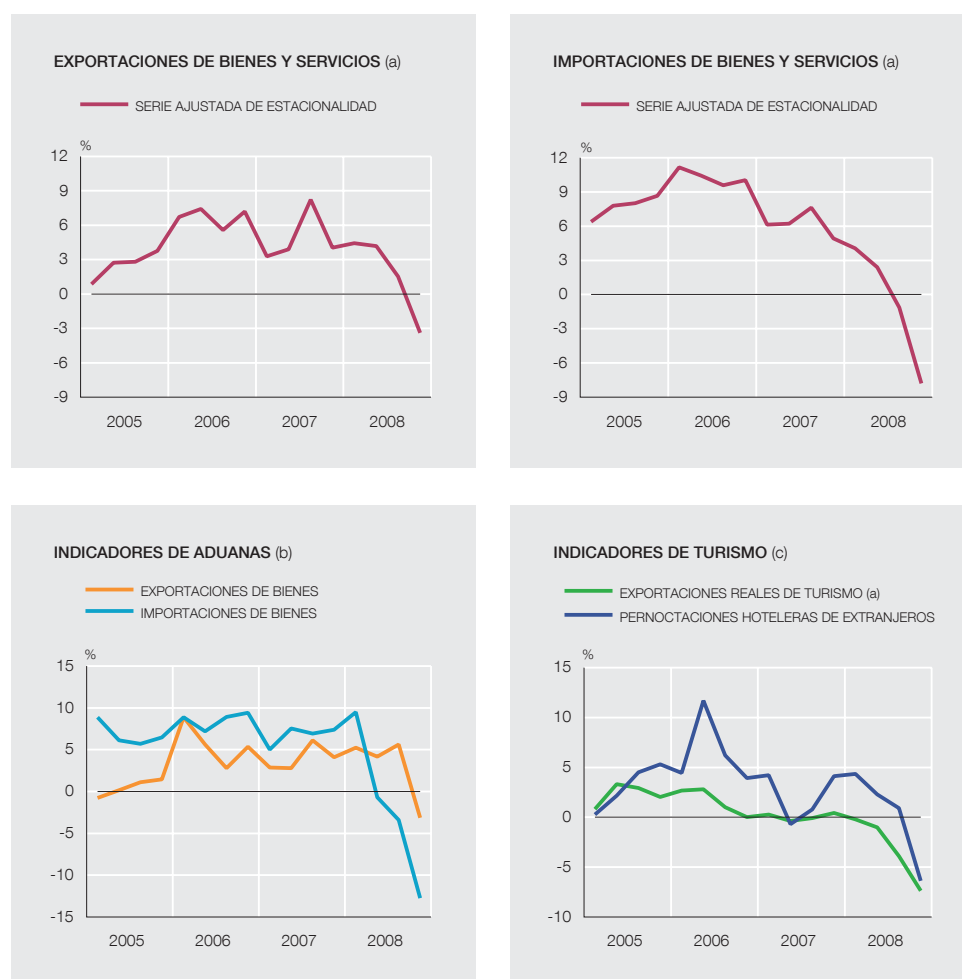
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN y Banco de España.

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

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

c. Índice de producción de la industria de la construcción. Tasas interanuales calculadas sobre la serie original.

La inversión en construcción agudizó su comportamiento contractivo en el cuarto trimestre. Así, los indicadores de consumos intermedios —como la producción interior de materiales de construcción y el consumo aparente de cemento— intensificaron su ritmo de caída en el conjunto de los meses de octubre y noviembre. Los indicadores del mercado de trabajo también siguieron esta tónica, con una disminución próxima al 20% interanual en el número medio de afiliados a la Seguridad Social en este sector en el trimestre final de 2008. El indicador de confianza de los empresarios de la construcción experimentó un deterioro en los tres últimos meses del año aun más intenso que el del período junio-agosto. Respecto a los distintos tipos de obra, la inversión en edificación residencial se habría reducido a un ritmo superior al observado en el trimestre precedente, como consecuencia del significativo descenso en las iniciaciones de viviendas, que están viéndose condicionadas por la disminución de las compraventas y la débil situación del mercado inmobiliario. La incertidumbre sobre las perspectivas económicas y sobre la propia evolución de los precios de la vivienda ha afectado a la demanda residencial por parte de los hogares, lo que, a su vez, ha tendido a desanimar la puesta en marcha de nuevos proyectos. No obstante, la iniciación de viviendas protegidas registró un notable impulso, alcanzando una tasa de crecimiento del 70,8% en el



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

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
c. Series ajustadas de estacionalidad.

mes de septiembre y un peso del 37% en el total de iniciaciones. La edificación no residencial mantuvo también una situación contractiva según los datos sobre nuevos proyectos visados. Finalmente, la obra civil siguió lastrada, como en trimestres anteriores, por el menor ritmo de licitaciones.

La información disponible indica que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB habría continuado aumentando en el cuarto trimestre, hasta situarse en 1,7 pp, como resultado de la pérdida de pulso de las importaciones, más sustancial que la ralentización de las exportaciones (véase gráfico 17). El descenso de las compras al exterior está en línea con la trayectoria descrita de la demanda final de consumo y de inversión en equipo. Por su parte, las exportaciones habrían perdido la pujanza de trimestres anteriores, en un entorno de ralentización del comercio mundial, concentrada básicamente en el conjunto de las economías desarrolladas, y en particular en algunos de nuestros principales socios europeos. La información disponible señala que, en el cuarto trimestre, tanto la depreciación del euro como la evolución de los precios relativos permitieron un comportamiento más favorable de los indicadores de competitividad-precio, aunque en el período transcurrido del año estos indicadores acumulan todavía un cierto deterioro.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes experimentaron una intensa caída en los meses de octubre y noviembre, hasta registrar un descenso interanual del 8,4%, que contrasta con el aumento del 7,8% del tercer trimestre. En el período acumulado hasta noviembre, las exportaciones reales de bienes crecieron un 2,8%, tasa inferior en 1,4 pp a la observada en el conjunto de 2007. Por grupos de productos, en octubre y noviembre el retroceso más intenso correspondió a los bienes de equipo e intermedios no energéticos (con tasas del -11,5% y del -11,8%, respectivamente), mientras que, por el contrario, los bienes energéticos y los alimentos experimentaron un mayor sostenimiento. Por áreas geográficas, la disminución fue ligeramente más pronunciada en las ventas extracomunitarias que en las dirigidas a la UE. A tenor de la información más desagregada, para la que solo están disponibles los datos nominales, destacan por su magnitud los retrocesos especialmente acusados de las ventas al Reino Unido y a China.

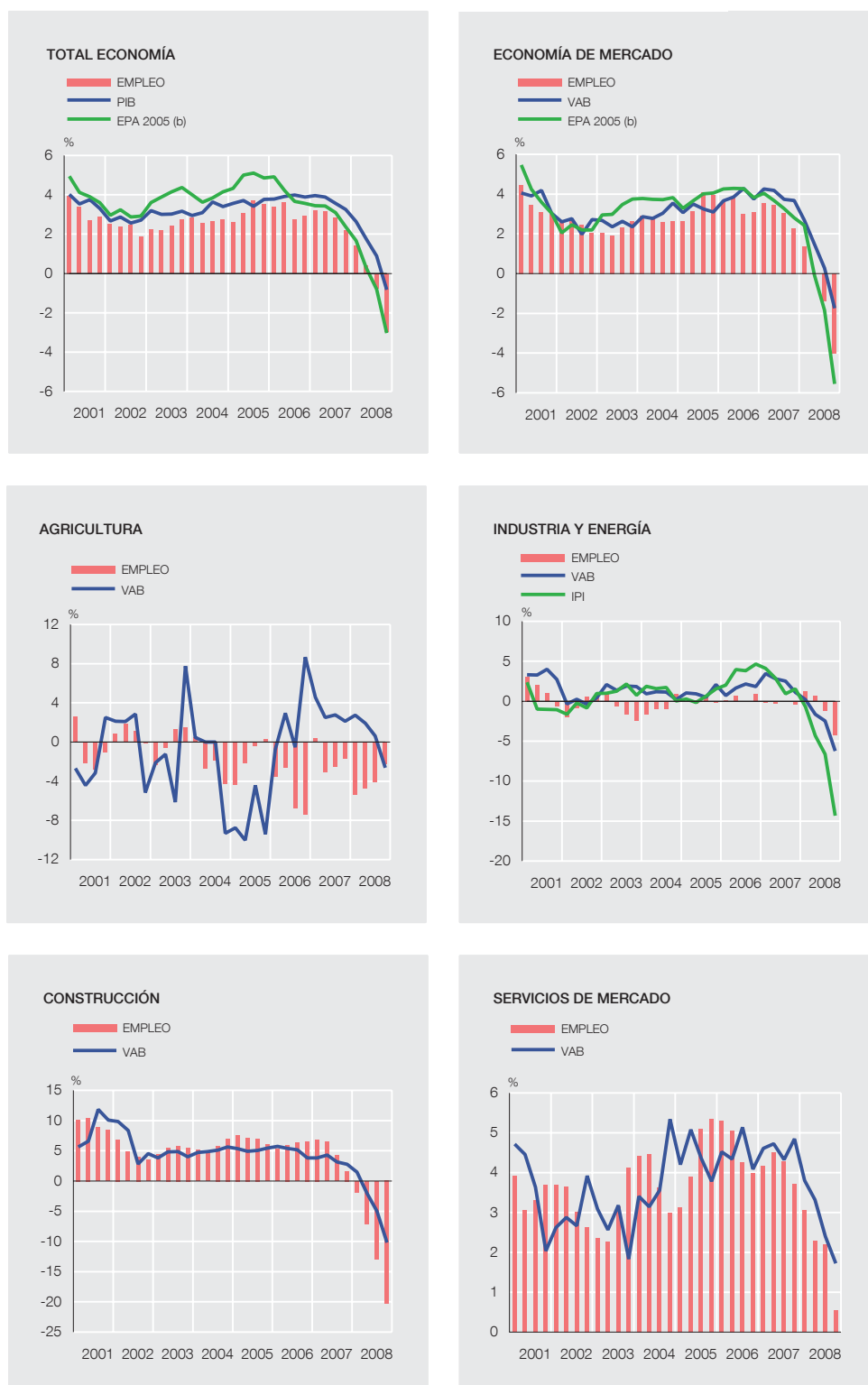
En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos disponible hasta octubre apunta hacia una intensificación de su descenso en el cuarto trimestre. Además, en los tres últimos meses de 2008 las entradas de turistas en España y las pernoctaciones hoteleras retrocedieron un 9,5% y un 6,3%, respectivamente, en comparación con el mismo período del año anterior. El gasto nominal de los visitantes extranjeros, de acuerdo con EGATUR, se redujo un 6,7% en octubre y noviembre, debido al descenso del número de turistas, ya que el gasto medio por turista experimentó un incremento. La desagregación por países de procedencia muestra que el descenso de las entradas de visitantes extranjeros en el cuarto trimestre afectó a los principales mercados emisores, especialmente al Reino Unido, debido a la depreciación de la libra. Por otra parte, los datos de Balanza de Pagos referidos a octubre apuntan a que en el cuarto trimestre se habría producido cierta mejora de las exportaciones reales de servicios no turísticos en relación con el trimestre previo, que sería atribuible a los servicios de transporte y a otros servicios empresariales.

Según la información disponible, se estima que las importaciones reales de bienes intensificaron notablemente su retroceso en el último trimestre de 2008. Los datos de Aduanas muestran que las compras de bienes al exterior en términos reales disminuyeron en octubre y noviembre un 16,8%, tras el descenso del 1,9% en el tercer trimestre. En los once primeros meses del año, las importaciones reales retrocedieron un 1,5%. Por grupos de productos, en octubre y noviembre destacaron las fuertes reducciones de las compras exteriores de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio (del 30,3% y 21,5%, respectivamente), aunque también fue muy pronunciada la disminución de las importaciones de bienes intermedios no energéticos.

Por último, las importaciones reales de servicios se habrían ralentizado en el cuarto trimestre, debido tanto al comportamiento de los pagos por servicios no turísticos como a la evolución de las importaciones turísticas. En el primer caso, con datos desagregados de Balanza de Pagos de octubre, destacaron los retrocesos de los pagos nominales ligados a *royalties*, rentas de la propiedad intelectual y a otros servicios empresariales, que fueron parcialmente compensados por los servicios financieros.

4.2 Producción y empleo

Por el lado de la oferta, durante el cuarto trimestre continuó la pérdida de vigor de la actividad en todas las ramas productivas de la economía de mercado, con caídas del valor añadido en la industria, la construcción y en las ramas agrícolas, y un crecimiento más moderado que en los trimestres previos de 2008 en los servicios de mercado (véase gráfico 18). Se estima que la producción de la rama industrial y energética disminuyó en el cuarto trimestre de forma aún más intensa que en el trimestre precedente, como consecuencia de la desaceleración de la energía y de la fuerte contracción de la industria. En línea con el comportamiento de las ventas



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

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

de bienes de las grandes empresas, el ritmo de retroceso del componente no energético del índice de producción industrial (IPI) se agudizó en el conjunto de los meses de octubre y noviembre. Si bien esta caída tuvo un carácter generalizado en casi todos los productos, destacan, por su intensidad, los bienes destinados al consumo interior y a la inversión en equipo. Los indicadores basados en el mercado de trabajo, como es el caso del número medio de afiliados a la Seguridad Social, confirman esta tónica de deterioro. Además, las encuestas de opinión también apuntan hacia un deterioro adicional de la actividad industrial en el cuarto trimestre. Así, tanto el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea como el índice de directores de compras del sector manufacturero disminuyeron en el período octubre-diciembre respecto al trimestre anterior, con un descenso significativo en la valoración de la cartera de pedidos y de las expectativas de producción futura.

La actividad constructora también habría intensificado su contracción en el último trimestre de 2008, a tenor del retroceso que, como ya se ha indicado al describir las perspectivas de la inversión en construcción, se ha podido observar en sus principales indicadores. La actividad de las ramas agraria y pesquera registró, asimismo, un descenso en el trimestre final del año, debido a los negativos resultados obtenidos por la mayor parte de los cultivos agrarios.

Según la información coyuntural disponible, la actividad de los servicios de mercado habría registrado un debilitamiento más generalizado en el último trimestre de 2008 en comparación con el anterior. En efecto, las ventas de grandes empresas, en términos reales y corregidos de calendario, volvieron a experimentar una apreciable caída en el conjunto de los meses de octubre y noviembre, así como la cifra de negocios de los indicadores de actividad del sector servicios. Los indicadores de empleo del sector, como el número medio de afiliados a la Seguridad Social, apuntan igualmente hacia una situación de gran debilidad, con un pequeño descenso interanual por primera vez en los últimos años. Finalmente, los indicadores de confianza del sector servicios y del comercio al por menor elaborados por la Comisión Europea y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) se deterioraron adicionalmente en el último trimestre de 2008, alcanzando en algunos casos niveles mínimos históricos. Entre las distintas ramas de servicios, la del transporte fue la que mostró un mayor empeoramiento en el cuarto trimestre y la del comercio fue la que presentó mayores descensos de su actividad. Los servicios de comunicación y tecnologías de la información fueron los que registraron menor debilidad.

En cuanto a la evolución del conjunto del mercado de trabajo, los indicadores disponibles coinciden en señalar que en el cuarto trimestre se agudizó el proceso de destrucción de empleo que se inició en el tercer trimestre de 2008. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social, calculado con la media de los datos diarios, retrocedió un 3,4%, frente a una disminución del 0,9% en el tercer trimestre. Del mismo modo, el descenso interanual de la contratación registrada en el INEM fue más pronunciado en los tres últimos meses de 2008 que en el trimestre anterior (-18,9%, frente al -9,9%, respectivamente). Finalmente, la EPA recientemente publicada estimó una caída interanual del empleo del 3%, intensificando también el descenso del empleo ya observado en el tercer trimestre del año (-0,8%).

Por ramas productivas, en todos los sectores de la economía de mercado, y especialmente en la construcción, se habría reducido el empleo de acuerdo con la información de la EPA referida al cuarto trimestre. En el conjunto de la economía de mercado, la ocupación se redujo un 5,5%, frente al -1,8% del tercer trimestre. Durante los últimos meses del año, se intensificó la destrucción de empleo en la construcción (-20,7%, frente al -13% en el tercer trimestre), y en la industria, hasta el -6,7% (frente al -1% del trimestre previo). El empleo en la agricultura siguió disminuyendo a tasas similares a las del trimestre previo (-4,7%). Final-

mente, la tasa de variación del empleo en los servicios de mercado pasó a ser negativa (-0,3%), por primera vez en esta fase de ajuste del empleo.

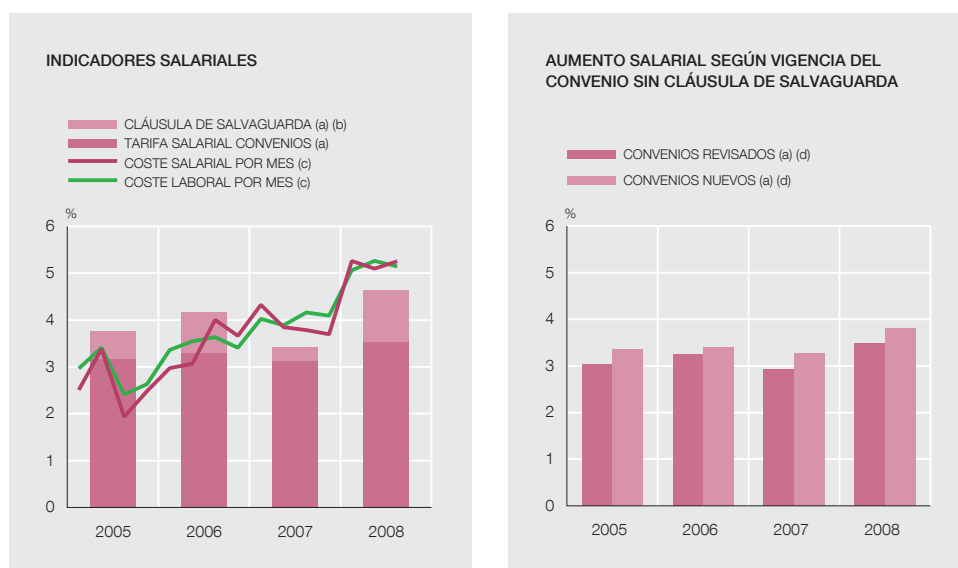
De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 3,4%, como al de no asalariados (-1,6%). En conjunto, la tasa de asalarización se redujo levemente, hasta el 82,1%, tres décimas menos que la observada un año antes. La destrucción de empleo fue más acusada entre los trabajadores de nacionalidad española (-3,5%), aunque, por primera vez, el empleo entre el colectivo de nacionalidad extranjera pasó a mostrar tasas levemente negativas. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual hasta el -12,7%, protagonizando el ajuste del empleo, aunque el empleo indefinido se ralentizó con intensidad (0,8%, frente al 2,8% del trimestre anterior). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 27,9%, 3 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial presentó crecimientos positivos (4%), lo que elevó la ratio de parcialidad hasta el 12,5%, frente al 11,6% de un año antes.

La población activa mantuvo un crecimiento del 2,9% en el último trimestre del año, a pesar de que continuó la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un 1,2% (0,2 pp menos que en el trimestre anterior). Con estos datos, la tasa de actividad alcanzó el 60,1%, lo que mantiene el incremento interanual en 1 pp, sin que, por tanto, se observe, al menos de momento, un efecto desalentador sobre las decisiones de participación en el mercado de trabajo de la fuerte destrucción de empleo. Atendiendo a la desagregación por sexos, el avance de la población activa se debió principalmente al colectivo femenino (5,3%), ya que el de los hombres aumentó de forma más moderada (1,2%). En concreto, la tasa de participación de las mujeres ascendió 2 pp en términos interanuales, hasta el 51,4%, y la de los hombres se mantuvo estabilizada en el 69,2%. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera continuaron mostrando un dinamismo elevado (11,3%), incluso algo superior al del tercer trimestre (10,7%), a pesar de la ralentización en el crecimiento de la población (8,4%, frente al 10,4% del trimestre pasado), mostrando, por tanto, un mayor incremento de su tasa de actividad. Los activos de nacionalidad española crecieron un 1,5% (1,6% en el primer trimestre).

Finalmente, la brusca caída del empleo, unida al dinamismo elevado que mantiene la población activa, tuvo como resultado un crecimiento muy acusado del desempleo en el cuarto trimestre de 2008, que se cifra en unas 600.000 personas respecto al tercer trimestre y 1.280.000 respecto a finales de 2007, hasta superar los 3.200.000 desempleados. Ello se tradujo en un incremento interanual del desempleo del 66,4%, y en una elevación de la tasa de paro hasta el 13,9, más de dos puntos y medio superior a la del trimestre anterior.

4.3 Costes y precios

Los convenios firmados hasta diciembre de 2008, que afectan a cerca de 9 millones de trabajadores, recogen un aumento medio de las tarifas salariales algo superior al 3,5% (véase gráfico 19). Esta cifra supera en más de cuatro décimas el incremento pactado en 2007 —sin considerar el impacto de la activación de las cláusulas de salvaguarda— y se sitúa por encima de las directrices pactadas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva para 2008. Como suele ser habitual en episodios de incremento de la inflación (como el que tuvo lugar en 2008 hasta los meses de verano), los aumentos salariales pactados en los convenios de nueva firma han sido superiores a los incorporados en las revisiones de los convenios plurianuales (3,8% y 3,5%, respectivamente), si bien la proporción de trabajadores acogidos a estos últimos es muy superior —en torno al 80% del total—. La estimación del impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2007 —que afectan en torno al 74% de trabajadores con convenio en dicho año— sobre los incrementos salariales de 2008 es de 1,1 pp, como resultado de la elevada tasa de inflación observada en diciembre de 2007.



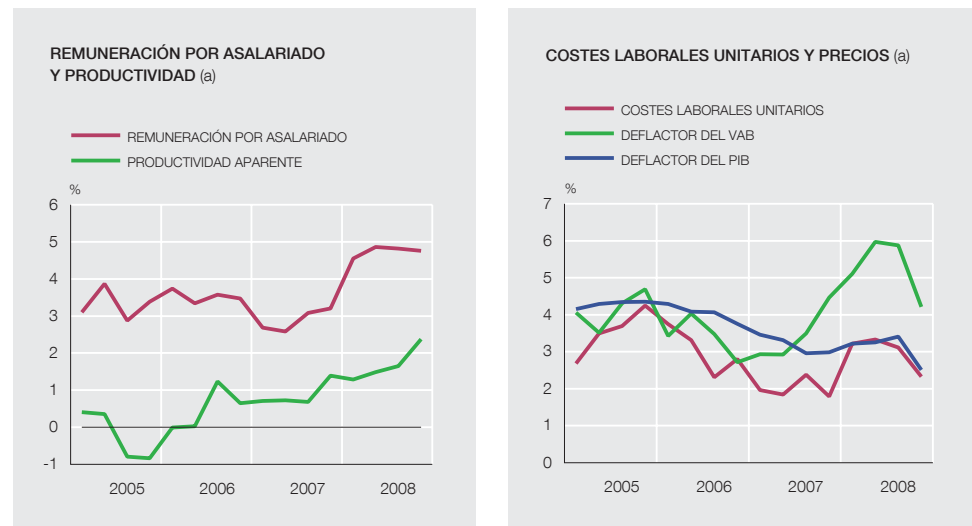
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

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

Por su parte, la información más reciente respecto a la evolución del coste salarial total se refiere al tercer trimestre de 2008. Según la Encuesta Trimestral de Costes Laborales, la tasa de variación del coste salarial por trabajador y mes en la economía de mercado no agrícola se incrementó dos décimas, hasta el 5,3% en el tercer trimestre. En este mismo período, según los últimos datos de CNTR, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía fue igualmente un 5,3%, y algo inferior en el caso de la economía de mercado (véase gráfico 20). En el cuarto trimestre de 2008 se espera cierta disminución del ritmo de avance de la remuneración por asalariado, lo que, unido al repunte de la productividad, conduciría a una desaceleración del coste laboral unitario.

Según las estimaciones más recientes de la contabilidad trimestral, el deflactor del valor añadido bruto ha ido acelerándose desde la segunda mitad de 2007, aunque su ritmo de crecimiento se redujo algo en el tercer trimestre de 2008 (véase gráfico 20). Este avance continuó siendo superior al del coste laboral unitario, de modo que el margen por unidad de producto continuó expandiéndose a un ritmo elevado. Esta evolución refleja, en parte, el marcado descenso que registraron los pagos por IVA en 2008, con motivo del adelanto de las devoluciones correspondientes a este impuesto. La tasa de variación del deflactor del PIB, que no está afectada por estas distorsiones transitorias, ha mostrado crecimientos más reducidos en este período en comparación con el deflactor del valor añadido.

El ascenso del componente interior de la inflación durante los tres primeros trimestres de 2008 y el elevado crecimiento del deflactor de las importaciones contribuyeron a impulsar al alza la tasa del deflactor de la demanda final y la de los precios de la producción destinada al mercado interno, tal y como refleja el deflactor de la demanda nacional, que registró un crecimiento interanual del 3,8% en el tercer trimestre. No obstante, se espera una disminución de la inflación de una gran parte de los componentes de la demanda interna en el cuarto trimestre de 2008.



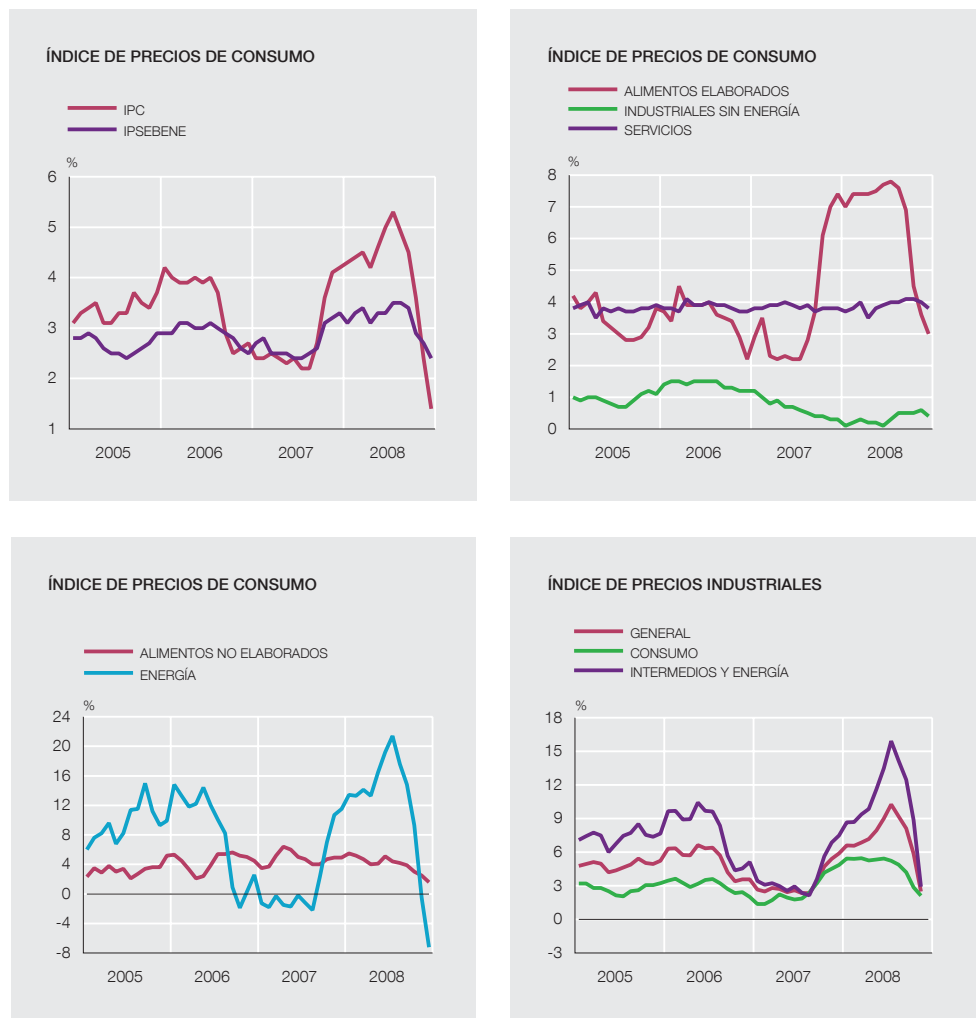
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

Ciertamente, los indicadores de precios de consumo abandonaron, en el cuarto trimestre, la tendencia alcista iniciada un año antes, y suavizaron sustancialmente su ritmo de crecimiento. La tasa interanual del IPC se moderó hasta el 2,5% en el período octubre-diciembre, 2,4 pp menos que en el trimestre anterior, situándose en el 1,4% en el último mes del año (véase gráfico 21). Esta evolución se debe, fundamentalmente, al comportamiento de los precios de la energía y a la reversión del impacto que tuvo el fuerte incremento de los precios de la leche y otros alimentos elaborados a finales de 2007. Los precios energéticos crecieron, en media del trimestre, un 0,4%, más de 17 pp por debajo de la tasa del tercer trimestre. El descenso del precio del petróleo en los mercados internacionales, a partir del verano, fue el factor determinante de esta evolución, aunque la depreciación del euro frente al dólar suavizó su impacto en los precios internos. Los precios de los alimentos no elaborados disminuyeron su ritmo de crecimiento 1,8 pp, hasta el 2,4%, gracias al buen comportamiento de los precios del pescado y de algunas carnes.

En cuanto a los componentes del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados—, cabe señalar que fueron los precios de los alimentos elaborados los que contribuyeron a moderar la inflación media del cuarto trimestre en mayor medida. El crecimiento de los precios de este componente se redujo drásticamente hasta el 3,7% —la mitad de su valor en el tercer trimestre—, tras haber desaparecido el impacto del incremento del precio de la leche, los cereales y sus derivados que tuvo lugar un año antes. Además, el crecimiento medio interanual de los precios de los servicios fue del 3,9%, dos décimas menos que en el trimestre anterior, destacando el menor ritmo de avance de los precios de la hostelería, el turismo y los servicios recreativos. En cambio, los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron ligeramente, aunque dentro de unos niveles muy reducidos, hasta el 0,5%, influidos, posiblemente, por la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar. Como consecuencia de la evolución de sus distintos componentes, la tasa de variación interanual del IPSEBENE disminuyó ocho décimas en el último trimestre del año, hasta el 2,7%.

De modo análogo, la inflación medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se redujo 2,5 pp en el promedio del tercer trimestre del año, hasta el 2,5%. En el conjunto de la UEM, el recorte en la inflación media trimestral fue de 1,5 pp, situándose en el 2,3%, de modo

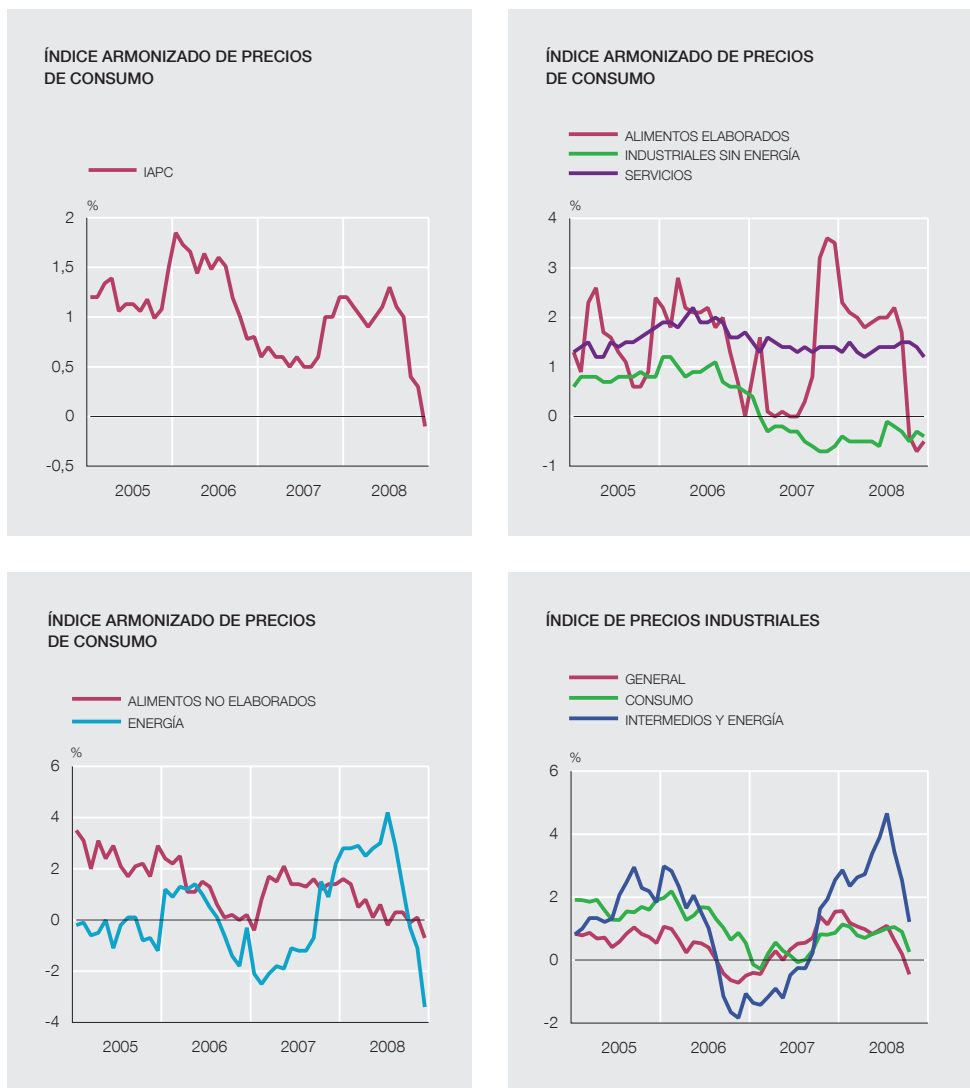


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

que el diferencial de inflación que mantiene España con la zona del euro se redujo hasta 0,2 pp en el período octubre-diciembre, nivel que constituye un mínimo histórico (véase gráfico 22). El diferencial de todos los componentes fue favorable a España, excepto el de los alimentos no elaborados y, en mayor medida, el de los servicios, que, no obstante, experimentó cierta reducción. La tendencia a la disminución del diferencial se acentuó a lo largo del trimestre, de modo que en diciembre alcanzó un valor negativo (-0,1 pp), por primera vez desde el inicio de la Unión Monetaria.

También las oscilaciones de los precios del petróleo afectaron al índice de precios industriales, cuya tasa interanual ha ido disminuyendo desde el valor máximo alcanzado en julio (10,3%) hasta un -0,2% en diciembre. Esta evolución ha venido condicionada, como ya ocurrió en la fase alcista, por los precios de la energía y de los bienes intermedios, que se desaceleraron de forma pronunciada, aunque también se observó una moderación del ritmo de crecimiento del resto de componentes. En el conjunto de la UEM, los precios industriales recortaron su tasa de avance de forma menos intensa que en nuestro país, con lo que el ritmo de crecimiento de estos precios siguió siendo inferior en España y el diferencial entre ambas zonas geográficas se amplió en noviembre hasta 0,8 pp. Por su parte, los precios de importación y ex-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

portación de productos industriales siguieron desacelerándose en los últimos meses, desde los máximos registrados en el tercer trimestre, hasta mostrar en el mes de noviembre tasas de avance del 0,7% y del 1,8%, respectivamente. Tras esta moderación se encuentra, principalmente, la evolución descendente de los precios energéticos, que llegaron a caer en noviembre a ritmos cercanos al 10%. Con respecto a los restantes componentes, el comportamiento ha sido muy similar tanto en la vertiente importadora como en la exportadora. Así, en los meses de octubre y noviembre los precios de los bienes intermedios se moderaron, mientras que los relativos a bienes de consumo y de equipo repuntaron con respecto a los meses previos.

4.4 La actuación del Estado

El Gobierno presentó la décima Actualización del Programa de Estabilidad (APE) el pasado 16 de enero de 2009, con estimaciones y proyecciones macroeconómicas y fiscales para el período 2008-2011. Con respecto a los Presupuestos Generales del Estado, la APE ha recortado su previsión de crecimiento del PIB real para los años 2008 y 2009 hasta el 1,2% y el -1,6%, respectivamente. Asimismo, se han revisado significativamente a la baja los saldos de las cuentas públicas, anticipándose ahora un déficit del conjunto de las Admi-

Las Comunidades Autónomas (CCAA) han alcanzado un peso relevante en el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP), tanto en lo que se refiere a los ingresos como, sobre todo, a los gastos. Según las últimas cifras publicadas, del año 2007, las CCAA recibieron el 32% de los impuestos recaudados y gestionaron el 38% del total de gastos. Entre estos, cabe destacar que las CCAA fueron responsables del 91% del total de gastos públicos en salud y en educación.

Estas cifras subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad de las CCAA para el análisis de la política fiscal. En este sentido, en el marco de las leyes de estabilidad presupuestaria, las Cortes aprobaron el 26 de junio de 2008 los objetivos de estabilidad¹ para el conjunto de las CCAA para el trienio 2009-2011, cifrándose estos en sendos objetivos de equilibrio para los años 2009 y 2010, y de un superávit del 0,1% del PIB en 2011. Sin embargo, debido a la fuerte desaceleración que está experimentando la economía española, que se ha reflejado en una revisión a la baja de las previsiones oficiales de crecimiento del PIB para este período, el Consejo de Política Fiscal y Financiera, en su reunión del 8 de octubre de 2008, acordó eximir de la obligación de pre-

sentar planes económico-financieros de reequilibrio a aquellas CCAA que aprueben sus presupuestos para 2009 con déficits que se encuentren dentro de los límites fijados por las leyes de estabilidad. Recuérdese que, para crecimientos del PIB por debajo del 2%, estos límites cifran el déficit máximo de las CCAA en un 0,75% del PIB, a lo que habría que añadir un 0,25% del PIB adicional por inversiones productivas².

En este contexto, las CCAA han presentado sus proyectos presupuestarios³ para el año 2009, cuyas principales rúbricas se agregan en el cuadro adjunto⁴. Las previsiones presupuestarias apuntan a un fuerte deterioro del saldo, cuando se compara con el presupuesto inicial del año 2008, hasta un déficit del 0,9% del PIB, cerca del límite fijado por las leyes de estabilidad. Este resultado surge de una desaceleración en los ingresos (hasta una tasa de variación negativa, causada por los impuestos indirectos) mayor que la de los gastos. Es de resaltar que estos últimos, al igual que en años anteriores, muestran tasas de variación sustancialmente más altas que las del PIB nominal.

1. Recuérdese que estos objetivos se establecen en términos de Contabilidad Nacional.

2. La Actualización del Programa de Estabilidad, publicado este mes de enero, ha recogido las menores tasas de variación del PIB y la confirmación de que las CCAA no rebasarán el límite de déficit establecido en las leyes de estabilidad. 3. No se incluyen los presupuestos de las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla. 4. El cuadro compara los presupuestos iniciales de las CCAA y, en la última columna, del Estado.

PRESUPUESTOS INICIALES DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

	Comunidades Autónomas							Estado
	Millones de euros				Tasas de variación			09/08
	2006	2007	2008	2009	07/06	08/07	09/08	
INGRESOS NO FINANCIEROS	140.879	154.945	167.993	165.124	10,0	8,4	-1,7	-11,1
Ingresos corrientes	132.849	146.836	159.173	155.556	10,5	8,4	-2,3	-10,4
— Impuestos directos	24.396	27.215	32.060	38.174	11,6	17,8	19,1	-15,1
— Impuestos indirectos	47.673	54.631	56.093	44.741	14,6	2,7	-20,2	-5,9
— Tasas, precios y otros ingresos	4.134	4.304	4.546	4.908	4,1	5,6	8,0	34,3
— Transferencias corrientes	56.235	60.289	65.917	67.154	7,2	9,3	1,9	-3,4
— Ingresos patrimoniales	411	396	557	579	-3,6	40,4	4,0	-3,4
Ingresos de capital	8.030	8.109	8.820	9.567	1,0	8,8	8,5	-55,1
— Enajenación de inversiones reales	678	644	703	633	-5,1	9,2	-10,0	-4,8
— Transferencias de capital	7.352	7.465	8.117	8.935	1,5	8,7	10,1	-57,7
PAGOS NO FINANCIEROS	141.758	155.065	168.327	175.295	9,4	8,6	4,1	3,7
Pagos corrientes	114.707	125.475	136.135	143.320	9,4	8,5	5,3	3,6
— Gastos de personal	44.076	47.835	52.194	55.309	8,5	9,1	6,0	5,8
— Gastos corrientes en bienes y servicios	22.481	25.261	28.023	29.186	12,4	10,9	4,2	-1,7
— Gastos financieros	2.274	2.379	2.489	2.717	4,6	4,6	9,1	4,8
— Transferencias corrientes	45.726	49.842	53.254	55.900	9,0	6,8	5,0	2,9
— Fondo de contingencia y otros imprevistos	150	157	175	209	4,6	11,7	19,2	4,9
Pagos de capital	27.050	29.591	32.191	31.975	9,4	8,8	-0,7	4,1
— Inversiones reales	13.859	15.378	16.429	16.005	11,0	6,8	-2,6	-1,7
— Transferencias de capital	13.192	14.213	15.762	15.970	7,7	10,9	1,3	10,5
SALDO NO FINANCIERO	-879	-121	-333	-10.171

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, Comunidades Autónomas y Banco de España.

Por el lado de los ingresos, destaca el elevado crecimiento de los impuestos directos previsto en el caso de las CCAA (en particular, del IRPF), que contrasta con la caída presupuestada para el Estado, a pesar de la supresión del impuesto sobre el patrimonio en las CCAA. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la evolución del IRPF en las CCAA se encuentra asociada a los pagos a cuenta de la tarifa autonómica procedentes del Estado (con un aumento superior al 25% en comparación con el Presupuesto del año anterior⁵) y, por lo tanto, los Presupuestos de las CCAA no hacen sino reflejar estos mayores ingresos⁶.

Por el contrario, en los impuestos indirectos se prevé una elevada caída (del 20,2%), que viene determinada por la evolución esperada del IVA y, sobre todo, del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados, para el que algunas CCAA presupuestan caídas superiores al 40%. El elevado peso que tiene este último impuesto en las CCAA y su casi nula importancia en el caso del Estado explican las diferencias entre las tasas de evolución de los impuestos indirectos previstas por las CCAA y las del Estado. Además, al tratarse de comparaciones entre presupuestos iniciales, la caída en 2009 refleja, en parte, que la recaudación del año 2008 ha sido menor que la prevista inicialmente.

El capítulo más importante de ingresos para las CCAA es el de transferencias corrientes, que proceden en más del 50% del Esta-

do⁷. En la medida, que la evolución de estas transferencias está ligada, en su mayor parte, a la propia evolución de los ingresos del Estado, de acuerdo con el sistema de financiación de las CCAA vigente, se prevé para 2009 una desaceleración significativa.

Por lo que respecta a los gastos, se presupuesta un menor crecimiento con respecto al año anterior, aunque este se mantiene por encima de la previsión para el PIB nominal. En el capítulo de salarios, los Presupuestos Generales del Estado determinan el crecimiento salarial para todas las AAPP. Sin embargo, los aumentos presupuestados de los gastos de personal han sido tradicionalmente superiores en las CCAA que en el Estado, como consecuencia, en parte, de la existencia de nuevos traspasos de competencias a las CCAA y de algunos ajustes salariales en estas últimas. Esta misma tendencia parece mantenerse para el año 2009, al presupuestarse un crecimiento del 6% en los gastos de personal de las CCAA, frente al 5,7% proyectado para el Estado. Por otra parte, los gastos de compras y transferencias corrientes están muy ligados a las competencias de sanidad y educación en el caso de las CCAA. En ambos capítulos se presupuesta una desaceleración para 2009, aunque mantienen tasas por encima del PIB nominal. En cuanto a la carga de intereses, se prevé un repunte en 2009 del 9,1%, en línea con el incremento de la deuda de las CCAA.

Finalmente, el comportamiento de los gastos corrientes contrasta con el intenso ajuste que sufren los gastos de capital en los Presupuestos de las CCAA, desacelerándose tanto las inversiones reales (hasta una tasa del -2,6%) como las transferencias de capital (hasta una tasa del 1,3%), en ambos casos por debajo de los incrementos previstos en el Estado.

5. Además, en este cálculo de los pagos del IRPF a las CCAA en 2009 no se incluye la nueva deducción de hasta 400 euros por rendimientos del trabajo implantada en 2008, que corre a cargo exclusivamente del Estado. 6. Asimismo, la parte residual de los ingresos por IRPF de las CCAA lo constituye la liquidación definitiva del año 2007, que todavía fue un año de elevados ingresos por este impuesto. Por otro lado, hay que destacar que el impuesto sobre sociedades tiene una importancia reducida en las CCAA, puesto que solo recoge los ingresos de la Comunidad Autónoma de Navarra, por lo que la fuerte caída que ha registrado este impuesto en el año 2008 repercute solo ligeramente en los ingresos agregados de las CCAA.

7. Por el Fondo de Suficiencia, liquidación definitiva del año 2007 y algunas otras transferencias. Entre ellas, cabe destacar para el año 2009 las transferencias del Estado a las CCAA debidas a la supresión del impuesto sobre el patrimonio, con el fin de compensar la pérdida de recaudación de este impuesto.

nistraciones Públicas del 3,4% del PIB en 2008, que se espera aumente hasta el 5,8% del PIB en 2009, debido a las medidas de impulso fiscal adoptadas y al desfavorable escenario macroeconómico. En los años siguientes, en un contexto de progresiva recuperación de la economía, se prevé que el déficit público se reduzca progresivamente hasta el 3,9% en 2011. Por subsectores, el saldo público de 2008 vendrá determinado principalmente por el de la Administración Central, para la que se espera un déficit del 2,7% del PIB. Asimismo, se anticipa que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales cerrarán el ejercicio con sendos saldos deficitarios del 1% y del 0,5% del PIB, respectivamente. Por contra, la Seguridad Social registrará un superávit del 0,8% del PIB. El aumento del déficit de las Administraciones Públicas que se proyecta para el año 2009 se debe a los subsectores de la Administración Central, cuyo déficit se ampliaría hasta el 4,7% del PIB, y de la Seguridad Social, cuyo superávit caería hasta el 0,2% del PIB, mientras que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales reducirían ligeramente los déficits registrados en 2008.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 16.312 millones de euros hasta octubre de 2008, inferior en un 6,7% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución menos favorable que hasta julio. Los ingresos no financieros se desaceleraron en los últimos meses, situando su crecimiento en el 7%, en tanto que los pagos ganaron dinamismo y mostraron un avance del 10,2%.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron una desaceleración hasta el 5,5%, desde el 6,6% registrado hasta julio, reflejando, en parte, la pérdida de dinamismo de la afiliación a la Seguridad Social.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas se mantuvo en tasas de crecimiento cercanas al 8,1% hasta octubre, por encima del 7,4% presupuestado para el conjunto del año, y el número de pensiones contributivas aumentó un 1,4% en el promedio del año, ligeramente superior al del año anterior (un 1,3%). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se ralentizó de manera notable en

los últimos meses, hasta un crecimiento del 7,1% en octubre, situándose, no obstante, por encima de los aumentos presupuestados.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 5,2% hasta agosto, último mes para el que se dispone de información precisa, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo se redujeron un 9,1% hasta el mismo mes.

Por otra parte, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada aceleración hasta noviembre, registrando un incremento del 31,1% en tasa interanual, mientras que el paro registrado creció un 49,7% en tasa interanual hasta diciembre. Por su parte, el número de beneficiarios de prestaciones por desempleo aumentó, con datos hasta agosto, un 28% frente al mismo mes del año anterior, dejando la tasa de cobertura en el 74,2%, algo menos de un punto por encima de la registrada en el mismo mes de 2007.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

me y %

	Presupuesto			Liquidación		Liquidación	
	2007	2008	% variación	ENE-JUL	ENE-OCT	ENE-OCT	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	106.142	114.081	7,5	8,3	93.003	99.507	7,0
1.1 Cotizaciones sociales	97.942	105.107	7,3	6,6	85.898	90.650	5,5
1.2 Transferencias corrientes	5.963	6.796	14,0	35,6	5.042	6.033	19,7
1.3 Otros	2.237	2.177	-2,7	11,0	2.063	2.825	36,9
2 PAGOS NO FINANCIEROS	98.390	106.048	7,8	9,7	75.522	83.195	10,2
2.1 Personal	2.253	2.412	7,1	7,5	1.738	1.890	8,7
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.807	1.978	9,5	7,7	1.408	1.462	3,9
2.3 Transferencias corrientes	93.743	101.056	7,8	9,6	71.726	78.053	8,8
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>80.099</i>	<i>86.041</i>	<i>7,4</i>	<i>8,0</i>	<i>61.221</i>	<i>66.184</i>	<i>8,1</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>7.313</i>	<i>7.716</i>	<i>5,5</i>	<i>15,7</i>	<i>5.628</i>	<i>6.025</i>	<i>7,1</i>
<i>Resto</i>	<i>6.330</i>	<i>7.298</i>	<i>15,3</i>	<i>22,9</i>	<i>4.876</i>	<i>5.842</i>	<i>19,8</i>
2.4 Otros	588	601	2,2	40,2	650	1.791	175,5
3 SALDO NO FINANCIERO	7.752	8.033	3,6	1,1	17.482	16.312	-6,7

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

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

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

m€ y %

	Liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Avance de liquidación 2008	Variación porcentual 2008/2007	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2008/2007	Liquidación		
						2007 ENE-NOV	2008 ENE-NOV	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	159.840	12,7	142.247	-11,0	-16,1	148.407	120.150	-19,0
Impuestos directos	96.980	19,5	83.624	-13,8	-18,3	89.798	70.128	-21,9
<i>IRPF</i>	48.626	17,3	44.645	-8,2	-10,0	46.237	41.155	-11,0
<i>Sociedades</i>	44.823	20,5	35.445	-20,9	-29,5	40.540	25.958	-36,0
<i>Otros (a)</i>	3.531	42,8	3.534	0,1	0,8	3.020	3.015	-0,2
Impuestos indirectos	48.445	0,2	42.423	-12,4	-18,6	46.396	37.925	-18,3
<i>IVA</i>	33.752	-4,7	27.791	-17,7	-26,3	32.924	24.676	-25,1
<i>Especiales</i>	11.468	15,9	11.458	-0,1	-0,8	10.518	10.398	-1,1
<i>Otros (b)</i>	3.224	7,2	3.174	-1,6	-2,7	2.954	2.850	-3,5
Otros ingresos	14.415	16,4	16.200	12,4	8,1	12.214	12.097	-1,0
2 PAGOS NO FINANCIEROS	139.704	7,2	150.289	7,6	5,2	124.304	131.188	5,5
Personal	23.678	6,6	25.425	7,4	6,7	20.455	21.831	6,7
Compras	4.454	17,2	4.212	-5,4	2,5	3.511	3.580	2,0
Intereses	14.539	-6,9	16.094	10,7	14,2	14.326	15.708	9,6
Transferencias corrientes	77.680	7,6	83.661	7,7	4,5	70.681	74.388	5,2
Inversiones reales	10.106	11,8	10.575	4,6	6,7	7.937	8.646	8,9
Transferencias de capital	9.248	23,5	10.321	11,6	-12,9	7.394	7.035	-4,9
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	20.135	—	-8.042	—	—	24.104	-11.038	—
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	165.179	12,2	146.640	-11,2	-15,3	152.395	124.902	-18,0
Empleos no financieros	151.683	6,7	164.280	8,3	8,3	127.032	138.962	9,4
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	13.496	—	-17.640	—	—	25.363	-14.060	—
En porcentaje del PIB	1,3	—	-1,6	—	—	2,4	-1,3	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

Por lo que respecta a la ejecución presupuestaria, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional y con la información disponible hasta noviembre del año 2008, el Estado registró un déficit del 1,3% del PIB, lo que contrasta con el superávit del 2,4% del PIB obtenido un año antes (véase cuadro 4). Debe tenerse en cuenta que el saldo del Estado presenta una elevada estacionalidad y diciembre es un mes en el que tradicionalmente se produce una reducción sustancial del saldo alcanzado hasta el mes anterior, lo que apunta a que el déficit registrado por la Administración Central hasta noviembre se ampliará al cierre del ejercicio. En la misma línea apunta la información sobre las cuentas del Estado según el criterio de caja, que registraron un déficit de 11.038 millones de euros hasta noviembre, frente al superávit de 24.104 millones de euros del año anterior. Las discrepancias entre ambos saldos (Contabilidad Nacional y caja) responden principalmente, como es habitual, a los ajustes por el diferente criterio de imputación de intereses y por la variación en los derechos y obligaciones pendientes.

Siguiendo con el criterio de caja, los ingresos del Estado experimentaron una reducción más intensa de la prevista en el Avance de Liquidación del Presupuesto, reflejando parcial-

mente el acusado deterioro sufrido en la última parte del año. En particular, la recaudación tanto de los ingresos directos como de los indirectos registró caídas de alrededor del 20%.

Para la descripción de los ingresos públicos se cuenta, además, con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común, aunque en el cuadro 4 solo se recogen las cifras del Estado. De acuerdo con esta información, el deterioro de los ingresos se acentuó en estos últimos meses de manera generalizada. Destaca la contracción experimentada por los impuestos directos y, en particular, del IRPF, cuya recaudación registró una caída del 2%. Cabe señalar que esta evolución del IRPF estuvo condicionada por el impacto de la nueva deducción de hasta 400 euros, por el efecto recaudatorio de la reforma sobre la cuota diferencial del IRPF de 2007 y por las devoluciones del Programa CUNA. Por su parte, el impuesto sobre sociedades mostró una caída significativa en el período enero-noviembre de 2008, hasta registrar una tasa del -36%. La evolución de este impuesto se habría visto afectada por el empeoramiento de los beneficios empresariales y por algunos cambios normativos con incidencia negativa sobre la recaudación: el efecto de la reforma fiscal de 2007 sobre la cuota diferencial del impuesto, el cambio en el método de cálculo de los pagos a cuenta y la segunda rebaja de los tipos impositivos. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, la recaudación por IVA se redujo hasta noviembre un 13,7%, y la de los impuestos especiales, un 0,6%. Finalmente, las rúbricas agrupadas dentro de los otros ingresos cayeron un 1%.

Por lo que respecta a los pagos del Estado, salvo las compras de bienes y servicios y las inversiones reales, los restantes capítulos experimentaron una cierta contención en comparación con las cifras previstas en el Avance de Liquidación. En este contexto, el crecimiento de los gastos de personal se mantuvo estable en el 6,7%, mientras que los pagos por intereses experimentaron una notable desaceleración. En cuanto a los pagos de capital, lo más destacable fue la aceleración de las inversiones reales, que pasaron a crecer a un ritmo del 8,9% hasta noviembre.

4.5 Balanza de pagos y cuenta de capital

La necesidad de financiación de la economía española (esto es, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital) se situó en los primeros diez meses del año 2008 en 84.713 millones de euros, lo que supone un aumento del 5% interanual, tasa significativamente inferior a la observada en 2007 (véase cuadro 5). Esta evolución reflejó un aumento del déficit por cuenta corriente del 4,3%, que fue resultado del incremento del déficit energético y, en menor medida, de los correspondientes a las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, que no pudieron ser compensados por la mejora del superávit de servicios y por la corrección del déficit de bienes no energéticos. Por su parte, el saldo positivo de la cuenta de capital se incrementó notablemente, hasta alcanzar 5.036 millones de euros.

En los diez primeros meses de 2008, el desequilibrio de la balanza comercial aumentó solo un 1%, hasta 73.261 millones de euros. Este ritmo de aumento, sensiblemente inferior al observado en el conjunto de 2007, es el resultado de un crecimiento de las ventas nominales al exterior (6,7%) más elevado que el de las compras (4,9%). Según los datos de Aduanas, la brecha entre exportaciones e importaciones en términos reales fue aun más intensa, resultando parcialmente amortiguada por el deterioro de la relación real de intercambio generado por los precios del petróleo. La factura energética, que se incrementó de forma apreciable entre enero y octubre de 2008, fue el elemento determinante en el ascenso del déficit comercial nominal, puesto que el déficit no energético se corrigió significativamente.

Millones de euros		ENERO-OCTUBRE		TASA DE VARIACIÓN
		2007	2008	08/07 (b)
INGRESOS	Cuenta corriente	291.131	308.870	6,1
	<i>Mercancías</i>	155.620	166.119	6,7
	<i>Servicios</i>	79.790	83.317	4,4
	— Turismo	36.968	37.264	0,8
	— Otros servicios	42.822	46.054	7,5
	<i>Rentas</i>	43.048	47.539	10,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	12.673	11.895	-6,1
	Cuenta de capital	4.732	6.187	30,8
	Cuentas corriente + capital	295.863	315.057	6,5
PAGOS	Cuenta corriente	377.164	398.620	5,7
	<i>Mercancías</i>	228.139	239.380	4,9
	<i>Servicios</i>	59.244	61.794	4,3
	— Turismo	12.055	12.132	0,6
	— Otros servicios	47.189	49.662	5,2
	<i>Rentas</i>	68.741	76.404	11,1
	<i>Transferencias corrientes</i>	21.040	21.042	0,0
	Cuenta de capital	1.667	1.151	-30,9
	Cuentas corriente + capital	378.831	399.771	5,5
SALDOS	Cuenta corriente	-86.033	-89.750	-3.717
	<i>Mercancías</i>	-72.519	-73.261	-742
	<i>Servicios</i>	20.546	21.524	978
	— Turismo	24.913	25.131	219
	— Otros servicios	-4.367	-3.608	759
	<i>Rentas</i>	-25.693	-28.865	-3.172
	<i>Transferencias corrientes</i>	-8.367	-9.147	-781
	Cuenta de capital	3.065	5.036	1.971
	Cuentas corriente + capital	-82.968	-84.713	-1.746

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

La balanza de servicios arrojó en los diez primeros meses de 2008 un superávit de 21.524 millones de euros, un 4,8% superior al acumulado en el mismo período de 2007. Este incremento del saldo positivo se debe a la leve mejora del superávit de turismo, cuyo saldo fue de 25.131 millones de euros, y, en mayor medida, a la corrección del déficit del resto de servicios, que se situó en 3.608 millones de euros. Tanto los ingresos como los pagos turísticos nominales crecieron débilmente en el conjunto de los diez primeros meses de 2008 (0,8% y 0,6%, respectivamente). En cuanto al resto de servicios, el dinamismo de los ingresos en los diez primeros meses del año fue más pronunciado que el de los pagos (7,5% y 5,2%, respectivamente), lo que permitió que el déficit de esta rúbrica se redujera apreciablemente.

Durante los diez primeros meses de 2008, el déficit en la balanza de rentas creció un 12,3%, con un avance similar de los ingresos y de los pagos (10,4% y 11,1%, respectivamente). La notable ampliación del superávit de las rentas de inversión exterior directa se compensó por el aumento de los saldos negativos de las rentas de inversión de cartera y de la otra inversión. El déficit de transferencias corrientes se amplió en los diez primeros

meses del presente ejercicio un 9,3%, debido a una reducción de los ingresos del 6,1%, mientras que los pagos se mantuvieron estables. El descenso de los ingresos se concentró en los procedentes de la UE, particularmente en los correspondientes a los fondos de carácter agrario y al Fondo Social Europeo. Los pagos dirigidos a la UE estuvieron impulsados por los correspondientes al recurso PNB, cuyo avance se vio amortiguado por las remesas enviadas al exterior, que descendieron un 6,1% en los diez primeros meses de 2008, en contraste con el dinamismo mostrado a lo largo de la última fase expansiva de la economía española.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

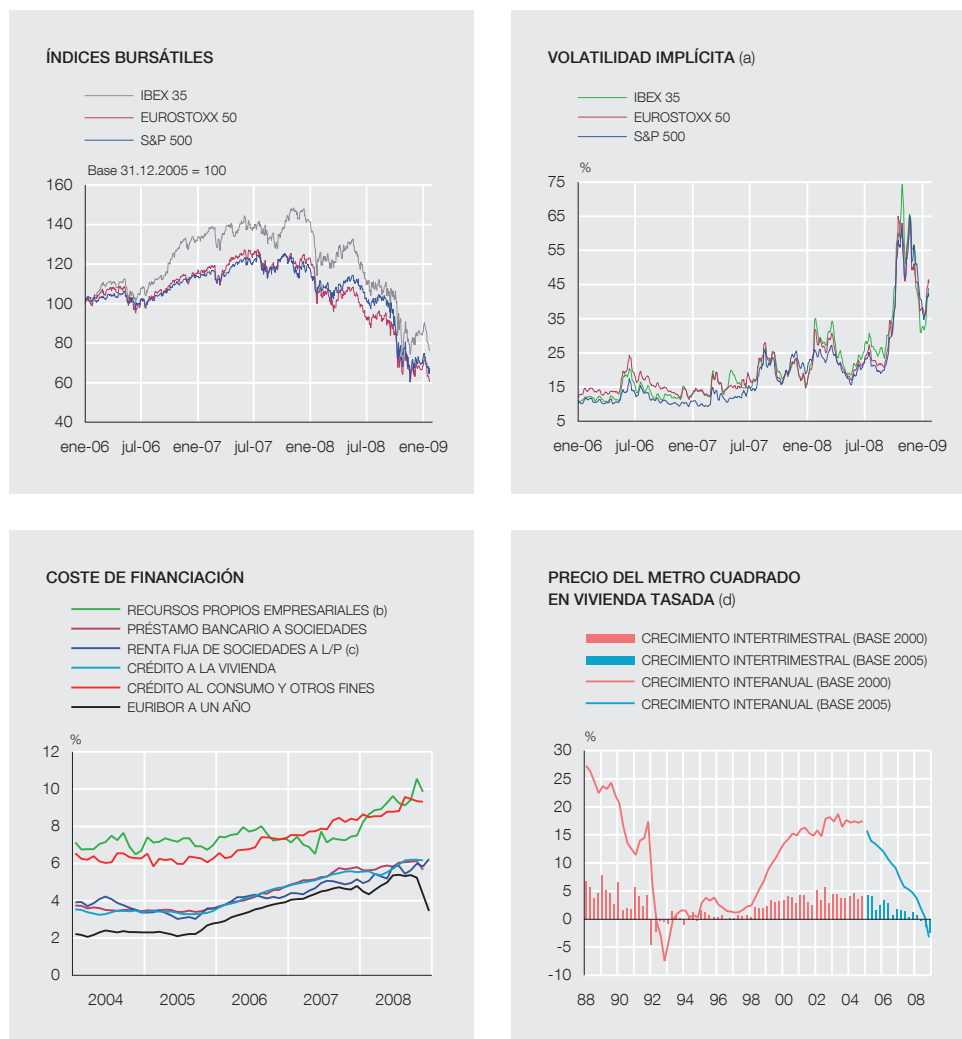
La evolución de los mercados financieros nacionales e internacionales durante el cuarto trimestre de 2008 ha estado influida por el agravamiento de la crisis financiera desde el final del verano y por el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. En este contexto, en las bolsas se prolongaron las caídas de las cotizaciones que se venían registrando en meses anteriores, al tiempo que aumentó notablemente la volatilidad, que alcanzó niveles históricamente muy elevados, aunque durante las últimas semanas se redujo sustancialmente (véase gráfico 23). De este modo, al cierre del año el IBEX 35 se situaba un 16,3% por debajo del nivel de finales de septiembre, descenso inferior al experimentado por el Eurostoxx 50 de las empresas europeas (19,3%) y por el S&P 500 de las compañías estadounidenses (22,6%). En el conjunto del ejercicio, las pérdidas del índice español se elevaron hasta el 39,4%, retroceso similar al de la referencia estadounidense (38,5%) y menor que el de la europea (44,3%).

El EURIBOR a un año se redujo desde el 5,5% en que se situó a finales de septiembre, al 3% al cierre del año, fundamentalmente como consecuencia de la revisión a la baja de las expectativas de tipos oficiales y también, aunque en menor medida, por el descenso de la prima de riesgo que incorpora. No obstante, el diferencial entre esta referencia y el coste de las operaciones de financiación que cuentan con garantías (*repo*) continuaba en unos niveles muy elevados (140 pb), lo que pone de manifiesto que persisten las tensiones en el mercado interbancario. Las rentabilidades de la deuda pública también cayeron, tanto en los plazos largos como especialmente en los cortos, como consecuencia de los menores tipos oficiales observados y previstos y del deterioro de las perspectivas de crecimiento económico en el área del euro. Así, al cierre de 2008 la rentabilidad de las letras del tesoro españolas a doce meses se situaba en el 2,1%, unos 2,1 pp menos que tres meses antes, mientras que la de las obligaciones a diez años pasó del 4,6% al 3,9%. Esta disminución fue, al igual que ocurrió con la mayoría de las deudas soberanas de la UEM, inferior a la experimentada por la referencia alemana, por lo que se amplió el diferencial entre ambas hasta colocarse, en media en el mes de diciembre, en los 90 pb. Por su parte, el promedio de las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados alcanzó en el mismo período los 280 pb, lo que supone un incremento de más de 180 pb en comparación con las cifras observadas al terminar el tercer trimestre.

En la parte transcurrida de 2009, las cotizaciones bursátiles han continuado descendiendo, situándose el IBEX 35, el 22 de enero, un 11,2% por debajo de los niveles con los que cerró en 2008, un retroceso similar al del Eurostoxx 50 de las empresas europeas (11,9%), y superior al del S&P 500 de las compañías estadounidenses (8,4%). En paralelo, continuó la tendencia de descensos en el EURIBOR a un año, hasta el 2,4%, al tiempo que la rentabilidad de la deuda emitida por el Tesoro español a largo plazo repuntó 40 pb, aumentando el diferencial con el título alemán a 120 pb. Standard & Poor's rebajó, el día 19 de enero, la calificación crediticia de dicha deuda en un escalón (de AAA a AA+). En cambio, durante este período se redujeron algo las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras.

En el mercado inmobiliario, según los datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el cuarto trimestre de 2008 el precio de la vivienda libre se redujo en un 2,4%, lo que llevó a una disminución de la tasa de crecimiento interanual del 0,4% en septiembre al -3,2% en diciembre.

Los últimos datos disponibles, referidos a noviembre, sobre los tipos de interés aplicados por las entidades a los nuevos préstamos a las familias muestran escasas variaciones en compa-



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

a. Medias móviles de cinco días.

b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.

d. Nueva estadística a partir de 2005.

ración con los niveles de septiembre. No obstante, dadas las importantes caídas de las rentabilidades negociadas en los mercados durante los dos últimos meses del año y la parte transcurrida de 2009, es previsible que se produzca una próxima reducción en el precio del crédito a los hogares. En el caso del coste de la financiación bancaria a las sociedades, en el que estos cambios se trasladan generalmente de forma más rápida, ya se han empezado a observar descensos. Asimismo, también retrocedió el coste de la emisión de deuda a corto plazo. En cambio, aumentaron el de la emitida a largo plazo y el de los recursos propios, en comparación con las cifras de finales del tercer trimestre. Sin embargo, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre, las entidades financieras anticipaban que durante los tres últimos meses de 2008 seguirían endureciendo los criterios de concesión de préstamos a hogares y empresas. Además, la información más reciente sobre el resto de condiciones crediticias distintas del tipo de interés (plazo, garantías exigidas) sugiere que estas han tendido a hacerse más exigentes.

En línea con el endurecimiento de la oferta de crédito y la menor demanda, durante la última parte del año ha continuado el proceso de desaceleración de la deuda del sector privado. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de la financiación se situó en noviembre en el 5%, alrededor de 1,5 pp menos que dos meses antes. Este descenso se produjo tanto en los préstamos para adquisición de vivienda como en los destinados a consumo y otros fines. Por su parte, los fondos ajenos de las sociedades tuvieron un ritmo de expansión ligeramente superior al 8% en relación con el mismo período de 2007, 1,2 pp menos que en septiembre. No obstante, este mayor dinamismo en comparación con el de los hogares podría venir explicado, en parte, por el recurso creciente de las empresas a líneas de crédito aprobadas con anterioridad (véase recuadro 6). La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente al tercer trimestre, muestra que la ralentización se produjo en todos los sectores, aunque fue más acusada en los servicios no inmobiliarios, si bien los préstamos captados por esta rama, al igual que en el caso de la industria, continuaban expandiéndose por encima del 10%, en términos interanuales.

La moderación en el avance del crédito a las familias habría contribuido a que durante el tercer trimestre de 2008 disminuyera ligeramente la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD), mientras que la de carga financiera todavía seguía creciendo como consecuencia del aumento del coste medio de los préstamos vivos (véase gráfico 24). No obstante, el aumento de la tasa de ahorro bruto del sector se tradujo en una nueva recuperación de la capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda. Los datos de avance más recientes apuntan a una continuidad de las mismas pautas anteriores durante el tramo final del pasado ejercicio. En línea con estos desarrollos, las cuentas financieras muestran que las necesidades de financiación del sector se redujeron ligeramente entre junio y septiembre. En paralelo, durante el mismo período descendió la riqueza neta de los hogares en relación con la RBD, tendencia que, a juzgar por la evolución del precio de los activos financieros e inmobiliarios, habría continuado hasta final de año.

En el caso de las sociedades, durante los meses de verano tanto la ratio agregada de endeudamiento como la carga financiera continuaron creciendo (véase gráfico 25). Sin embargo, los datos más recientes apuntan a un ligero descenso del primer indicador durante la parte final de 2008. Por su parte, de acuerdo con las cuentas financieras, las necesidades de financiación del sector se redujeron entre junio y septiembre, situándose en esta última fecha algo por encima del 9% del PIB, en términos acumulados de 12 meses, casi 2 pp menos que en junio. El excedente bruto de explotación todavía seguía experimentando un considerable dinamismo hasta el tercer trimestre según la Contabilidad Nacional, con un crecimiento acumulado anual hasta esa fecha del 7,8%. Sin embargo, la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencia una desaceleración significativa de los beneficios durante el mismo período, que vino acompañada de aumentos de las ratios de deuda y de pagos por intereses, en relación con las rentas generadas. Como efecto conjunto de esta evolución, se elevaron los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, especialmente para el grupo de compañías que se encuentran en una situación financiera menos favorable.

El creciente grado de presión financiera experimentado por algunos segmentos del sector privado continuó viéndose reflejado en aumentos notables de las ratios de dudosa, que para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de hogares y sociedades, a los intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito) se situaron en noviembre en el 3,2%, 1,5 pp por encima del dato de junio.

La información más reciente de las cuentas financieras muestra una ligera reducción durante el tercer trimestre de 2008 de las necesidades de financiación de la nación (9,6% del PIB en

Las empresas suelen contratar líneas de crédito, por un determinado volumen y plazo, que les permiten hacer uso de dicha financiación en distintos momentos del tiempo. Típicamente, una parte del importe contratado permanece como disponible (no dispuesto) para su utilización posterior, no apareciendo dentro de los activos bancarios. El mayor o menor recurso a estas líneas de crédito abiertas, junto con el flujo neto derivado de las nuevas operaciones de concesión y amortización, determinan la evolución del crédito total en el balance de las entidades prestamistas.

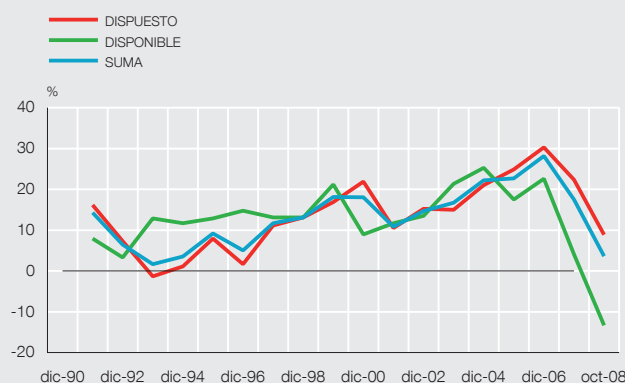
En particular, en épocas —como la actual— en las que las entidades de crédito tienden a endurecer su oferta de financiación, las empresas podrían compensar en parte la menor disponibilidad de fondos con un mayor recurso a las líneas de crédito previamente acordadas, las cuales, además, tenderán a mostrar unas condiciones —de coste y de otro tipo— mejores que las de las nuevas operaciones. Existe cierta evidencia empírica de que esto es un fenómeno habitual en períodos

en los que las condiciones crediticias son menos holgadas [véase Jiménez et ál. (2008¹)].

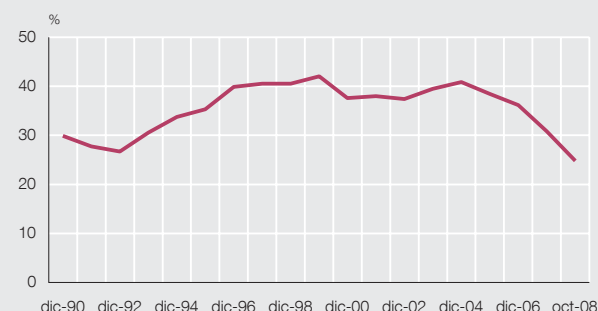
En este contexto, el presente recuadro utiliza la información existente en el Banco de España sobre el crédito concedido pero no dispuesto (es decir, el disponible), para estudiar este fenómeno en nuestro país². El análisis se centra en el segmento de las sociedades no financieras, puesto que, en el caso de las personas físicas, este tipo de operativa es mucho menos habitual, siendo el saldo disponible por las mismas de poco más del 5% del volumen dispuesto y habiéndose mantenido dicha ratio relativamente estable en los últimos meses.

1. «Empirical analysis of corporate credit lines», Documentos de Trabajo, n.º 0821, Banco de España. 2. En concreto, el importe disponible por el conjunto de los otros sectores residentes figura en las cuentas de orden del balance reservado de las entidades de crédito. Asimismo, es posible obtener información más desagregada, aunque no exhaustiva, a partir de los registros de la CIR (Central de Información de Riesgos).

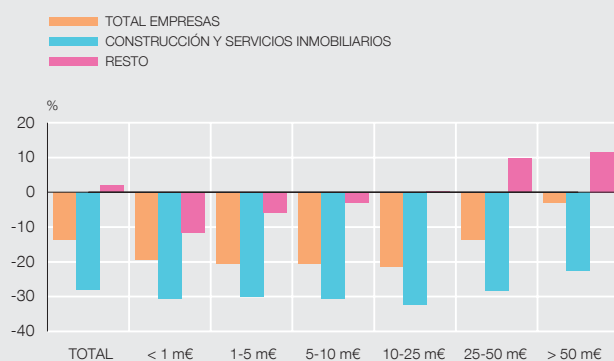
1 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO (a)



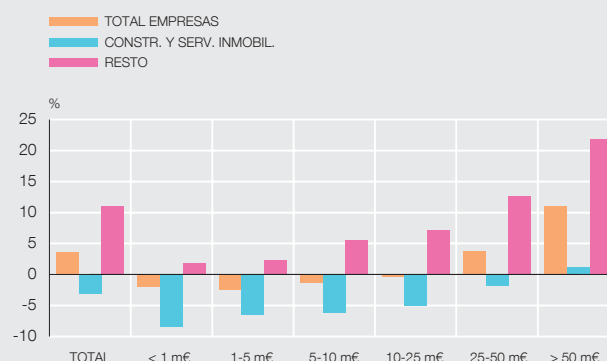
2 RATIO DISPONIBLE/DISPUESTO (b)



3 EVOLUCIÓN DEL DISPONIBLE POR SECTOR Y TOTAL DEUDA BANCARIA (c) (d)



4 EVOLUCIÓN DEL DISPUESTO MÁS DISPONIBLE POR SECTOR Y TOTAL DEUDA BANCARIA (c) (d)



FUENTE: Banco de España

a. Total empresas. Tasas interanuales.

b. Total empresas.

c. Tasas interanuales a octubre de 2008.

d. Las empresas se clasifican por el volumen total de su deuda incluida en la CIR. Aunque esta es una medida imperfecta del tamaño de la empresa, es la única disponible en dicha base de datos.

El gráfico 1 muestra la evolución del crecimiento de los préstamos concedidos por el conjunto de las entidades españolas a las sociedades no financieras residentes, distinguiendo entre el dispuesto, el disponible y la suma de ambos³. Como puede apreciarse, el saldo disponible presenta ritmos de avance interanuales negativos desde principios de 2008, indicando que, o bien las empresas han hecho un mayor uso recientemente de las líneas de crédito que tenían previamente contratadas, o bien el volumen de las nuevas líneas abiertas durante ese período ha sido inferior al de las operaciones vencidas. En cualquiera de los dos casos, estos resultados apuntan a que la oferta de financiación habría sido menos expansiva en el período reciente de lo que se deduce de la evolución del crédito en balance. En este sentido, la suma del crédito dispuesto y del disponible es un indicador que recogería mejor los cambios en dicha oferta, variable que, en los dos últimos años, evidencia una desaceleración algo mayor que la de los saldos en balance y una tasa de variación más reducida (3,6% en octubre de 2008, algo más de cinco puntos porcentuales por debajo de la relativa a los préstamos contabilizados).

Como resultado de ello, la ratio entre el crédito disponible y el dispuesto, que como se aprecia en el gráfico 2, presenta una pauta cíclica, se ha reducido hasta niveles inferiores a los mínimos alcanzados durante el ciclo anterior (1992), reduciéndose de este modo el margen con el que cuenta el sector de sociedades para seguir utilizando esta vía de financiación para contrarrestar las condiciones crediticias más exigentes.

En el gráfico 3 se presentan los ritmos de expansión del crédito disponible en octubre de 2008 (último dato), con una desagregación

3. Los datos de base para el gráfico proceden de la CIR, lo que implica que no se incluyen algunos créditos por importes reducidos (inferiores a 6.000 euros). No obstante, las tasas de variación resultantes difieren muy poco de las que se derivan del análisis de los balances bancarios, debido al reducido umbral mínimo señalado, que hace que el volumen de créditos por debajo del mismo sea poco significativo.

sectorial y por volumen de la deuda bancaria de las empresas, variable esta última que pretende aproximar el tamaño de las mismas. El desglose por ramas de actividad muestra diferencias significativas en la evolución de este indicador entre el sector inmobiliario (construcción y servicios inmobiliarios), en el que se observa un descenso de un 28% en comparación con el mismo período del año anterior, y el agregado que agrupa el resto de actividades productivas, en el que se detecta un crecimiento positivo, aunque muy reducido (2%).

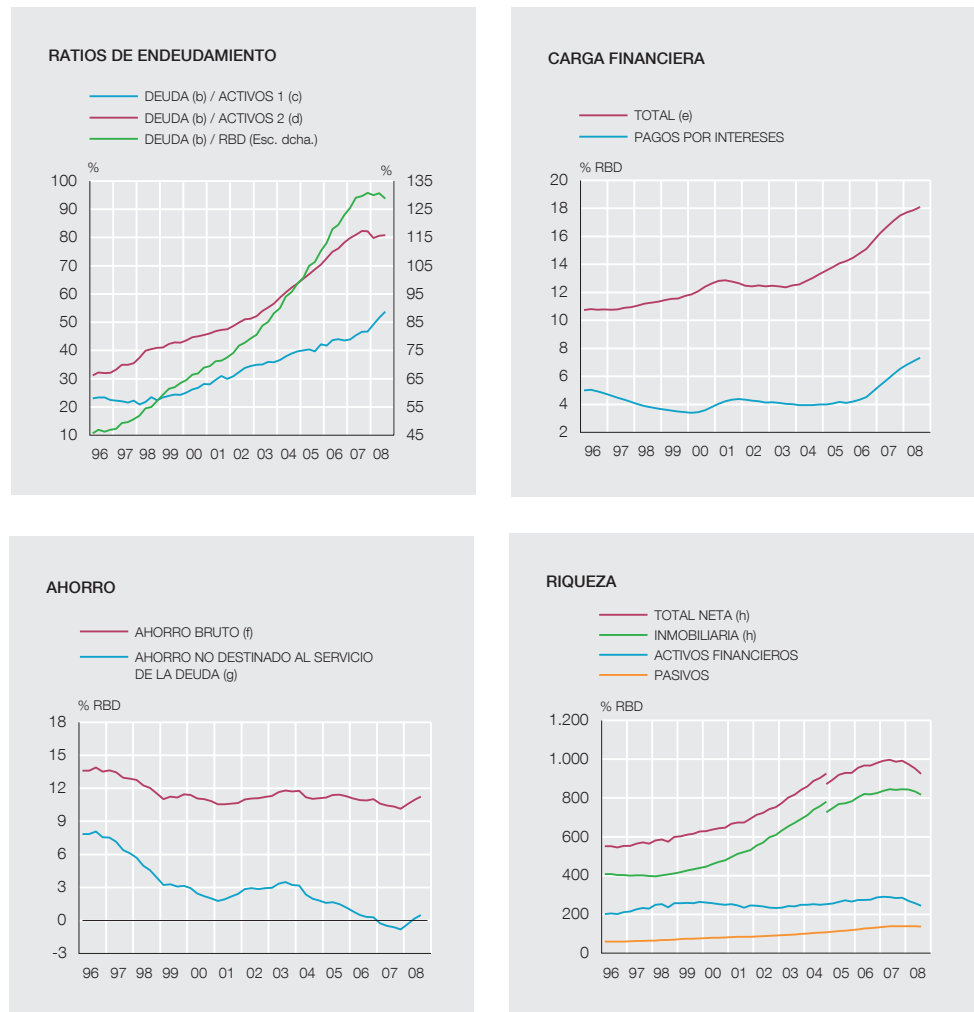
Por otra parte, en el gráfico 3 se aprecia, para las dos categorías sectoriales, una clara relación directa entre el tamaño de los préstamos vivos y el dinamismo del crédito disponible. En particular, esta variable presentaba ritmos de avance interanuales negativos para las compañías, con una deuda bancaria inferior a 10 mm de euros. Este resultado podría recoger la existencia de unas condiciones crediticias más exigentes para las pequeñas y medianas empresas en comparación con las grandes, aunque no puede descartarse que factores ligados con la demanda también desempeñen un papel.

Por último, en el gráfico 4 se aprecia cómo los dos patrones comentados anteriormente se detectan también con el indicador de financiación que se obtiene al sumar el crédito disponible y el dispuesto. En particular, se observa que, el pasado mes de octubre, la tasa de crecimiento interanual de esta variable era negativa para el sector inmobiliario, y positiva —aunque muy reducida (inferior al 3%)— para las empresas del resto de actividades productivas, con un saldo de préstamos vivos inferior a 5 mm de euros.

En definitiva, los resultados de este recuadro apuntan, por una parte, a que la mayor utilización de líneas de crédito previamente contratadas ha podido contribuir a suavizar algo la pauta de desaceleración de la deuda empresarial durante el período reciente. Adicionalmente, la evidencia presentada muestra diferencias importantes en los ritmos de crecimiento de la financiación (disponible y dispuesta) por ramas de actividad y por tamaño de las empresas. En particular, se detecta un menor dinamismo del crédito en las compañías del sector inmobiliario y en las PYME.

términos acumulados de doce meses, frente al 10% de junio). Esta evolución habría resultado de la menor capacidad de financiación de las AAPP (que pasaron a tener déficit), que habría compensado en buena parte el descenso en las operaciones netas negativas de los hogares y las sociedades y el aumento del superávit de las instituciones financieras (véase cuadro 6). Los fondos necesarios para cubrir el déficit exterior no fueron captados en su totalidad por los sectores distintos del Banco de España, de modo que, una vez más, el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo (por un importe equivalente al 3,1% del PIB, en términos acumulados anuales), aunque inferior en valor absoluto al registrado a mitad de año (4,2%).

En resumen, la información más reciente sigue apuntando a un endurecimiento de la oferta crediticia y a un aumento de la proporción de agentes que se encuentran bajo un elevado grado de presión financiera. El importante descenso del EURIBOR en los últimos



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.

c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».

d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.

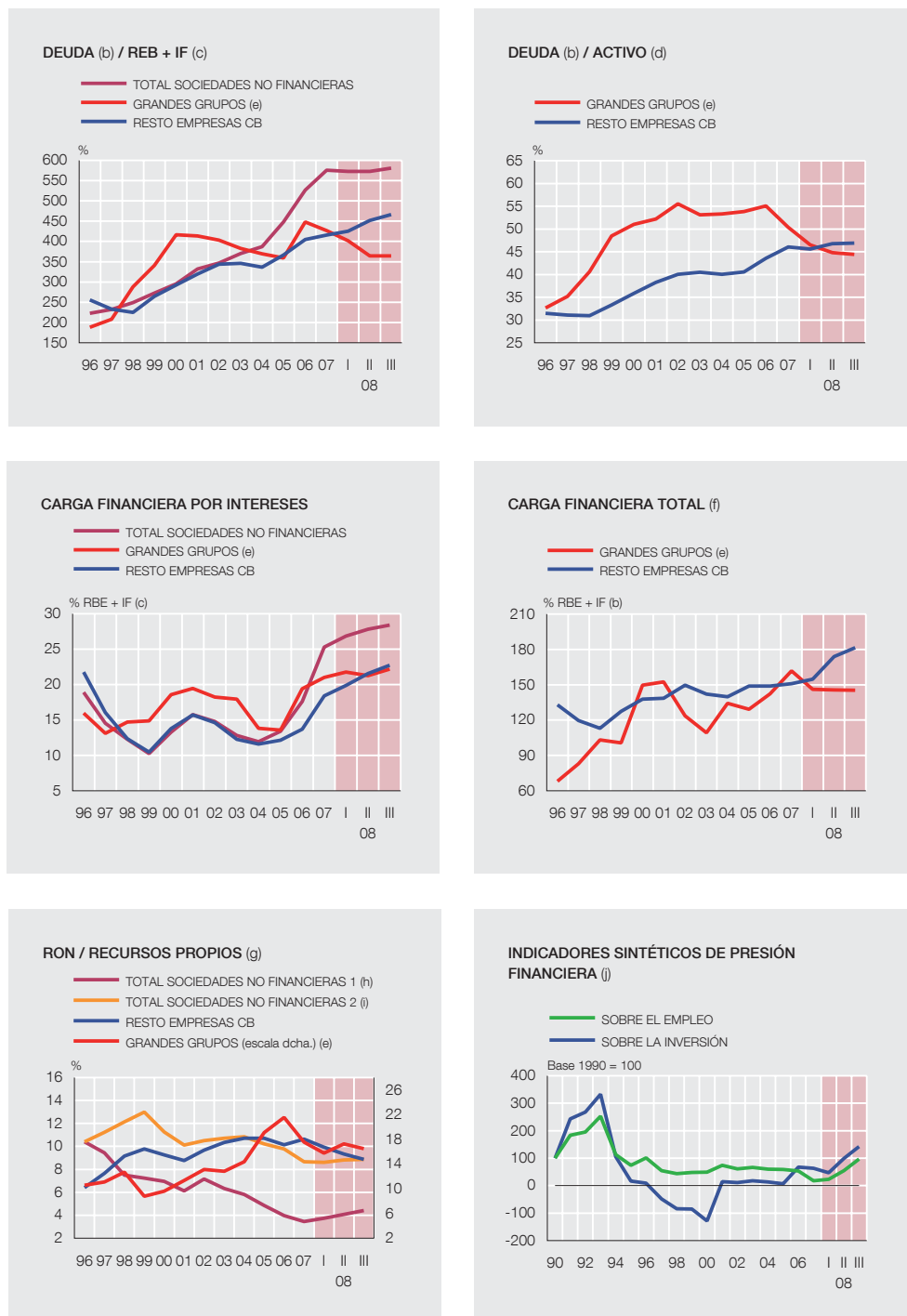
e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.

g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.

meses tenderá a reducir previsiblemente el coste de la nueva financiación del sector privado y la carga financiera soportada por las empresas y hogares endeudados. Por otra parte, la persistencia de tensiones en los mercados financieros internacionales continúa siendo un factor que no favorece las posibilidades de financiación de economías que, como la española, presentan un elevado déficit exterior. No obstante, las iniciativas adoptadas por las autoridades económicas nacionales e internacionales para restablecer el normal funcionamiento de los mercados contribuirán a moderar el alcance de este riesgo. En el caso de España, en la fecha de cierre de este Informe el fondo para la adquisición de activos financieros (que se constituyó con la finalidad de inyectar liquidez al sistema financiero para prevenir la interrupción de los flujos crediticios) ya había celebrado tres subastas, habiéndose colocado un importe de fondos de más de 13 mm de euros. Asi-



FUENTE: Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

g. Para el total de las sociedades no financieras $RON = EBE + \text{intereses y dividendos recibidos} - \text{intereses pagados} - \text{consumo de capital fijo}$.

h. Recursos propios valorados a precios de mercado.

i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.

j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

% del PIB									
	2003	2004	2005	2006	2007		2008		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Economía nacional	-2,9	-4,8	-6,5	-8,4	-9,3	-9,7	-10,0	-10,0	-9,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,8	-5,1	-8,4	-11,0	-13,5	-13,8	-13,6	-12,1	-9,8
<i>Sociedades no financieras</i>	-3,9	-4,5	-7,1	-9,4	-11,2	-12,2	-12,5	-11,2	-9,3
<i>Hogares e ISFLSH</i>	0,1	-0,6	-1,3	-1,7	-2,3	-1,6	-1,1	-0,9	-0,5
Instituciones financieras	1,0	0,6	0,9	0,6	1,6	1,9	2,0	1,6	1,8
Administraciones Públicas	-0,2	-0,4	1,0	2,0	2,7	2,2	1,7	0,5	-1,6
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,2	-8,7	-11,4	-17,0	-16,4	-18,1	-18,8	-16,0	-14,3

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

mismo, se han asignado avales del Estado a 53 entidades de crédito para las nuevas emisiones de deuda, que podrán llevar a cabo hasta el 15 de diciembre de 2009 por un importe máximo conjunto de 100 mm de euros, aunque todavía no ha habido ninguna operación de este tipo.

5.2 El sector hogares

La información más reciente sobre los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito, que corresponde a noviembre, muestra, en relación con septiembre, un mantenimiento de estos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, y un descenso de 15 pb en los destinados a consumo y otros fines. La notable reducción de las rentabilidades interbancarias durante los últimos meses apunta a un recorte importante del coste de la financiación bancaria a los hogares, dada la estrecha relación entre ambos tipos de interés. No obstante, los últimos datos disponibles sobre condiciones crediticias señalan un endurecimiento en características tales como las garantías exigidas (que aumentan) y el plazo de vencimiento (que se reduce). Asimismo, las entidades encuestadas en la EPB de octubre preveían que durante el último trimestre del año aplicarían unos criterios de concesión más exigentes.

Durante los últimos meses de 2008 se prolongó la pauta de desaceleración de la deuda de las familias, cuyo ritmo de crecimiento interanual se situó en noviembre en el 5%, 1,5 pp inferior al registrado en septiembre. Descomponiendo por finalidades, la moderación en el avance de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, cuya expansión se redujo hasta alcanzar registros de crecimiento en el entorno del 5% en ambos casos.

Por otra parte, según la información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al tercer trimestre de 2008, los flujos financieros de activo continuaron reduciéndose (véase cuadro 7). De este modo, en términos acumulados anuales, el importe de estos se situó en el entorno del 4% del PIB, casi un 1,5 pp por debajo del nivel de junio. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la acentuación en las salidas netas de los fondos de inversión (-3,5% del PIB) y de la moderación en la inversión en depósitos a plazo, que, aun siendo el componente más dinámico, sus volúmenes netos contratados se redujeron hasta el 7,7% del PIB, desde el 8,1% registrado tres meses antes.

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 7

% del PIB						
	2005	2006	2007	2008		
				I TR	II TR	III TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	10,4	11,0	7,7	7,0	5,5	4,1
Medios de pago	4,0	3,1	-1,0	-1,0	-1,7	-1,6
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,6	5,8	7,8	7,8	8,1	7,7
Acciones y otras participaciones (b)	0,2	-1,1	0,7	0,6	0,9	0,8
Fondos de inversión	1,9	0,2	-1,2	-1,4	-2,8	-3,5
Reservas técnicas de seguros	2,0	1,8	1,0	0,9	0,9	0,8
De las cuales:						
De vida	0,7	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2
De jubilación	1,0	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5
Resto	0,7	1,2	0,4	0,1	0,0	-0,1
Operaciones financieras (pasivos)	11,7	12,6	9,3	8,1	6,4	4,6
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,3	13,0	9,4	8,0	6,6	5,0
Créditos para adquisición de vivienda (c)	10,2	9,9	7,2	6,2	4,7	3,7
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,2	3,1	2,2	1,8	1,8	1,3
Resto	-0,6	-0,4	0,0	0,1	-0,2	-0,5
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	18,2	22,4	12,9	10,1	5,8	3,6
Medios de pago	2,0	2,3	-0,4	-1,1	-1,1	-0,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	2,4	2,8	2,6	1,8
Acciones y otras participaciones	7,2	10,9	6,7	5,2	2,4	1,8
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	3,9	7,7	5,5	5,6	3,6	4,1
Resto	7,7	7,7	4,2	3,2	2,0	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	25,2	31,8	25,0	22,6	17,1	12,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,9	17,6	13,9	12,4	9,3	7,2
Préstamos exteriores	2,1	3,4	2,6	2,7	2,4	2,5
Valores de renta fija (d)	0,3	1,8	0,5	0,3	0,5	0,1
Acciones y otras participaciones	3,7	2,5	5,0	5,0	4,4	3,6
Resto	6,2	6,6	3,0	2,2	0,5	-0,5
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	21,2	24,2	15,4	13,3	10,3	8,1
Hogares e ISFLSH	20,9	19,6	12,7	10,7	8,6	6,6
Sociedades no financieras	21,4	28,0	17,4	15,3	11,6	9,2

FUENTE: Banco de España.

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

b. Excluye los fondos de inversión.

c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

Durante el tercer trimestre de 2008 descendió ligeramente la ratio de endeudamiento de los hogares, en línea con las menores tasas de crecimiento de la financiación, hasta situarse en torno al 128% de la RBD. En cambio, la ratio de carga financiera siguió aumentado, como consecuencia del curso creciente de los tipos de interés durante los meses precedentes, y, en la misma fecha, rebasaba ligeramente el 18% de la RBD. No obstante, la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, habría continuado con la pauta de recuperación iniciada al comienzo del año. Por su parte, la información más reciente de la riqueza neta del sector, correspondiente a septiembre de 2008, evidencia un retroceso en relación con la RBD, que resultó tanto del menor dinamismo

de las valoraciones inmobiliarias como de la evolución desfavorable del precio de los activos financieros.

El incremento de la carga financiera y el repunte de la tasa de paro han contribuido a que aumentara la proporción de hogares con dificultades para hacer frente a los pagos de sus deudas. Así, en septiembre de 2008 la ratio de dudosidad de las familias se situaba en el 2,5%, frente al 2% registrado en el trimestre anterior. Dicho incremento fue similar en todas las tipologías de préstamos. Concretamente, en los destinados a la adquisición de la vivienda la ratio pasó del 1,3% al 1,9%, mientras que en el resto de los créditos se elevó del 3,6% al 4,3%.

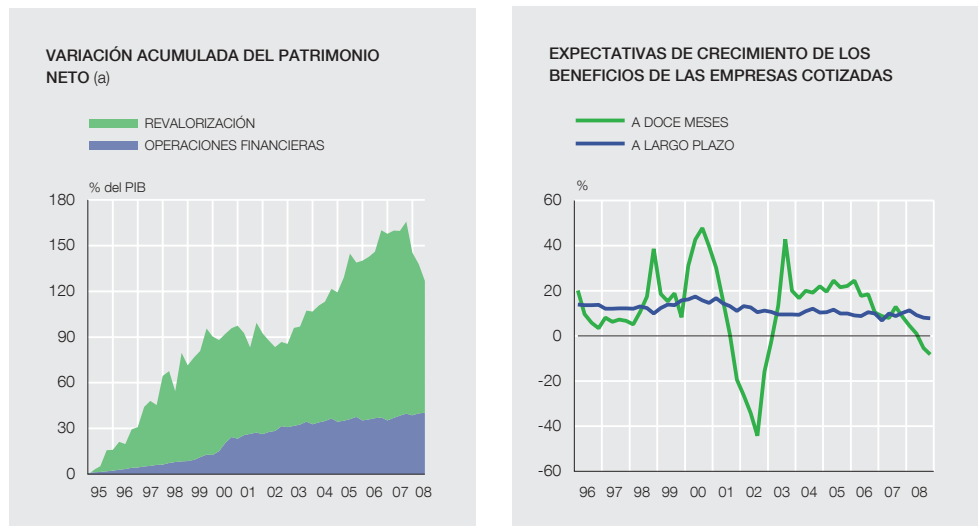
5.3 El sector de sociedades no financieras

El tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias a las sociedades se redujo entre septiembre y noviembre (último dato disponible) en 58 pb y 14 pb, según sean de más o menos de un millón de euros, respectivamente. Al igual que ocurre con los hogares, el descenso de los últimos meses de las rentabilidades del mercado interbancario continuará previsiblemente trasladándose al precio de la financiación bancaria, aunque la evolución reciente evidencia una ampliación del margen aplicado en el caso de los fondos de menor cuantía, que es más frecuente entre las PYME. No obstante, la EPB de octubre mostraba que las entidades esperaban que iban a seguir endureciendo los criterios de concesión de préstamos durante el último trimestre del año. Por último, en línea con el descenso de los tipos de interés negociados en los mercados, se redujo el coste de la emisión de deuda a corto plazo (67 pb), pero aumentaron el de los recursos propios (43 pb) y el de la emitida a largo plazo (58 pb), ya que el recorte de la rentabilidad de la deuda pública se vio más que compensado por el repunte de las primas de riesgo.

En este contexto, continuó moderándose el dinamismo de la deuda de las empresas, situándose la tasa de crecimiento en noviembre en torno al 8% en términos interanuales, más de un punto porcentual por debajo de la cifra de septiembre de 2008. El crédito de entidades residentes, que representa la principal fuente de financiación de las sociedades, ha presentado una evolución similar. El desglose de esta rúbrica por actividad productiva, cuyos datos más recientes se refieren al tercer trimestre de 2008, evidencia una desaceleración generalizada, que fue más acusada en la rama de servicios no inmobiliarios (el avance interanual se redujo en 5 pp en relación con junio, hasta el 17%) y más moderada en la industria (descenso de algo más de 1 pp, hasta el 11%). Por su parte, la expansión de los fondos captados por la construcción y el sector inmobiliario se situó por debajo de la del conjunto de las sociedades (4% y 8%, respectivamente).

De acuerdo con las cuentas financieras para el tercer trimestre de 2008, las necesidades de financiación del sector se habían reducido en casi 2 pp, situándose algo por encima del 9% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, también descendió (en 1,5 pp), aunque sigue estando por encima del 14% del PIB.

La evolución de los pasivos y de las rentas llevaron a que en el tercer trimestre la ratio de la deuda de las sociedades en relación con los resultados generados creciera ligeramente respecto a la cifra de junio. Este desarrollo, junto con el incremento del coste medio de los fondos en el balance, se tradujo en un nuevo ascenso de los pagos por intereses, hasta situarse en el entorno del 28% del excedente bruto de explotación más los ingresos financieros. Los resultados económicos acumulados entre enero y septiembre crecieron un 7,8%, lo que permi-



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

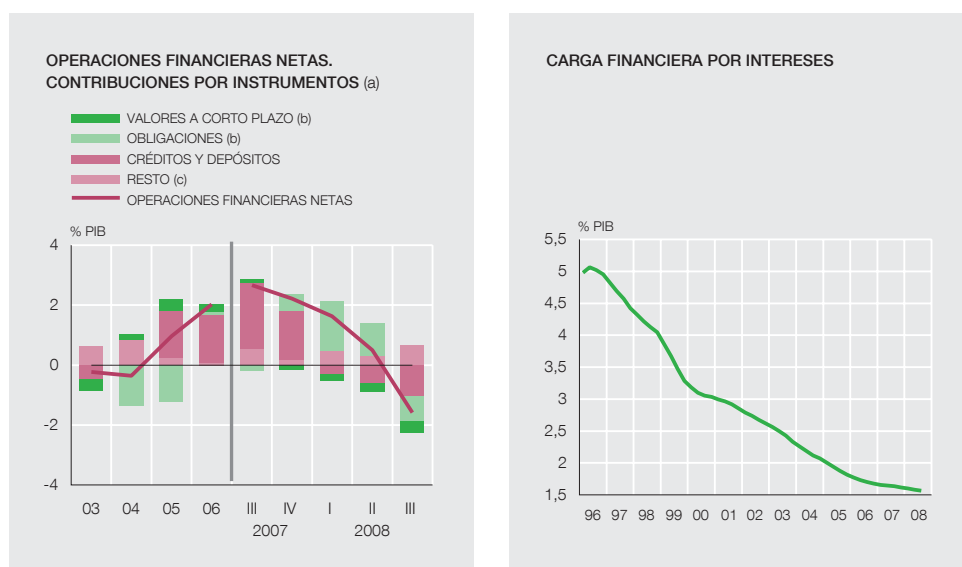
tió que se mantuviera la rentabilidad del capital en valores similares a los de los meses anteriores. No obstante, la ratio de dudosidad del sector ha seguido elevándose hasta el 2,8% en septiembre, 1,2 pp más que a mitad de año. Este aumento ha sido especialmente acusado en la construcción y servicios inmobiliarios, en que este indicador ha pasado del 2% al 4,2% durante el mismo período.

La información del tercer trimestre de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia un cierto ascenso de las ratios de endeudamiento y de carga financiera. El aumento en los gastos asociados a la deuda, así como la desaceleración de la actividad, se tradujo en un descenso del resultado ordinario neto acumulado entre enero y septiembre en relación con el mismo período del año anterior, lo que se reflejó en una caída de la rentabilidad de los recursos propios. Por ramas de actividad, la industria experimentó una disminución especialmente marcada de los beneficios, mientras que los sectores de energía y servicios presentaron una evolución menos desfavorable. Como consecuencia de todos estos desarrollos, se elevaron los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, especialmente para el grupo de empresas con una peor posición financiera.

Por último, los analistas revisaron nuevamente a la baja las expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, tanto las asociadas a los próximos 12 meses, que se mantienen en valores negativos, como, en menor medida, las correspondientes a horizontes más largos (véase gráfico 26).

5.4 Las Administraciones Públicas

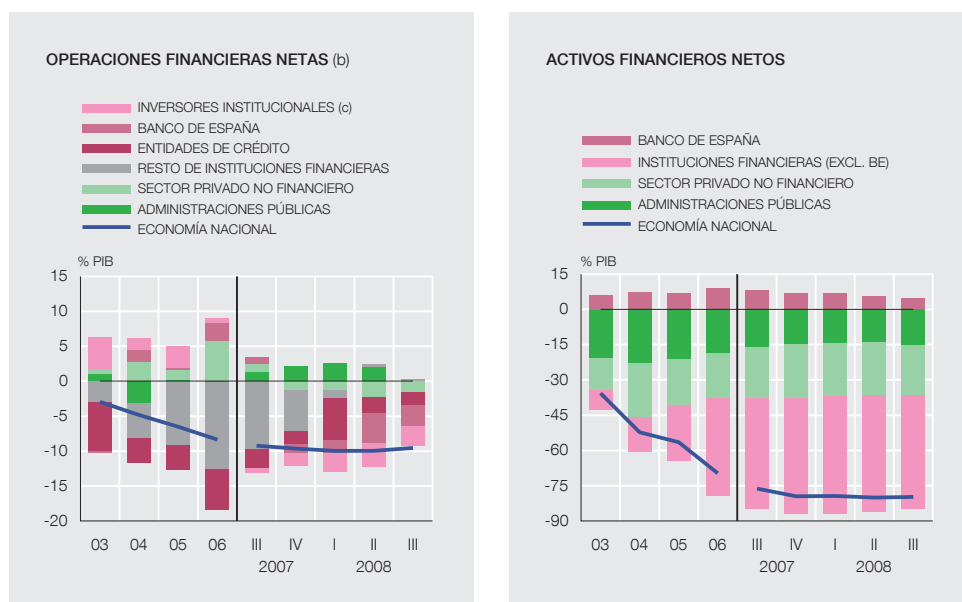
Las AAPP tuvieron en septiembre de 2008 unas necesidades de financiación que, en términos acumulados de cuatro trimestres, equivalían al 1,6% del PIB, frente a un superávit del 0,5% que presentaban en junio (véase gráfico 27). El detalle por instrumentos muestra que el déficit se ha cubierto mediante emisiones de valores, tanto a corto como, en especial, a medio y largo plazo, y descensos del saldo de depósitos netos de crédito. Por otra parte, la disminución del coste medio de los fondos permitió que, a pesar del mayor endeudamiento, los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran en el 1,6%.



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
b. Solo recoge operaciones de pasivo.
c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.

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



FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

% del PIB	2005	2006	2007	2008		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,7	-10,0	-10,0	-9,6
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,7	17,6	13,0	9,0	7,2	7,2
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	-0,7	1,6	1,3
De los cuales:						
Interbancario (a)	3,1	3,4	4,2	1,7	4,6	2,1
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	1,5	0,9	0,9
De los cuales:						
Entidades de crédito	6,6	-2,1	1,8	2,1	1,7	1,6
Inversores institucionales (b)	2,3	0,6	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6
Acciones y otras participaciones	5,1	10,2	7,8	6,3	3,2	3,6
De las cuales:						
Sociedades no financieras	3,9	7,7	5,5	5,6	3,6	4,1
Inversores institucionales (b)	0,9	1,2	-1,0	-1,9	-2,6	-2,1
Préstamos	1,1	2,1	1,2	1,3	1,7	1,8
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,2	26,0	22,7	19,0	17,2	16,8
Depósitos	5,6	0,3	7,3	11,2	13,0	11,3
De los cuales:						
Interbancario (a)	7,2	0,6	6,7	10,9	10,7	8,6
Valores distintos de acciones	15,8	21,7	7,9	-0,2	-3,2	-1,5
De los cuales:						
Administraciones Públicas	0,2	1,3	-1,5	-2,3	-1,7	0,3
Entidades de crédito	6,3	8,0	3,5	0,8	-1,1	-1,6
Otras instituciones financieras no monetarias	9,3	12,4	5,9	1,2	-0,4	-0,2
Acciones y otras participaciones	0,9	-0,1	4,3	4,7	4,8	4,5
De las cuales:						
Sociedades no financieras	1,0	-0,5	4,5	4,7	4,4	4,0
Préstamos	2,3	3,6	2,8	3,0	2,4	2,5
Otros neto (c)	-0,8	-0,8	0,0	-0,2	0,4	0,5
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,1	8,7	8,9	7,2	6,9
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,2	4,0	5,6	6,2	6,4

FUENTE: Banco de España.

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

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el tercer trimestre de 2008, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se redujo ligeramente, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 9,6% del PIB (10% en junio), lo que supone un cambio en la tendencia creciente de esta variable que se venía observando desde finales de 2003. Por sectores, este resultado fue consecuencia de un marcado descenso de las necesidades de financiación de hogares y sociedades y, en menor medida, del moderado incremento en el superávit de las instituciones financieras, que no fueron totalmente compensados por la menor capacidad de financiación de las AAPP, que llegaron a presentar déficit (véase cuadro 6).

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que durante el tercer trimestre de 2008 se produjo una entrada neta de capital, canalizada a través del sector privado no financiero, los inversores institucionales (que siguieron deshaciendo posiciones en el resto del mundo) y las AAPP. No obstante, estos fondos fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos y la financiación concedida por el resto de las empresas financieras. De este modo, volvieron a reducirse los activos netos del Banco de España frente a los no residentes, aunque por un importe inferior al registrado entre marzo y junio, alcanzando los flujos netos acumulados durante los últimos doce meses un 3,1% del PIB, frente al 4,2% del primer semestre (véase gráfico 28).

Las entradas de capital descendieron ligeramente en el tercer trimestre de 2008, situándose en el 16,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp menos que en junio (véase cuadro 8). Por instrumentos, se detectó una menor apelación bruta al mercado interbancario (aunque, en términos netos, aumentó algo el importe de estos flujos) y un retroceso en el volumen de las compras de acciones y otras participaciones por los no residentes (4,5% del PIB), que resultó del descenso de las adquisiciones en cartera, ya que la inversión directa del exterior en España se recuperó ligeramente (6,4% del PIB). Por su parte, la financiación neta obtenida mediante valores distintos de acciones, aunque continuó siendo negativa, lo fue por un volumen inferior al observado tres meses antes (1,5% del PIB, frente al 3,2%), gracias al aumento de la captación de fondos canalizada a través de títulos emitidos por las AAPP.

Las salidas de capital se mantuvieron en el 7,2% del PIB en términos acumulados de doce meses, el mismo nivel observado tres meses antes. Por instrumentos, se observó un mayor dinamismo en las compras netas de acciones y otras participaciones, a pesar de la caída en la inversión directa de España en el exterior (6,9% del PIB, 0,3 pp menos que en el segundo trimestre), que se vio compensado por el descenso en la partida de efectivo y depósitos (donde se incluyen las operaciones del mercado interbancario, que se contrajeron del 4,6% del PIB al 2,1% entre junio y septiembre). Por el contrario, la inversión en valores de renta fija no mostró cambios apreciables.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de la deuda neta acumulada por la economía española frente al resto del mundo se mantuvo en torno al 80% del PIB (véase gráfico 28). Por sectores, este desarrollo fue, fundamentalmente, consecuencia de la mejora de las posiciones deudoras de las instituciones financieras y del sector privado no financiero, que se vio compensada por la reducción del saldo acreedor del Banco de España y por el incremento de los pasivos de las AAPP.

23.1.2009.