

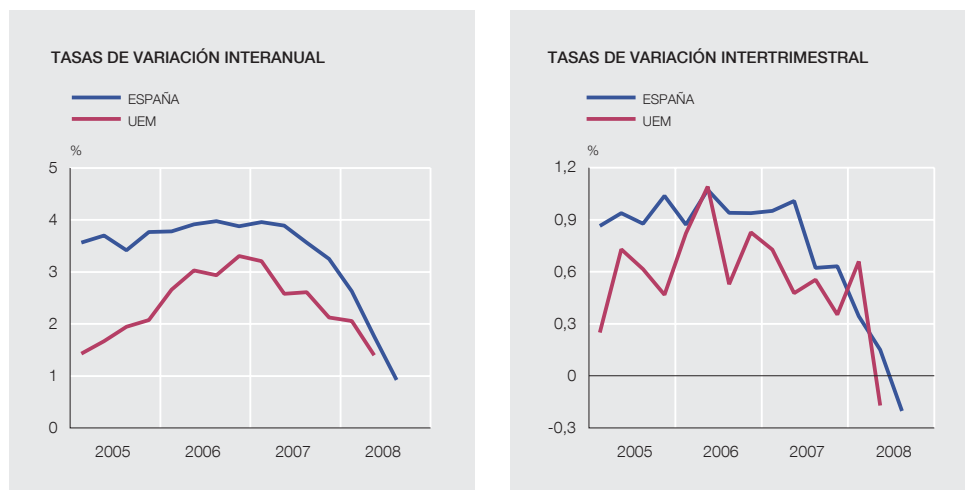
INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 Rasgos básicos

Durante la parte transcurrida del 2008, la economía española ha seguido profundizando el ajuste iniciado el año pasado, en un clima de elevada inestabilidad financiera internacional, que ha alcanzado niveles máximos durante el mes de octubre. En el segundo trimestre, la tasa de crecimiento interanual del PIB se redujo en ocho décimas, hasta situarse en el 1,8% (0,1% en términos intertrimestrales), lo que se debió a un comportamiento más desacelerado de la demanda nacional, que creció a una tasa interanual del 1,4% (2,7% en el trimestre precedente), parcialmente compensado por una mejora de la aportación de la demanda exterior neta, que, por primera vez desde 2001, fue positiva y añadió 0,3 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del PIB.

Los indicadores referidos al tercer trimestre de 2008 muestran una intensificación del ajuste, en un entorno en el que el profundo deterioro que están experimentando los mercados financieros internacionales desde mediados de septiembre ha agravado la situación de incertidumbre — con importantes efectos sobre la confianza de los agentes — y ha supuesto un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación. Bajo estos parámetros, las estimaciones realizadas a partir de la información disponible apuntan a que la tasa de crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre se redujo en nueve décimas, hasta el 0,9%, cifra que representa una tasa intertrimestral ligeramente negativa, del -0,2%. Detrás de esta nueva desaceleración del producto se encuentra el significativo recorte en la tasa de avance de la demanda nacional, que se situó en el 0,3% en términos interanuales, al que contribuyeron todos sus componentes, aunque de forma más destacada la inversión residencial y el consumo de los hogares. Frente a ello, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento volvió a aumentar en el período julio-septiembre, hasta situarse en 0,6 pp, como consecuencia de la sensible reducción de la tasa de crecimiento de las importaciones y del mantenimiento de un cierto dinamismo de las ventas al exterior. Por el lado de la oferta, prosiguió la intensa corrección de la actividad en el sector de la construcción y la caída del valor añadido en las manufacturas, a la vez que se iniciaba un proceso de destrucción de empleo que se extendió a las distintas ramas productivas, excepto a los servicios. La información de la EPA correspondiente al tercer trimestre sitúa el descenso de la ocupación en este período en un 0,8% en términos de su tasa interanual, y eleva la tasa de paro hasta el 11,3%. En cuanto a los precios, la tasa de inflación experimentó una cierta mejoría a partir del mes de agosto, como consecuencia, principalmente, de la fuerte disminución de los precios del petróleo que se inició a mediados de julio. El IAPC alcanzó en septiembre una tasa de variación interanual del 4,6% — frente al máximo alcanzado dos meses antes, del 5,3% —, y el diferencial con la UEM se situó en 1 pp, levemente inferior al del trimestre previo.

En el panorama económico internacional, el deterioro de la situación financiera a partir de la segunda mitad de septiembre, tras algo más de un año de persistente inestabilidad, desembocó en una grave crisis de confianza y comenzó a extenderse hacia las economías emergentes, cuyos mercados financieros habían permanecido relativamente aislados de las turbulencias en la etapa previa. En estas condiciones, se produjo un nuevo y sustancial empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de los principales países industrializados. En paralelo a ese deterioro, se reducía sustancialmente el precio del petróleo, desde los máximos alcanzados a mediados de julio, y mejoraban las perspectivas de inflación. Todos estos acontecimientos hacen que la economía mundial afronte los próximos trimestres en un entorno de máxima incertidumbre y que se agudicen los riesgos de que la fase bajista del ciclo sea más pronunciada y duradera.



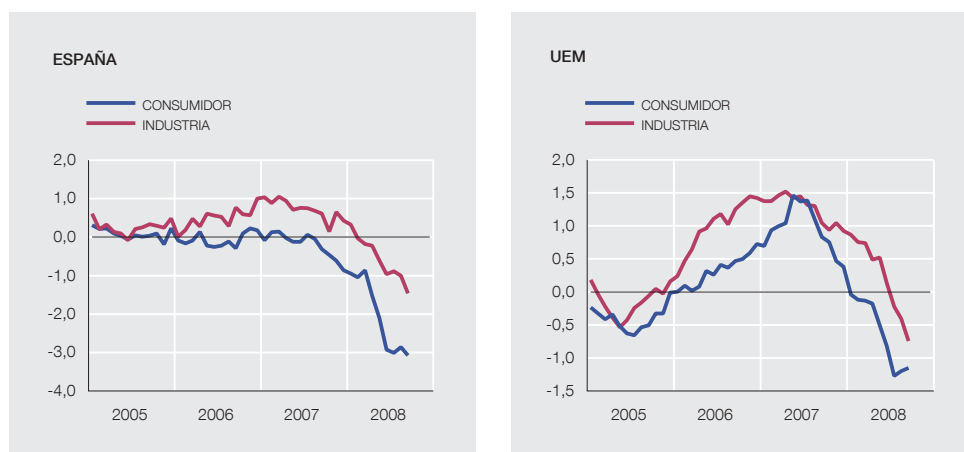
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

La inestabilidad en los mercados financieros internacionales se agravó ante el deterioro de la posición de algunas instituciones financieras, muy relevantes desde el punto de vista sistémico, que dio lugar a la quiebra de un importante banco de inversión americano y desembocó en una serie de procesos de consolidación bancaria y de rescates públicos de entidades financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa. Estos acontecimientos deterioraron severamente la situación de los mercados financieros, en los que se bloquearon los mercados interbancarios y otros mercados claves mayoristas (véase recuadro 1), como el del papel comercial, se ampliaron las primas de riesgo crediticio y se desplomaron las cotizaciones bursátiles, dentro de una trayectoria de elevada volatilidad, con caídas de los principales índices bursátiles superiores al 15% desde el mes de junio.

Ante la gravedad de la situación, los bancos centrales y los gobiernos de los principales países desarrollados desplegaron una amplia batería de medidas de distinto alcance, con el triple objetivo de restablecer la confianza, estabilizar los mercados financieros y evitar que se materializaran los potenciales riesgos sistémicos. Para garantizar la liquidez demandada por las instituciones financieras, en un entorno de deficiente funcionamiento de los mercados interbancarios, los principales bancos centrales adoptaron un conjunto de medidas extraordinarias de suministro de liquidez, incluyendo tanto cambios en los plazos de sus préstamos como ampliaciones del colateral admitido como contrapartida, además de un incremento significativo de los volúmenes prestados. El BCE se comprometió a suministrar cantidades ilimitadas de liquidez, a plazos que van desde la semana hasta los seis meses, mientras duren las actuales circunstancias y, al menos, hasta enero de 2009. Adicionalmente, el 8 de octubre, la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra acordaron una reducción concertada de los tipos de intervención en 50 puntos básicos (pb), decisión que fue seguida por las autoridades monetarias de algunas economías emergentes.

Por otra parte, algunos gobiernos adoptaron, inicialmente de manera unilateral, medidas de apoyo al sistema bancario, entre las que se encuentra el plan de adquisición de activos dañados de las entidades financieras, anunciado por el Tesoro de Estados Unidos el 19 de septiembre, al que siguieron la extensión de la garantía de depósitos en Irlanda o el plan británico, cuyo eje central consiste en la recapitalización de los bancos por parte del Tesoro. Sin embargo, la excepcionalidad de la situación requirió una actuación concertada de los gobiernos

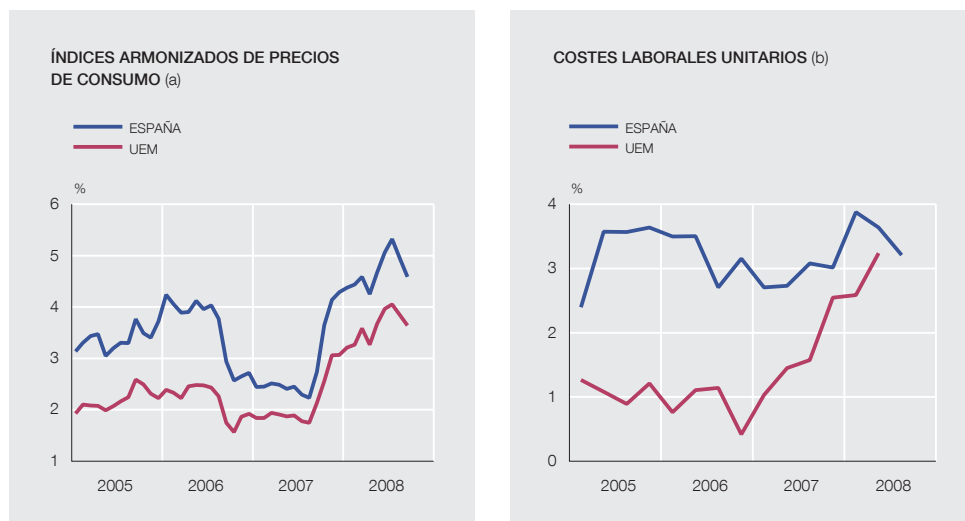


FUENTE: Comisión Europea.

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

afectados por la crisis, que cristalizó a escala global durante la cumbre de los países del G 8 en Washington. En el ámbito europeo, la reunión del Consejo ECOFIN del 4 de octubre, junto con la posterior declaración conjunta de la UE, marcó el inicio de un proceso de coordinación que culminó el 12 de octubre con el lanzamiento de un plan de acción concertado por parte de los Jefes de Estado y de Gobierno del Eurogrupo (véase recuadro 2). Dicho plan de acción constituye una acción excepcional de los Estados miembros para asegurar la estabilidad del sistema financiero y restaurar la confianza. Con este objetivo, los acuerdos adoptados se articulan en torno a tres grandes áreas: 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, incluyendo tanto la posibilidad de adquirir o canjear activos de las entidades como la implantación de sistemas temporales de garantía sobre las nuevas emisiones bancarias de deuda; y, por último, la posibilidad de que las entidades mejoren sus ratios de capital, mediante operaciones de recapitalización realizadas por los Tesoros correspondientes. Todas estas actuaciones han de diseñarse con vocación de temporalidad, y deben respetar el funcionamiento del mercado único, garantizar que accionistas y directivos asumen sus responsabilidades y proteger los intereses de los contribuyentes. Bajo estas premisas, se enmarcan las medidas adoptadas por el Gobierno de España los días 10 y 13 de octubre. En concreto, el 10 de octubre se decidió elevar el umbral de las garantías de depósito hasta 100.000 euros y la creación de un fondo con cargo al Tesoro, con una aportación inicial de 30 mm y ampliable hasta 50 mm, para la adquisición de activos españoles de máxima calidad. Posteriormente, el 13 de octubre se autorizó el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones nuevas que realicen las entidades de crédito en España, hasta un importe máximo de 100 mm de euros en 2008, y se autorizó con carácter excepcional la adquisición de títulos aptos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

En el entorno de inestabilidad descrito, la actividad de la economía mundial siguió deteriorándose a lo largo de los meses de verano, tras haber registrado crecimientos nulos o negativos en el segundo trimestre en la zona del euro, Reino Unido y Japón, y más elevados en Estados Unidos, aunque en este caso, apoyado por el paquete fiscal para la reactivación de la economía. Por su parte, en las economías emergentes la actividad permaneció robusta a lo largo del trimestre, aunque por lo general mostró un perfil de moderada desaceleración, en un entorno de tensiones crecientes en sus mercados financieros.



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

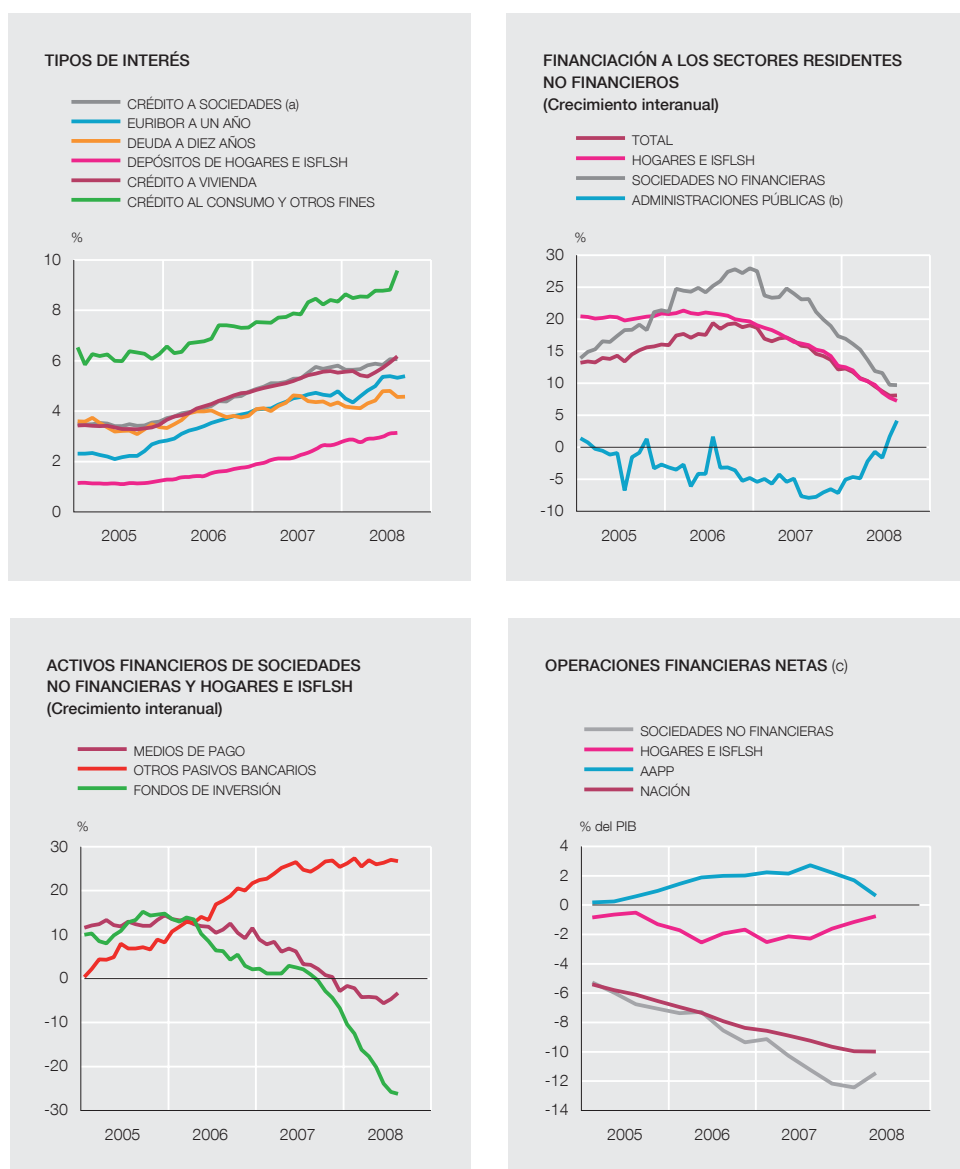
a. Tasas de variación interanual.

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

En cuanto a la evolución económica de la zona del euro, tras experimentar en el segundo trimestre un descenso del crecimiento intertrimestral del PIB más intenso del previsto, los indicadores coyunturales disponibles mantienen en general una notable atonía. En el ámbito de los precios, las presiones alcistas se han atenuado, en consonancia con el retroceso que han registrado los precios de las materias primas desde mediados de julio, lo que, unido al debilitamiento de la actividad, ha aminorado los riesgos de un posible deslizamiento al alza de los salarios. En este contexto, el BCE redujo los tipos de interés de intervención el 8 de octubre, en la acción concertada ya comentada. Como resultado de ello, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación se redujeron en 50 pb, hasta quedar situados en el 3,75%, y se recortó la amplitud de la banda que determinan las facilidades permanentes, desde los 200 pb a 100 pb, con lo que los tipos para las facilidades de depósito y de crédito se sitúan desde entonces en el 3,25% y el 4,25%, respectivamente (véase recuadro 3).

Bajo estas circunstancias, el entorno exterior en el que se ha desarrollado la economía española en estos últimos meses se ha seguido debilitando y ha estado sujeto a importantes perturbaciones en el ámbito financiero. En este contexto, las condiciones de financiación de familias y empresas en España mostraron un nuevo endurecimiento, como resultado de incrementos adicionales en el coste de los fondos y de la aplicación de criterios más estrictos por parte de las entidades en la concesión de préstamos. Adicionalmente, la caída en las cotizaciones bursátiles, junto con la moderada disminución en los precios de los inmuebles, que, según la información proporcionada por el Ministerio de Vivienda, se redujeron en el tercer trimestre en un 1,3% en tasa intertrimestral, tuvo un efecto adverso sobre la riqueza de los hogares.

En estas condiciones, el gasto de las familias acusó una nueva desaceleración. La tasa de variación del consumo se redujo hasta alcanzar registros inferiores al 1% en términos de su crecimiento interanual, muy afectado por el deterioro de la confianza de los agentes —que se situó en mínimos históricos, según la información de los indicadores habituales—, la desaceleración de la renta disponible —ante el mal comportamiento del empleo y el aumento de la tasa de inflación— y la pérdida de valor de la riqueza. Todos estos factores amortiguaron el



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.

efecto expansivo que, en circunstancias de menor incertidumbre, podrían haber tenido la rebaja del IRPF, que entró en vigor a finales de junio, y el repunte de los salarios —que están reflejando con gran rapidez el deterioro de las perspectivas de inflación, a pesar del debilitamiento del mercado de trabajo—. Este entorno de incertidumbre está propiciando la recuperación de la tasa de ahorro de las familias, que ya en el segundo trimestre quebró una trayectoria descendente que había durado nueve trimestres, elevándose hasta el 10,7% de la renta disponible en el acumulado de cuatro trimestres.

En cuanto a la inversión residencial, los indicadores disponibles apuntan hacia una disminución de la actividad, que se va haciendo más pronunciada a medida que avanza el año, como consecuencia del importante efecto contractivo que está teniendo el clima de incertidumbre

sobre las decisiones de compra de vivienda. Por su parte, el cambio en las expectativas sobre la evolución de los precios y el endurecimiento de las condiciones de financiación continúan desalentando la inversión residencial, lo que desencadenó el inicio de un proceso de reestructuraciones de empresas inmobiliarias, que añadió severidad al ajuste del sector.

La contrapartida de este descenso de la inversión de las familias y del aumento de la tasa de ahorro está siendo la disminución de las necesidades de financiación de los hogares, que en el segundo trimestre se redujeron hasta el 1,9% del PIB, en media de cuatro trimestres, y es posible que lo hayan seguido haciendo en el período más reciente. En este contexto, el ritmo de avance del endeudamiento de las familias se ralentizó de nuevo, hasta alcanzar en agosto —fecha, en todo caso, anterior a la fase más aguda de las tensiones recientes— una tasa de variación interanual próxima al 7%, un punto inferior a la registrada en junio, lo que afectó tanto a los préstamos para la adquisición de vivienda como a los destinados al consumo y otros fines. Es posible que esta trayectoria de desaceleración se haya intensificado a partir de septiembre, a raíz del agravamiento de la situación en los mercados financieros.

La inversión empresarial se está viendo afectada también por el clima de incertidumbre dominante, tanto en su componente de equipo como en el de otras construcciones, experimentando un ajuste intenso ante el cambio del entorno macroeconómico. La inversión presentó, por tanto, signos de acusada debilidad, en línea con el perfil de la demanda final, el fuerte deterioro de la confianza empresarial y la ralentización de los beneficios empresariales, y solo el mantenimiento de las exportaciones podría estar proporcionando un cierto soporte a los planes de gasto de las empresas. Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones de financiación, junto con la desaceleración de la actividad, está propiciando un menor recurso a los fondos ajenos por parte de las sociedades no financieras, que creció en agosto a una tasa interanual próxima al 10%, dos puntos por debajo de la de junio, si bien —también en este caso— cabe prever una intensificación de esta tendencia en los meses de septiembre y octubre. Por actividades productivas, la información más reciente, que se refiere al mes de junio, muestra una desaceleración muy intensa de los fondos destinados a financiar actividades inmobiliarias y más atenuada en los captados por las ramas de la construcción y la industria. Por el contrario, los recursos destinados a financiar otros servicios mantuvieron tasas elevadas, similares a las de trimestres anteriores.

En línea con la progresiva pérdida de vigor del crédito, la ratio de endeudamiento de las sociedades se habría reducido levemente en el tercer trimestre, si bien la carga financiera habría seguido aumentando ante la evolución ascendente de los costes de financiación. En conjunto, las ratios de rentabilidad experimentaron una pequeña inflexión en el segundo trimestre y las tasas de dudosa siguieron aumentando en este mismo período, especialmente en las empresas de la construcción y los servicios inmobiliarios.

Este progresivo debilitamiento del gasto interno contrasta con el mayor dinamismo de la demanda exterior neta, para la que se estima una contribución positiva al crecimiento del producto de 0,6 pp en el tercer trimestre. Detrás de esta evolución se encuentra el mantenimiento de un tono relativamente positivo de las exportaciones de bienes; pero, sobre todo, la debilidad de las importaciones, que, como en ciclos anteriores, están reflejando con rapidez el ajuste a la baja de la demanda final. En el caso de las ventas al exterior, los aumentos del tercer trimestre fueron algo más reducidos que en la primera mitad del ejercicio, pero, en todo caso, continúan avanzando a ritmos algo más elevados que nuestros mercados de exportación. Por su parte, la depreciación que ha registrado el euro desde mediados de agosto ha permitido un comportamiento más favorable de los indicadores de competitividad-precio en estos últimos meses, amortiguando las pérdidas acumuladas en la primera mitad del ejercicio

en la mayoría de ellos. Respecto a los servicios turísticos, los indicadores disponibles apuntan a un comportamiento más negativo tanto de las exportaciones como de las importaciones de ese tipo de actividades. El comercio con el exterior de servicios no turísticos recortó, asimismo, su ritmo de avance en el tercer trimestre.

La corrección de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto no se ha trasladado todavía a las necesidades de financiación de la nación, que en los dos primeros trimestres de este año alcanzaron niveles que equivalen al 10% del PIB, en términos acumulados de doce meses. La dinámica del saldo de rentas y las alzas del precio del petróleo, que elevaron sustancialmente el déficit energético en la primera mitad del ejercicio, están detrás de este resultado. No obstante, los datos de la balanza de pagos correspondientes a julio parecen marcar un punto de inflexión en esta trayectoria, al mostrar una sensible reducción de las necesidades de financiación de la nación (del 27%), en términos de su tasa de variación interanual, como consecuencia, principalmente, de la disminución del déficit comercial.

Por el lado de la oferta, durante el tercer 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 y la construcción, aumentos muy moderados en las ramas agrícolas e incrementos más sustanciales en los servicios de mercado, donde todavía se observaron crecimientos interanuales próximos al 3%. En este contexto, el empleo siguió ajustándose con intensidad, de modo que, por primera vez en los últimos catorce años, el número de ocupados del total de la economía descendió con respecto a los niveles del mismo trimestre del año anterior, de manera más pronunciada en la economía de mercado y, sobre todo, en la construcción. Únicamente los servicios siguen generando empleo y, en todo caso, a ritmos cada vez más atenuados. El dinamismo de la población activa está determinando que el aumento del número de desempleados se esté viendo acompañado de incrementos muy rápidos de la tasa de paro, que en el tercer trimestre se elevó hasta el 11,3%, según los datos de la EPA. En conjunto, el descenso del empleo fue más pronunciado que la desaceleración de la actividad, con lo que la productividad experimentó un nuevo repunte.

Por su parte, en el transcurso del año la evolución de los costes laborales está mostrando una elevada sensibilidad al deterioro de la inflación en los meses finales del 2007 y en la primera mitad de 2008, a pesar de la atonía que registra el mercado laboral. Como consecuencia de ello, la remuneración por asalariado está experimentando un significativo repunte, hasta tasas cercanas al 4,5 % para 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 algo inferior, debido a las ganancias de productividad que se están observando, aunque en todo caso excesivo, tanto desde el punto de vista de la necesaria revitalización del mercado laboral como de la evolución de los costes laborales de nuestros competidores, aspectos ambos estrechamente relacionados.

Los costes de las materias primas, y en particular el precio del petróleo, empezaron a flexionar a mediados de julio, y de forma mucho más decidida a raíz del agravamiento de las tensiones financieras, lo que facilitó la reconducción de la inflación hacia tasas algo más contenidas a lo largo del tercer trimestre. En este contexto, el IAPC recortó su tasa de crecimiento interanual desde el máximo anual, que se alcanzó en julio, del 5,3%, hasta niveles del 4,6% en septiembre, aunque la inflación media en el período julio-septiembre fue superior a la del trimestre previo. No se produjeron, sin embargo, descensos en la inflación subyacente, que permaneció en cotas próximas al 3,5%, debido al pequeño repunte de los precios de los bienes industriales no energéticos, probablemente por el agotamiento de los efectos beneficiosos de la

apreciación del tipo de cambio del euro, y al aumento de la inflación en los servicios. En este último caso, a su tradicional resistencia a la baja habría que añadir en el período más reciente el impacto de la elevación de los precios de los servicios de transporte, ante la subida de los costes energéticos. Cabe prever que esta trayectoria de desaceleración del IPC continúe en los próximos meses, impulsada por la eliminación de los efectos base vinculados a las elevaciones del precio de la energía y de los alimentos elaborados que tuvieron lugar en los meses de finales de 2007 y por el debilitamiento cíclico. Pero es importante asegurar que la contención de los precios se traslade también al núcleo de la inflación subyacente, de manera que se pueda reducir de forma duradera el diferencial de precios con los países de la UEM (por debajo del diferencial medio de 1,1 pp que se observa desde el inicio de la UEM) y se reconduzca la actuación de los agentes sociales hacia las pautas de estabilidad macroeconómica que requiere una situación de ajuste intenso, como la actual.

Las cuentas públicas están mostrando un rápido deterioro, asociado, de un lado, al propio frenazo de la economía, que está provocando un rápido descenso de la recaudación impositiva y, en el caso del gasto, la activación de los estabilizadores automáticos en forma de aumentos del gasto de las prestaciones de desempleo, principalmente. A ello se ha sumado el impacto sobre la recaudación de las medidas expansivas adoptadas a lo largo del ejercicio. Como resultado, con la presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2009, el Gobierno ha revisado las cifras de cierre de la cuenta de las Administraciones Públicas (AAPP) para 2008, previendo un déficit del 1,5% del PIB y un saldo deficitario algo superior el año que viene (del 1,9% del PIB). El Proyecto prevé, asimismo, un incremento de la ratio de deuda pública de alrededor de 2 pp del PIB, que podría ser superior, dado que no incorpora el impacto de la creación del fondo de hasta 50 mm para la adquisición de activos españoles. Estas estimaciones oficiales presentan, además, importantes riesgos, derivados, sobre todo, de la incertidumbre que rodea el escenario macroeconómico. En una situación como la actual, es necesario que la política fiscal siga permitiendo que los estabilizadores automáticos desplieguen su efecto contracíclico, pero preservando, al mismo tiempo, márgenes de actuación ante posibles situaciones de mayor debilidad.

Por otro lado, resulta crucial impulsar medidas de carácter estructural que actúen por el lado de la oferta y que permitan una mayor flexibilidad en el ajuste de los márgenes y salarios a las condiciones macroeconómicas. En este sentido, se ha presentado recientemente el anteproyecto de ley sobre el libre acceso y ejercicio de las actividades de servicios. El contenido y, sobre todo, la implementación de esta normativa deberían dirigirse a lograr una reducción de las barreras a la entrada y un incremento de la competencia en este sector, que resulta tan necesario para dotar de mayor dinamismo a la economía.

2 Entorno exterior del área del euro

Durante el último trimestre la evolución del entorno financiero exterior de la zona del euro se ha caracterizado por las dificultades de numerosas entidades clave en Estados Unidos, que acabaron abocando en una situación de extrema inestabilidad financiera a escala global a partir de la segunda quincena de septiembre (véase recuadro 1). Este deterioro se ha producido en un momento en el que la actividad se venía debilitando en un número cada vez más amplio de economías, y de forma particularmente acusada en las avanzadas. La negativa evolución en el plano económico y en el financiero y la retroalimentación entre ambos provocaron un notable empeoramiento de las perspectivas económicas, en un contexto de elevada incertidumbre. Ambos factores propiciaron una intensa y rápida corrección en el precio de las materias primas, que ha permitido aliviar las tensiones inflacionistas que venían observándose en los meses precedentes.

A lo largo del último trimestre, y muy especialmente en septiembre y octubre, se exacerbó el deterioro de los mercados de crédito y bursátiles. A principios de septiembre las autoridades americanas se vieron obligadas a intervenir las empresas de titulización hipotecaria Fannie Mae y Freddie Mac, ante la fragilidad de su situación financiera, pero fue a partir de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, a mitad de ese mes, cuando se registró un fuerte incremento en el número de episodios de inestabilidad y se multiplicaron las intervenciones públicas en empresas financieras —entre ellas, la de la primera aseguradora mundial (AIG en Estados Unidos)— y los procesos de fusión entre entidades financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa. En este escenario, se sucedieron distintas actuaciones por parte de las autoridades de numerosos países, destacando un incremento muy fuerte de las inyecciones de liquidez. Simultáneamente, comenzó la publicación de distintos planes de rescate y apoyo al sector financiero (de manera destacada, los de Estados Unidos y Reino Unido) y se instrumentó una bajada coordinada de los tipos de intervención de 50 pb —el 8 de octubre— por parte de los principales bancos centrales, salvo Japón. Sin embargo, estas iniciativas no consiguieron restaurar la confianza y evitar fuertes caídas en la mayoría de los mercados bursátiles, tanto desarrollados como emergentes, que, a mediados de octubre, acumulaban descensos superiores al 30% —según el índice MSCI mundial— respecto de los niveles que presentaban a finales de julio. Ante esta situación, coincidiendo con las reuniones anuales del FMI y el Banco Mundial —el segundo fin de semana de octubre—, los comunicados de las reuniones mantenidas por el G 7 y los Jefes de Estado de la eurozona presentaron las líneas maestras de un enfoque común y global para abordar la situación, con el fin de mantener la estabilidad del sistema financiero y restablecer el funcionamiento de los mercados de crédito (véase recuadro 1). Estas líneas se concretaron, en las semanas posteriores, en planes de actuación de un grupo cada vez más numeroso de países, que contribuyeron a estabilizar los mercados.

Los mercados emergentes quebraron en este trimestre la resistencia que había caracterizado su evolución desde el principio de la turbulencia. Ya desde mediados de junio sus indicadores financieros comenzaron a debilitarse, pero fue al hilo de la intensificación de las dificultades en las economías avanzadas cuando los diferenciales soberanos alcanzaron niveles no vistos desde inicios de 2003, mientras que los mercados bursátiles registraron importantes pérdidas, mayores incluso que las registradas por parte de las bolsas de los países desarrollados. En los mercados cambiarios se registraron notables apreciaciones del dólar frente al euro y, sobre todo, del yen frente a las principales divisas, mientras que las monedas emergentes registraban fuertes correcciones a la baja, en algunos casos, como Brasil, México, Chile o Corea del

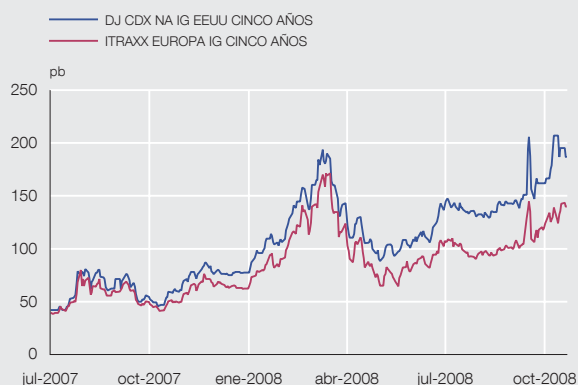
Las turbulencias financieras iniciadas en el verano de 2007 han desembocado en una crisis de confianza en el sistema financiero global. En septiembre de 2008 se han materializado episodios de inestabilidad financiera extrema que, a priori, eran altamente improbables. Estos se han venido sucediendo a gran velocidad, han abarcado un amplio espectro de instituciones financieras, —algunas de ellas de importancia sistémica—, han afectado a mercados claves y han adquirido un carácter global, extendiéndose desde Estados Unidos a un número creciente de países, particularmente en Europa, pero también a numerosas economías emergentes.

Aunque ya a principios de septiembre se intensificaron las tensiones en el sistema financiero, puede argumentarse que la quiebra de Lehman Brothers el día 15 precipitó la situación. En primer lugar, porque, hasta ese momento, los riesgos de contrapartida con las instituciones financieras consideradas sistémicas habían quedado mitigados con las intervenciones públicas; en segundo lugar, porque generó incertidumbre sobre qué entidades eran consideradas sistémicas por las autoridades —y, por tanto, iban a ser protegidas de una quiebra— y cuáles no; y, en tercer lugar, porque la desaparición de esta

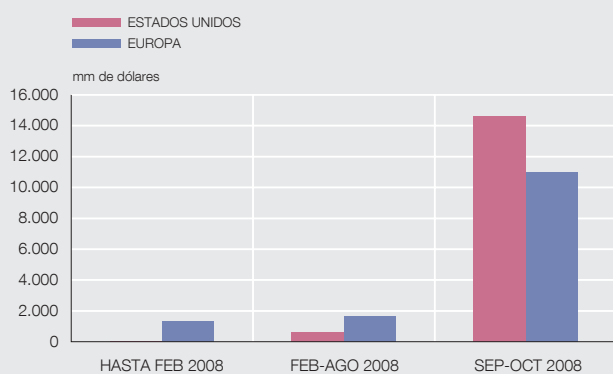
entidad ha generado ramificaciones impensadas, debido a la falta de información acerca de la situación de los balances de los intermediarios financieros y al alto grado de interconexión de estos. A partir de ese momento se generó una avalancha de desconfianza que provocó el progresivo bloqueo de mercados clave para la financiación, entre ellos el interbancario y el de papel comercial (véanse gráficos 1 y 2) y provocó el desplome generalizado de las bolsas mundiales.

Al principio de las turbulencias financieras se pusieron de manifiesto dos problemas interconectados: liquidez y solvencia percibida. La persistencia de las turbulencias durante el último año hizo que ambos se fueran retroalimentando, acentuándose los problemas de solvencia y enquistándose los de liquidez. Un elemento clave de esta evolución ha sido la incierta exposición de las entidades financieras a productos estructurados complejos de muy difícil valoración. Paulatinamente, estos problemas se extendieron a nuevos segmentos y afectaron a un número creciente de entidades y a una proporción cada vez más relevante en los mercados financieros globales (véase gráfico 3), hasta llegar a la situación del último mes.

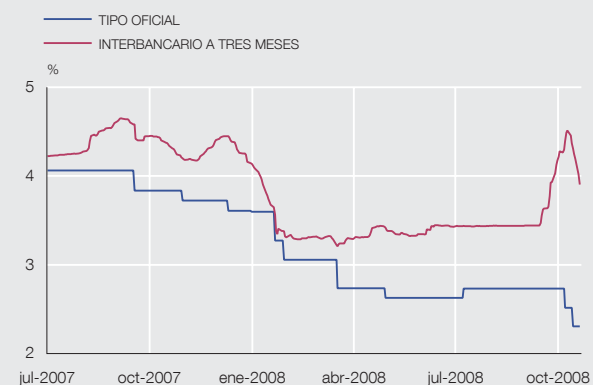
1 ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO. DIFERENCIALES



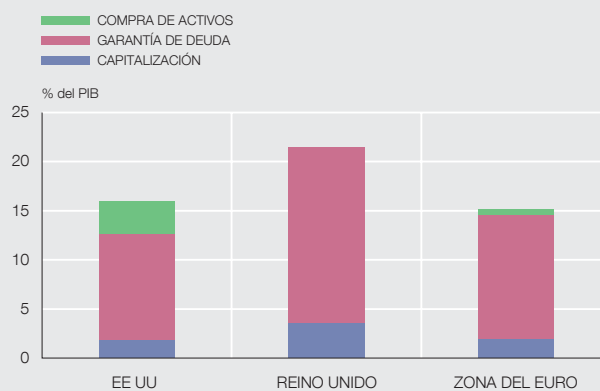
3 ACTIVOS DE ENTIDADES AFECTADAS (b)



2 TIPO DE INTERÉS OFICIAL E INTERBANCARIO A TRES MESES (a)



4 CUANTÍA COMPROMETIDA EN LOS PLANES DE AYUDA PÚBLICA (c)



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

- a. Datos medios de Estados Unidos, Japón y la zona del euro ponderados por el PIB.
- b. Entidades quebradas, intervenidas o inducidas a fusionarse con otras.
- c. Datos en porcentaje del PIB.

Las respuestas de las autoridades ante el agravamiento de la crisis también han sido cada vez más intensas, abarcando una mayor extensión geográfica. Hasta el verano, la estrategia adoptada fue, a grandes rasgos, dotar de liquidez a los mercados y apoyar momentáneamente a algunas entidades en dificultades, a la espera de que afloraran las pérdidas asociadas a los activos problemáticos y que se realizaran los ajustes necesarios conforme a los mecanismos de mercado, esperando que las condiciones de mercado tendieran a normalizarse. No obstante, la precipitación de los acontecimientos ha dado paso en el último mes a un súbito cambio hacia estrategias mucho más exhaustivas, decididas y, finalmente, articuladas, que además han tendido a converger entre los países afectados. También han mejorado sustancialmente los mecanismos de concertación, como se demostró en la bajada simultánea de tipos de interés por los principales bancos centrales el 8 de octubre, y en la relativa coincidencia entre las estrategias adoptadas, tanto en el tiempo como en el contenido.

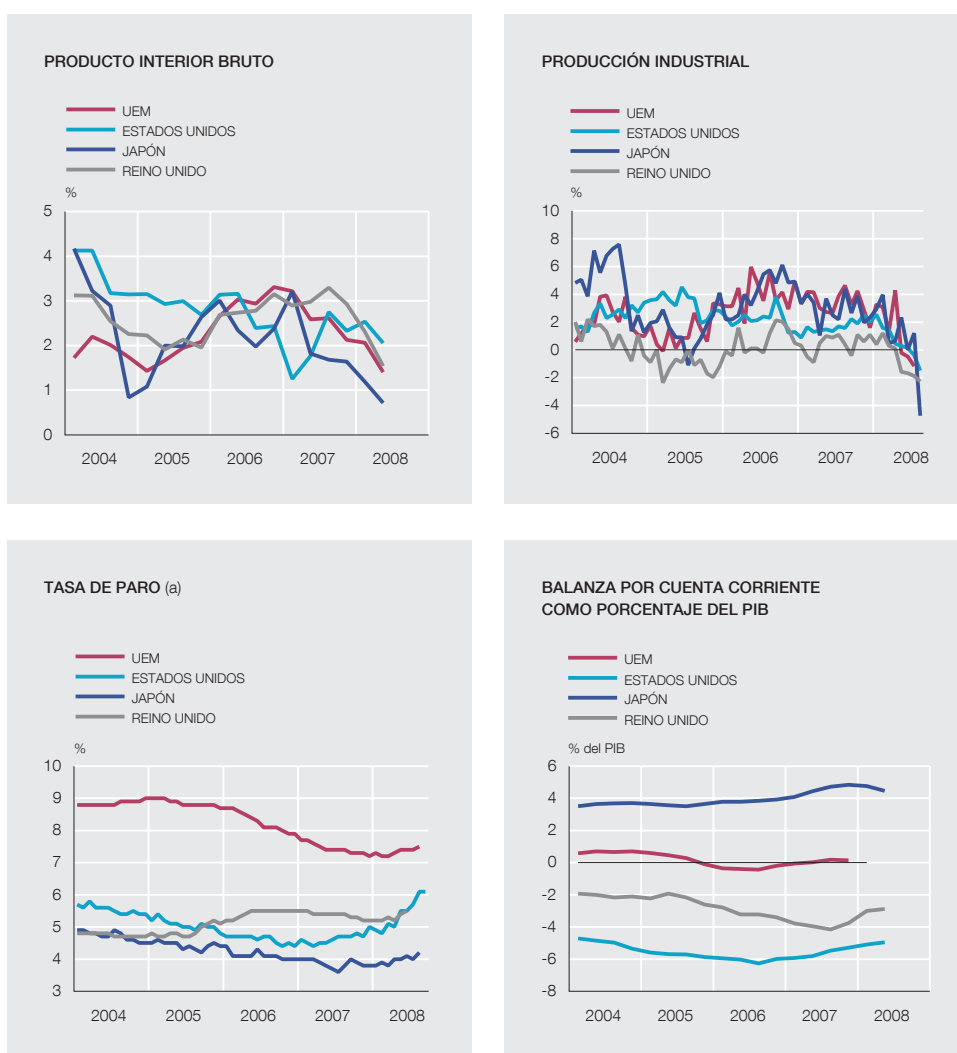
La estrategia de las autoridades se puede articular en torno a cuatro pilares fundamentales. Cada uno de ellos está encaminado a atacar uno de los elementos clave que se han señalado anteriormente: liquidez, valoración, solvencia (percibida o real), y (des)confianza, si bien, en la práctica, muchas de las medidas apuntan a mitigar los problemas en varios ámbitos: i) provisión de liquidez y financiación al sistema bancario y a otros segmentos de los mercados de financiación, ante el bloqueo de los mercados; la provisión de liquidez se ha instrumentado por los bancos centrales, a través de unas facilidades crediticias cada vez más amplias, también en moneda extranjera, mientras que la financiación a entidades financieras e, incluso, no financieras en dificultades ha recaído en los gobiernos, si bien en ocasiones se ha instrumentado a través de los bancos centrales, bien como agente en la financiación de operaciones de rescate (el caso de AIG, por ejemplo), o, directamente, financiando a

los prestatarios últimos (compra de papel comercial); ii) valoración de instrumentos financieros, a cuyo fin, junto con otros, se dirige explícitamente el plan de compra de activos financieros problemáticos de Estados Unidos (el llamado TARP); iii) reforzamiento de la solvencia (real o percibida) que se ha traducido en un reforzamiento de la base de capital a través de varios tipos de iniciativas (inyecciones de capital público, inducción de procesos de fusión y adquisición, nacionalización bancaria, etc.), y iv) restablecimiento de la confianza, que constituye el objetivo último de las medidas anteriores y, también, del resto de medidas adoptadas, como las garantías públicas sobre la deuda, los depósitos y otros activos y pasivos bancarios. Este retorno de la confianza y el desbloqueo de los mercados mayoristas de financiación constituyen los elementos esenciales para la restauración de la normalidad en los mercados financieros.

En definitiva, el deterioro de la situación financiera global ha cristalizado en una respuesta decidida, convergente y coordinada entre países. La magnitud de la respuesta puede calibrarse por el monto comprometido de las inyecciones de capital, garantías de deuda bancaria, programas de compra de activos y otras formas de financiación, que ronda o supera el 15% del PIB en numerosas economías avanzadas (véase el gráfico 4). Debe subrayarse que esta cuantía no representa el coste fiscal efectivo de las medidas, que sería mucho menor o, incluso, podría ser nulo o generar ingresos netos a medio plazo, si cumplen su objetivo de estabilizar los mercados. La razón es que estas acciones tienen como contrapartida la adquisición de activos o capital de las empresas respaldadas y las garantías son contingentes y llevan aparejada unos ingresos para las autoridades fiscales. La amplitud, intensidad y complementariedad de las medidas adoptadas deben sentar bases para la paulatina recuperación de la confianza y la normalización de los mercados, aunque será un proceso largo y complejo.

Sur, superiores al 20%. Por último, el intenso retroceso del precio del petróleo desde julio (con una caída cercana al 50%) ha liderado el ajuste a la baja del índice de precios de materias primas (20%), experimentando los metales preciosos una menor caída, debido a su carácter de activo refugio en tiempos de volatilidad elevada.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del segundo trimestre de 2008 confirmó el crecimiento trimestral anualizado del 2,8% gracias a la contribución de la demanda externa y al impacto del impulso fiscal aprobado a principios de 2008. Sin embargo, los indicadores del tercer trimestre mostraron un notable debilitamiento de la actividad, que se acentuó en septiembre. Los índices de confianza del consumidor, una vez superado el impulso fiscal, se mantuvieron en niveles históricamente mínimos. Los indicadores del mercado de la vivienda continuaron reflejando el profundo ajuste en el sector residencial (las viviendas iniciadas, los permisos de construcción y las ventas de viviendas cayeron durante el tercer trimestre) y la confianza de los constructores alcanzó un nuevo mínimo histórico en octubre. Asimismo, el índice ISM de manufacturas descendió en el tercer trimestre hasta niveles asociados con una contracción de la actividad, a la vez que la producción industrial se redujo fuertemente

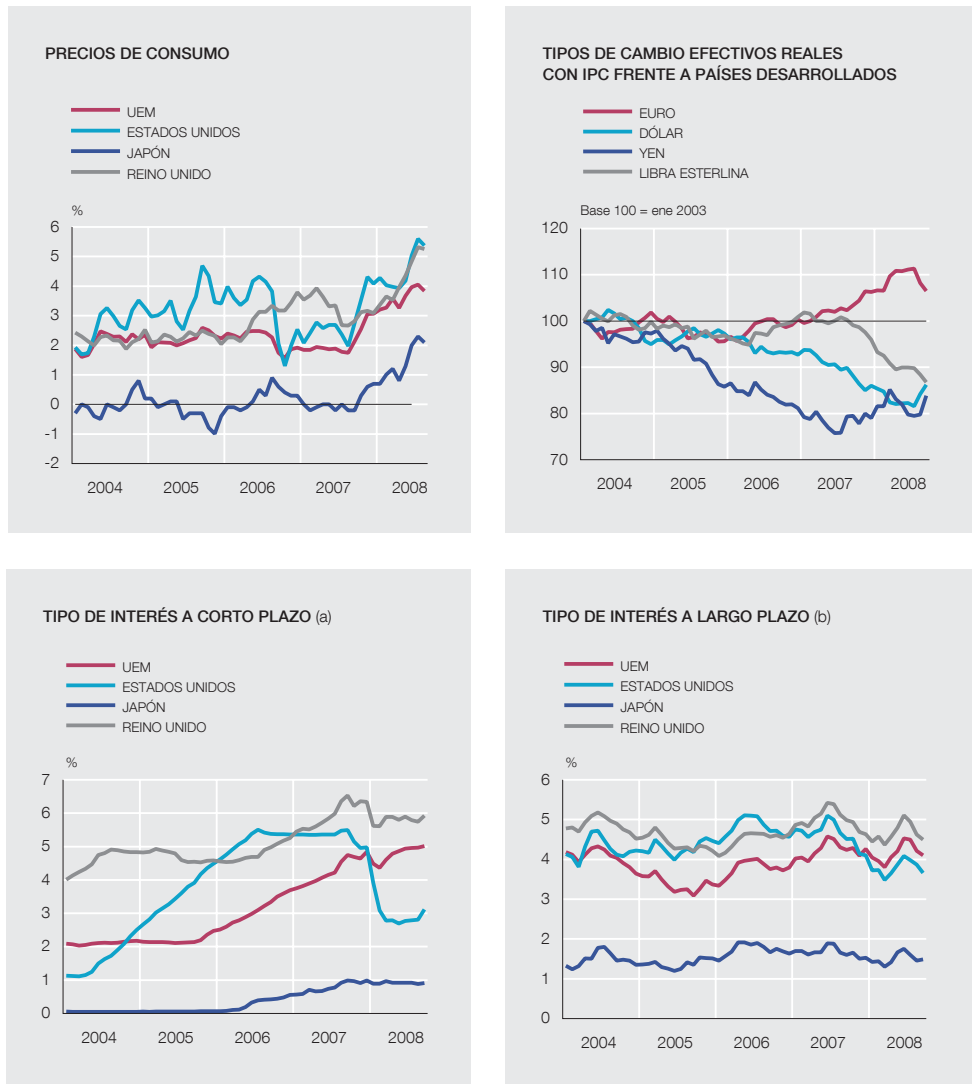


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

en septiembre. No obstante, el ISM de servicios se situó ligeramente por encima del umbral de expansión de la actividad. El mercado laboral registró un fuerte debilitamiento, con un repunte de la tasa de paro hasta el 6,1% en septiembre y una destrucción neta de casi 300.000 empleos en el trimestre. Por su parte, la inflación medida por el IPC repuntó con fuerza en julio, aunque en agosto y septiembre corrigió dicho repunte, gracias a la moderación del precio del petróleo, hasta alcanzar el 4,9% interanual en septiembre, al tiempo que la tasa subyacente registró un 2,5% interanual. La Reserva Federal redujo el tipo de interés de los fondos federales en 50 pb —hasta el 1,5%— en la acción coordinada mencionada anteriormente; asimismo, se aprobó finalmente un plan de rescate financiero, que incluye la compra de activos y recapitalizaciones por un valor total de 700 mm de dólares, un programa para la adquisición de papel comercial, así como el otorgamiento de garantía pública a la deuda bancaria (por un valor estimado de 1,4 billones de dólares) y a los depósitos corporativos.

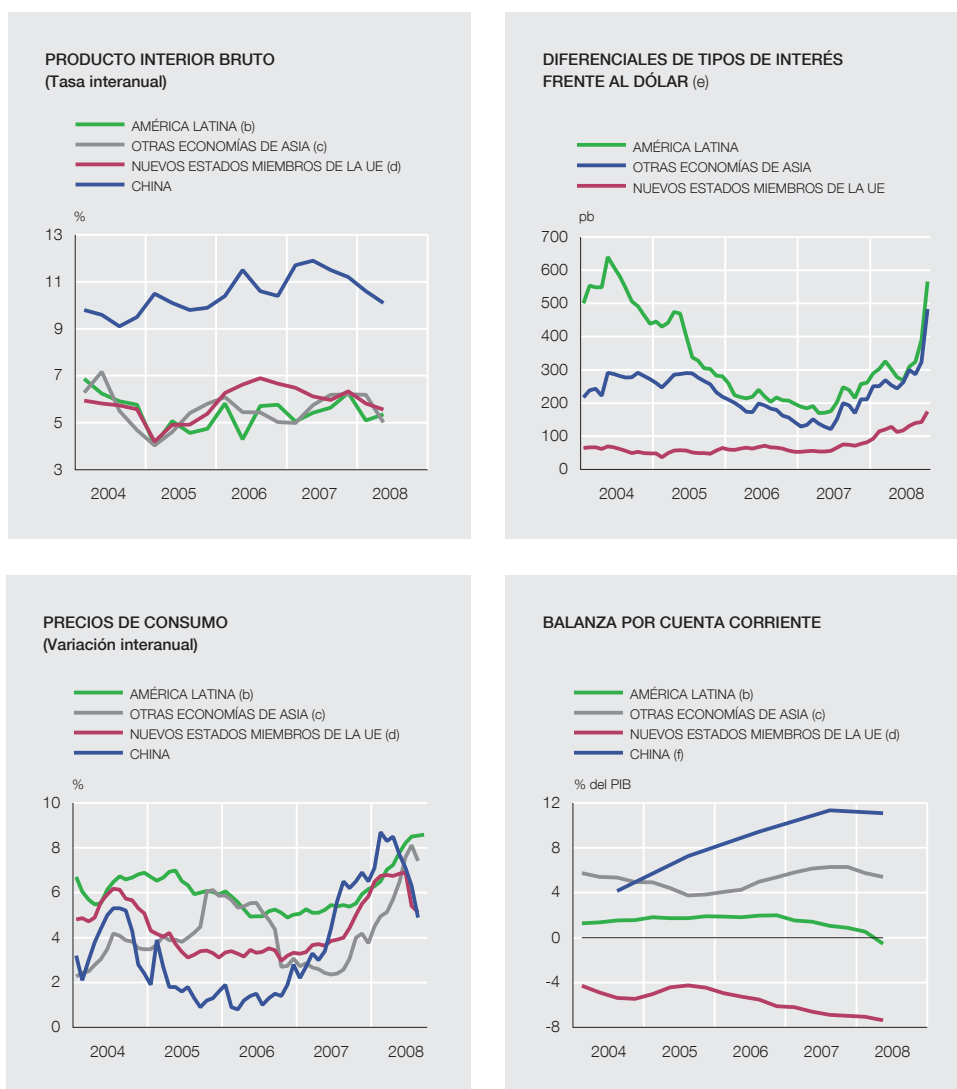
En Japón, tras una contracción del PIB del 3% en tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, los indicadores recientes apuntan hacia un escenario de notable debilidad de la



FUENTE: Banco de España.

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

economía, que podría ser más prolongado y severo de lo inicialmente previsto. El consumo privado y la demanda externa no muestran signos de mejoría y el gasto de inversión sigue retraído, en un contexto de elevada incertidumbre. La producción industrial, el índice PMI de manufacturas, la encuesta empresarial Tankan y el mal comportamiento del sector de la construcción apuntan hacia una contracción de la actividad en el tercer trimestre. La evolución desfavorable del consumo privado puede atribuirse a la continua merma de poder adquisitivo de las familias y a la debilidad del mercado laboral. La tasa de desempleo aumentó hasta el 4,2% en agosto, mientras que la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo y los salarios reales experimentaron nuevos recortes. En el ámbito externo, cabe destacar el ligero déficit comercial en agosto, debido a la continuada debilidad de las exportaciones y al aumento del precio de las importaciones. En cuanto a los precios, la inflación disminuyó tres décimas, hasta el 2,1%, en agosto. El Banco de Japón no se unió a la bajada coordinada de tipos oficiales, debido a su ya bajo nivel (0,5%). Sin embargo, la autoridad monetaria ha intensificado las operaciones de inyección de liquidez a las entidades bancarias, que, no obstante, están ralentizando su expansión crediticia.



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 Banco Mundial.
 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, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.
 e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y a Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
 f. Datos anuales

En el Reino Unido, las tendencias a la baja de la actividad y el empleo se han intensificado de un modo acusado: el crecimiento del PIB del segundo trimestre fue nulo y ha sido negativo en el tercer trimestre, período en el que los indicadores de actividad más importantes volvieron a caer fuertemente. El índice de directivos de compras (PMI) del sector manufacturas alcanzó un nuevo mínimo en septiembre. Los precios de los inmuebles registraron una caída interanual del 13% en septiembre. Por su parte, pese a la debilidad y al retroceso de los precios de las materias primas, la inflación se incrementó en septiembre hasta el 5,2%, debido al incremento del precio de los alimentos y al traslado a precios finales de aumentos anteriores del precio del petróleo. En este contexto, el Banco de Inglaterra participó en la reducción coordinada de tipos, rebajando su tipo de interés al 4,5%. En la primera semana de octubre se anunció la propuesta del Tesoro para recapitalizar la banca —tras conversaciones con los principales

bancos del país—, para lo que se dotó un fondo de 50 mm de libras, garantizar la deuda nueva bancaria y ampliar las facilidades de liquidez.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del segundo trimestre se desaceleró tres décimas en promedio, hasta el 5,6% interanual. Sin embargo, los países bálticos sufrieron un fuerte ajuste de la actividad, por la acusada ralentización de la demanda interna, en una situación de notable desaceleración del crédito y elevadas necesidades de financiación exterior. Por el contrario, la actividad en Eslovaquia, Rumanía y Bulgaria siguió mostrando un fuerte dinamismo, en Hungría mantuvo una recuperación progresiva y en el resto de la región la moderación del crecimiento es más gradual. No obstante, los indicadores de alta frecuencia muestran, en general, una ralentización en la actividad y en las exportaciones, debido a la menor demanda del área del euro. La inflación disminuyó en la mayoría de países a lo largo del trimestre, aunque en septiembre se mantuvo en tasas superiores al 10% en los países bálticos y en Bulgaria. La política monetaria se endureció en Rumanía, mientras que la República Checa redujo en 25 pb el tipo de interés oficial. En el ámbito institucional, el Gobierno polaco anunció su intención de entrar en la UEM en enero de 2012, lo que implicaría la entrada del zloty polaco en el ERM II en la primera mitad de 2009. Más recientemente, el agravamiento de las tensiones financieras ha afectado notablemente a algunos países con fuerte dependencia de financiación externa (en particular, Hungría, país con el que el BCE abrió una línea de *swaps* a mediados de octubre para aliviar su situación). También cabe destacar las dificultades financieras de otros países europeos, en particular de Islandia —que conllevó la nacionalización de sus principales bancos y el desplome de su moneda—, Rusia —donde el Gobierno inyectó recursos sustanciales en su sistema financiero— y Ucrania.

En China, el PIB creció un 9% en el tercer trimestre de 2008, tras el 10,1% del segundo. Este menor crecimiento estuvo en línea con la evolución de la producción industrial a lo largo del trimestre, que continuó moderando su aumento interanual, mientras que los indicadores de consumo (como las ventas al por menor) siguieron creciendo fuertemente. Por su parte, el superávit comercial se amplió en el tercer trimestre con respecto al mismo período de 2007 y las reservas internacionales se elevaron hasta 1,9 billones de dólares en septiembre, en un contexto de interrupción en la apreciación del renminbi frente al dólar. Los precios de consumo crecieron un 5,3% interanual en el tercer trimestre, continuando su moderación tras haberse situado en un máximo en el primer trimestre. La oferta monetaria y el crédito crecieron a tasas interanuales similares o inferiores a las de 2007 y las autoridades monetarias redujeron los tipos de interés —por primera vez desde 2002— y también, en dos ocasiones, el coeficiente de reservas bancarias, coincidiendo el último movimiento con la acción concertada de reducción de tipos de interés oficiales por parte de algunas de las principales economías desarrolladas. A lo largo del trimestre, las autoridades chinas adoptaron algunas medidas que fueron interpretadas como una señal de sesgo relativo hacia el crecimiento y de apoyo al mercado bursátil. En el resto de Asia, el PIB se desaceleró en la mayoría de países durante el segundo trimestre, al igual que la producción industrial, cuyos últimos datos continuaron apuntando hacia una moderación. La caída del precio del petróleo propició una disminución de la inflación, tras el máximo alcanzado en julio y agosto en la mayoría de los países de la región. A grandes rasgos, la política monetaria pasó de restrictiva en julio y agosto, con subidas de tipos en la mayoría de países y del coeficiente de reservas en India, a más acomodaticia a partir del mes de septiembre, cuando tuvieron lugar reducciones en los tipos de interés oficiales de Hong Kong, Corea del Sur e India. Las dificultades financieras se fueron extendiendo por casi todos los países de la región, destacando por su intensidad el deterioro en Corea del Sur, donde se adoptó un paquete de medidas para contrarrestar sus efectos.

En América Latina, los indicadores publicados durante el tercer trimestre del año recogen parcialmente el endurecimiento de las condiciones de financiación externas y el deterioro del entorno internacional, en forma de debilitamiento de la actividad industrial y de moderación de las exportaciones, pero los indicadores de demanda han seguido mostrando una robustez apreciable, lo que adelantaría solo una ligera moderación del crecimiento durante ese trimestre. La caída del precio de las materias primas durante los últimos meses, sin embargo, sí se reflejó en una reducción de los superávits de las balanzas comerciales y en la moderación de los ingresos públicos. La región experimentó un ajuste de los precios de los activos financieros más intenso que el de otras regiones emergentes, sobre todo en los meses de septiembre y octubre, del mismo modo que registró un comportamiento relativamente mejor en el año previo. Una razón de este comportamiento diferencial fue la propia corrección de los precios de las materias primas. Asimismo, la retracción de los inversores externos provocó el cierre de posiciones en moneda local y el reposicionamiento de los inversores locales hacia dólares, lo que generó dificultades notables de financiación en esta moneda y una abrupta depreciación de los tipos de cambio en la región, en un entorno de extrema volatilidad. Frente a esta situación, durante las últimas semanas numerosos países de la región han introducido medidas extraordinarias orientadas a restablecer la liquidez en los mercados, particularmente en dólares, incluyendo la venta de reservas, orientadas también a estabilizar los tipos de cambio. En este contexto, algunos bancos centrales (Chile y Perú) interrumpieron el proceso de endurecimiento de sus políticas monetarias llevado a cabo durante los últimos meses, a pesar de la persistencia de la inflación, que se situó en 8,6% en el agregado de la región en septiembre, frente al 8,2% registrado en junio. Por el contrario, el Banco Central de Argentina elevó sus tipos de interés oficiales para aumentar el atractivo de su moneda.

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

Desde mediados de septiembre, la evolución económica global y del área del euro ha estado marcada por el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, que se inició en Estados Unidos con la quiebra de Lehman Brothers y que ha terminado por contagiar a la banca europea. El agravamiento de las tensiones se ha materializado en fuertes caídas en los índices bursátiles, dentro de una volatilidad extrema, y en aumentos pronunciados de las primas de riesgo, mientras que la brecha entre los tipos oficiales de intervención y los vigentes en los mercados monetarios se ampliaba hasta máximos históricos. En los mercados cambiarios, el euro siguió depreciándose, situando su tipo de cambio frente al dólar próximo a 1,2 dólares/euro a finales de octubre, un nivel que no se observaba desde 2006.

La gravedad de la situación obligó a las autoridades económicas a efectuar actuaciones extraordinarias y de muy distinta índole para estabilizar los mercados financieros, restablecer la confianza y evitar que se materializaran los potenciales riesgos sistémicos (véase recuadro 2). Por parte de las autoridades monetarias se realizaron diversas operaciones de inyección de liquidez en cuantías y plazos superiores a los habituales y, el 8 de octubre, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y otros bancos centrales decidieron relajar simultáneamente las condiciones monetarias. La reducción de los riesgos al alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios permitió que el BCE recortara 50 pb el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándose en el 3,75%. Además de esta acción concertada, el BCE introdujo cambios significativos en la instrumentación de sus decisiones de política monetaria, con el fin de mantener los tipos del mercado interbancario más alineados con el tipo de intervención oficial (véase recuadro 3).

Estas actuaciones han detenido el deterioro intenso que los indicadores habituales de tensión financiera habían experimentado en las últimas semanas, si bien existe una elevada incertidumbre sobre cuál será su evolución futura inmediata. Todavía no se dispone de suficiente información para valorar el impacto de los acontecimientos recientes sobre los principales agregados macroeconómicos. Las cifras de contabilidad nacional disponibles hasta el segundo trimestre arrojaron un descenso del crecimiento intertrimestral del PIB más intenso del previsto y los indicadores coyunturales disponibles para el tercer trimestre mantienen en general una notable atonía. La intensificación de la crisis financiera global ha supuesto un endurecimiento adicional de las condiciones financieras y un empeoramiento notable de la confianza de los agentes, que las previsiones más recientes de diferentes organismos públicos y privados han traducido en una prolongación de la debilidad de la actividad económica. En cualquier caso, la excepcionalidad de la situación añade dosis adicionales de incertidumbre. La recuperación a lo largo de 2009 dependerá, entre otros factores, del resultado de las actuaciones extraordinarias de las autoridades económicas, encaminadas a restablecer la confianza y el funcionamiento de los mercados financieros y a evitar de este modo la posibilidad de retroalimentación perversa entre inestabilidad financiera y actividad económica.

En el ámbito de los precios, las presiones alcistas se están amortiguando en consonancia con el retroceso que han registrado los precios de las materias primas desde mediados de julio. Entre ellas, destaca la evolución del precio del petróleo, que se situó cerca de los 60 dólares/barril a finales de octubre, tras rozar los 150 dólares en julio. Esta circunstancia y el debilitamiento de la actividad han llevado a revisar a la baja las perspectivas de inflación que recogen los indicadores habituales de expectativas, si bien continúa siendo necesario evitar los riesgos de un posible deslizamiento al alza de los salarios.

Desde el inicio de las turbulencias financieras, las autoridades económicas europeas han trabajado en una respuesta conjunta y coordinada con otras iniciativas internacionales, particularmente con las recomendaciones del Financial Stability Forum (FSF)¹. El plan de trabajo quedó recogido en la hoja de ruta que el Consejo ECOFIN aprobó en

octubre de 2007, cuyos objetivos son mejorar el funcionamiento de los mercados (incluyendo la actuación de las agencias de calificación), incrementar la transparencia, mejorar la valoración de activos y reforzar la supervisión, la gestión de riesgos y la cooperación entre supervisores.

1. El FSF se creó tras la crisis asiática, con el ánimo de coordinar esfuerzos globales para fortalecer el sistema financiero. En abril de 2008, el FSF emitió unas recomendaciones para combatir la actual situación. Un examen de la puesta en práctica está disponible en http://www.fsforum.org/press/pr_081009f.pdf.

Desde mediados de septiembre, el extremado agravamiento de la crisis financiera global, con riesgos para la estabilidad financiera y con efectos perniciosos incluso sobre entidades bancarias solventes, requirió una actuación decidida de los gobiernos. La cumbre de los países europeos del G 8, el 4 de octubre, y la posterior declaración

LOS PLANES NACIONALES DE APOYO AL SISTEMA FINANCIERO EN LA UEM (a)

	Financiación				Activos	Cantidades totales			
	Recapitalizaciones	Garantías				Compra/canje de activos	En mm € (b)	% del PIB	% activos bancarios (c)
		De deuda	De los depósitos	Otras formas de financiación					
DE	Sí 70 mm € (ampliable a 10 mm € adicionales)	Sí Máx. 400 mm €. Provisión 5% para insolvencias	Compromiso político de cobertura 100%	Solo si es necesario	Sí. Dotación compartida con medidas de recapitalización	480	19,8	6,3	
FR	Sí Máx. 40 mm €	En circunstancias especiales. Sí para Dexia	Se mantiene en 70.000 €	Sí Fondo de refinanciación 320 mm €		360	18,0	5,4	
IT	Sí Sin dotación	Sí Sin dotación	Se mantiene en 103.291,38 €		Sí Canje deuda pública Hasta 40 mm €	40	2,6	1,2	
ES	Sí Sin dotación	Sí Máx. 100 mm €	Se eleva a 100.000 €		Sí Fondo importe inicial 30 mm €, ampliable a 50 mm €	150	14,3	5,1	
NL	Sí Dotación total sin especificar, 20 mm € de forma inmediata	Sí Máx. 200 mm €	Se eleva a 100.000 €	Banco de Holanda dará crédito a empresas financieras		220	38,8	10,0	
BE	Sí Sin dotación	Sí Sin dotación	Se eleva a 100.000 €						
AT	Sí Max. 15 mm €	Sí. Hasta 85 mm €, incluyendo otras formas de financiación	Cobertura 100%, con efecto desde 1.10.2008	Sí Entidad privada con aval estatal intermediará el mercado interbancario		100	36,9	11,2	
GR	Sí 5 mm €	Sí 15 mm €	Se eleva a 100.000 €		Sí. 8 mm €. Canje deuda pública	28	12,2	7,3	
IE		Sí Sin dotación	Cobertura 100%						
FI	Sí 4 mm €	Sí 50 mm €	Se eleva a 50.000 €			54	30,1	18,8	
PT		Sí Máx. 20 mm €	Se eleva a 100.000 €			20	12,3	4,5	

FUENTES: Banco Central Europeo, bancos centrales y ministerios de finanzas nacionales.

a. Medidas anunciadas hasta el 24 de octubre. En muchos casos, pendientes de especificación y de aprobación legislativa.

b. Para la UEM en su conjunto la cifra total alcanza 1.412 mm euros.

c. Activos de instituciones de crédito en 2007, tomados de la publicación del BCE, de octubre de 2008, *EU banking structures*.

conjunta de los Jefes de Estado y de Gobierno de la UE recogieron inicialmente el compromiso político de actuar coordinada y decididamente para garantizar la estabilidad del sistema financiero. Posteriormente, el 7 de octubre, los ministros de economía y finanzas de la UE acordaron tomar todas las acciones necesarias para restablecer la confianza y el funcionamiento adecuado de los mercados. Los ministros decidieron elevar la cobertura mínima del fondo de garantía de depósitos hasta 50.000 euros y establecieron unos principios comunes sobre los que deberían pivotar las iniciativas nacionales: protección de los intereses de los contribuyentes, responsabilidad de accionistas y directivos, y respeto de las reglas del mercado único y de la competencia².

Tras este compromiso, el 12 de octubre los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro lanzaron un plan de acción concertado. Mientras que el BCE apoya con sus medidas las condiciones de liquidez a muy corto plazo (véase recuadro 3), el plan de los gobiernos pretende facilitar la financiación a medio plazo y restaurar los ratios de capital de las entidades para que sigan realizando su labor de intermediación en la economía. De forma inmediata, los países miembros dieron a conocer algunas características de los planes nacionales, que en algunos casos venían a complementar medidas anunciadas o aprobadas con anterioridad. Como se ilustra en el cuadro adjunto, el conjunto de planes de los países de la UEM contempla varias categorías de medidas, cuya cuantía, con los datos conocidos hasta el momento, superaría 1.400 mm de euros.

En primer lugar, para que los mercados de crédito vuelvan a funcionar con normalidad y los bancos se puedan financiar a medio plazo, los gobiernos de la UEM contemplan sistemas temporales de garantía sobre las nuevas emisiones bancarias de deuda sénior (con plazo hasta cinco años). Además, algunos países, como Francia y Austria,

ofrecen préstamos garantizados a su sistema bancario; mientras que otros, como España e Italia, contemplan la compra o canje de activos de alta calidad que permitan la refinanciación de las entidades. Por otro lado, el plan también facilita que las entidades restauren sus ratios de capital. Para ello, varios gobiernos han anunciado inyecciones de capital (*Tier 1*) a entidades solventes y, en caso necesario, inyecciones de emergencia para evitar el posible riesgo sistémico. Todas estas actuaciones deberán cumplir con unos requisitos, como tener un carácter temporal y realizarse en condiciones de mercado, entre otros.

Finalmente, el plan de acción concertado en la UEM también incluye una mejora de los mecanismos de cooperación entre países³ y una flexibilización de los criterios contables. En relación con este último aspecto, la Comisión Europea ya ha emitido un reglamento para que la depreciación de activos no siga introduciendo presiones adicionales sobre las entidades europeas.

En definitiva, se trata de medidas dirigidas a restaurar la confianza y mitigar las presiones de liquidez en el corto plazo y de financiación en el medio plazo, contribuyendo a que el sistema bancario pueda seguir canalizando de forma eficiente los recursos de los ahorradores hacia los individuos y empresas con necesidades de financiación y, por tanto, reduciendo el impacto de las tensiones financieras sobre el crecimiento económico.

En cualquier caso, a medio plazo es preciso también poner en marcha las reformas identificadas en la hoja de ruta que aprobó el Consejo ECOFIN en octubre de 2007, que sigue siendo una prioridad. Además, la naturaleza global de esta crisis y la creciente interrelación transfronteriza de mercados y entidades requerirán una estrecha cooperación internacional de los gobiernos, los reguladores, autoridades supervisoras y los bancos centrales.

2. Posteriormente, la Comisión Europea adoptó una comunicación donde detalla las características que deben tener los sistemas de garantía y de recapitalización nacionales para cumplir con los principios generales y respetar las leyes europeas.

3. En relación con este aspecto, el Consejo Europeo del 15 y 16 de octubre ha anunciado la constitución de una célula de crisis financiera que servirá de mecanismo de alerta, de intercambio de información y de evaluación.

La desaceleración de la actividad está teniendo también implicaciones en la evolución de los saldos fiscales, que, según la información disponible sobre la ejecución presupuestaria y los proyectos de presupuestos de diversos países —actualmente en fase de aprobación—, están registrando un deterioro más intenso y rápido que el proyectado hace unos meses. Este resultado es consecuencia de la actuación de los estabilizadores automáticos y de la introducción de algunas medidas discrecionales en algunos países. Pero, sobre todo, destaca la desaceleración que está registrando la recaudación de algunas figuras impositivas vinculadas a la evolución de los mercados inmobiliarios y a los beneficios empresariales, que en los años más recientes habían contribuido de manera extraordinaria a la mejora de los saldos fiscales. Todo ello pone de manifiesto el escaso margen de maniobra del que dispone la política presupuestaria de algunos países del área. Además, la magnitud de los planes de recapitalización y salvamento de las entidades financieras que están llevando a cabo los distintos

	2007				2008			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	0,7	0,5	0,6	0,4	0,7	-0,2		
Consumo privado	0,0	0,7	0,4	0,2	-0,1	-0,2		
Consumo público	1,0	0,2	0,5	0,3	0,3	0,5		
FBCF	0,9	0,2	0,9	1,1	1,4	-1,0		
Importaciones	1,2	0,8	2,2	-0,4	1,8	-0,5		
Exportaciones	0,5	1,3	1,8	0,3	1,8	-0,2		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,2</i>		
<i>Variación de existencias</i>	<i>0,6</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>		
<i>Demanda exterior neta</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>		
PIB (tasa de variación interanual)	3,2	2,6	2,6	2,1	2,1	1,4		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables (variación interanual)	3,9	2,8	3,9	2,9	2,6	1,2	-0,9	
Sentimiento económico	109,4	111,0	108,7	104,3	100,5	96,5	88,6	
PMI compuesto	57,5	57,2	56,5	54,0	52,1	50,8	47,6	44,6
Empleo (variación interanual)	1,8	1,7	1,9	1,7	1,5	1,2		
Tasa de paro	7,6	7,4	7,4	7,3	7,2	7,3	7,4	
INDICADORES DE PRECIOS (datos de fin de período)								
IAPC (variación interanual)	1,9	1,9	2,1	3,1	3,6	4,0	3,6	
IPRI (variación interanual)	2,8	2,3	2,7	4,4	5,8	8,1	8,5	
Precio del petróleo en dólares	62,3	71,8	78,2	91,5	104,3	132,0	98,1	75,0
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,1	4,7	4,4	4,4	4,2	4,9	4,5	4,4
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	0,58	0,46	0,15	-0,36	-0,69	-0,88	-0,88	-0,49
Tipo de cambio dólar/euro	1,332	1,351	1,418	1,472	1,581	1,576	1,430	1,260
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (b)	0,9	1,5	3,7	6,3	3,6	3,4	-0,7	-6,2
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (b)	1,5	9,0	6,4	6,8	-17,5	-23,8	-30,9	-47,0

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

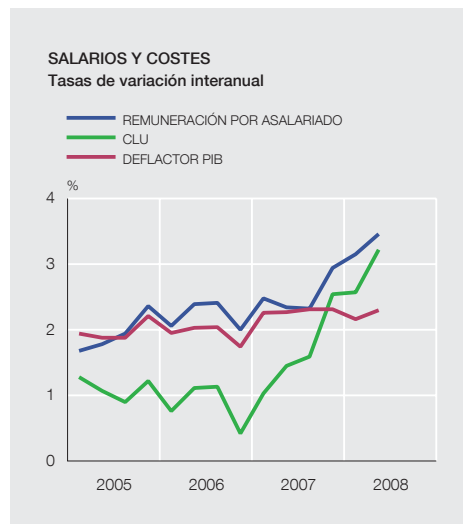
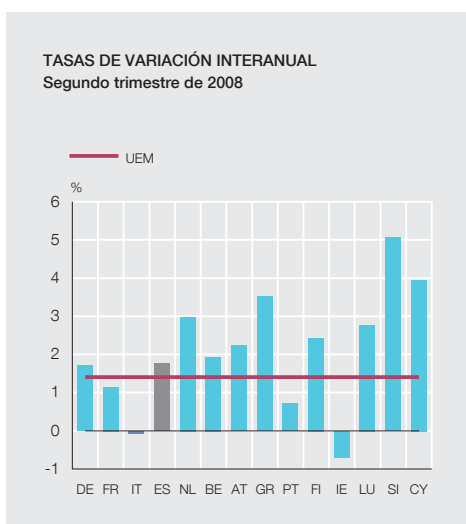
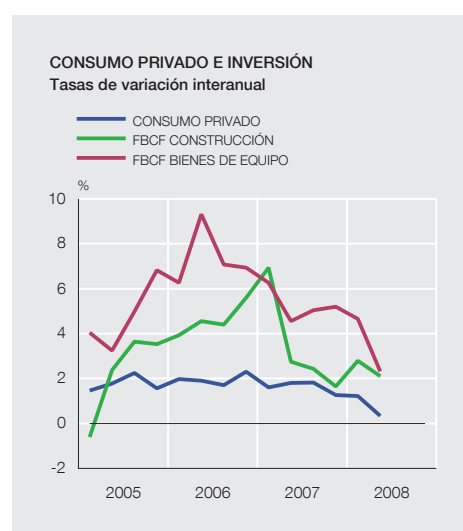
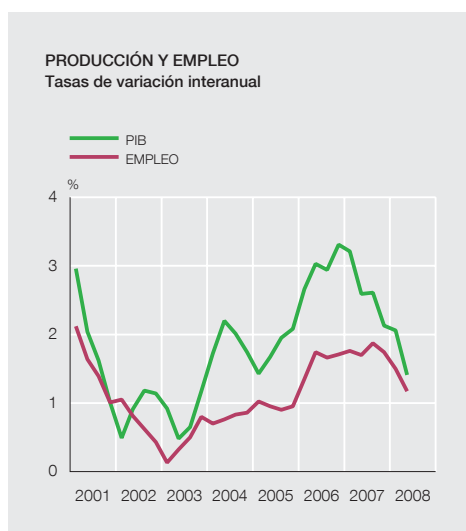
- a. Información disponible hasta el día 24 de octubre de 2008. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
b. Variación porcentual acumulada en el año.

gobiernos puede tener un impacto significativo sobre la evolución de las magnitudes fiscales.

3.1 Evolución económica

Tras avanzar a un ritmo elevado en los tres primeros meses del año, el PIB del área del euro registró un descenso intertrimestral del 0,2% en el segundo trimestre, de acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional (véanse cuadro 1 y gráfico 8). Esta caída reflejaba, en parte, una compensación técnica de los factores extraordinarios que impulsaron el PIB a principios de año, pero su magnitud, superior a la esperada, constituyó un claro indicio de que la actividad del área comenzaba a manifestar el impacto negativo y coincidente de diversas perturbaciones. Entre ellas, destacan el aumento de los precios de las materias primas, la apreciación del euro y la pérdida de dinamismo del entorno internacional y las turbulencias que venían registrando los mercados financieros desde mediados de 2007, que se están reflejando en un endurecimiento de las condiciones de financiación y en un retroceso de la riqueza asociado al descenso del precio de los activos financieros y reales.

Por componentes, destacó el descenso del gasto en inversión y consumo. El primero fue particularmente intenso, especialmente en el caso de la construcción, que se había visto impulsada en el trimestre anterior hasta niveles muy elevados por las favorables condiciones climatológicas. La caída del consumo privado obedeció al impacto contractivo de la



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

inflación sobre la renta de los agentes y al endurecimiento de las condiciones financieras, en un clima de incertidumbre sobre las perspectivas económicas y deterioro de la confianza, que ha impulsado al alza la tasa de ahorro de las familias. En términos interanuales, el crecimiento del PIB del área del euro se redujo en siete décimas, hasta situarse en el 1,4%. La desaceleración de la actividad se extendió a las mayores economías del área. En el caso de Alemania, el retroceso intertrimestral del PIB fue del 0,5% y tuvo un carácter generalizado, si bien destaca la debilidad del consumo privado, que disminuyó por tercer trimestre consecutivo. En Francia e Italia la caída del consumo privado y de la inversión no fue tan intensa como en Alemania, pero a ello se añadió una contribución negativa de la demanda exterior, que situó el descenso intertrimestral del PIB de ambas economías en el 0,3%.

Pese al retroceso de la actividad, el empleo aumentó en el segundo trimestre del año, aunque a un ritmo inferior al observado en los meses precedentes, prolongando la trayectoria de desaceleración que inició en la segunda mitad de 2007. Por otra parte, dado que la ralentización del empleo fue inferior a la del producto, lo que es habitual en las fases descendentes del ciclo, la productividad del trabajo avanzó a tasas muy moderadas. Esta desaceleración cíclica de la productividad, en conjunción con la aceleración de la remuneración por asalariado, provocó que el coste laboral unitario alcanzara un crecimiento elevado, por encima del 3%. No

obstante, la contracción de los márgenes de explotación amortiguó en parte el aumento de los costes laborales sobre los precios finales.

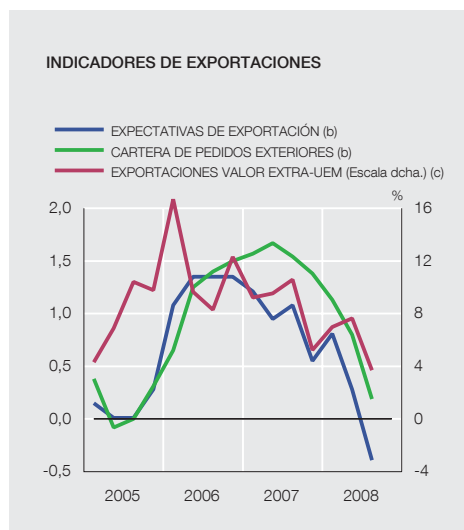
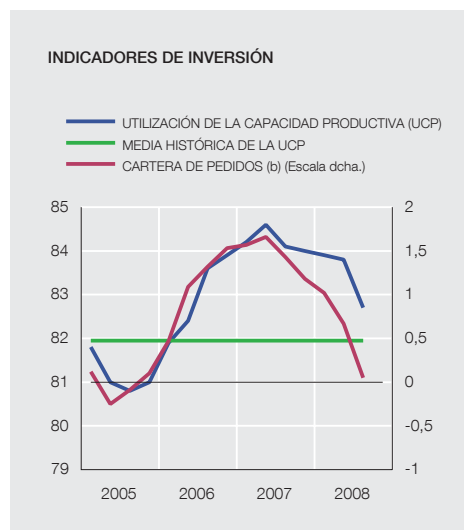
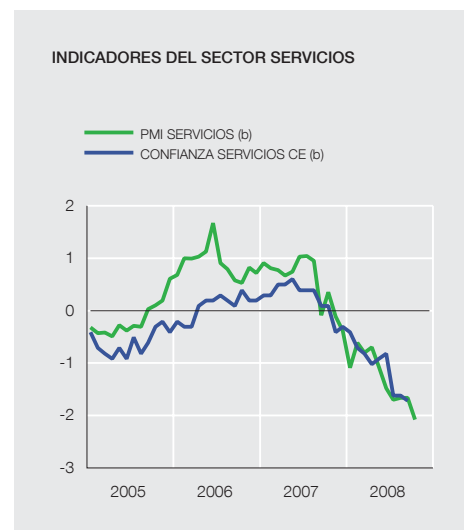
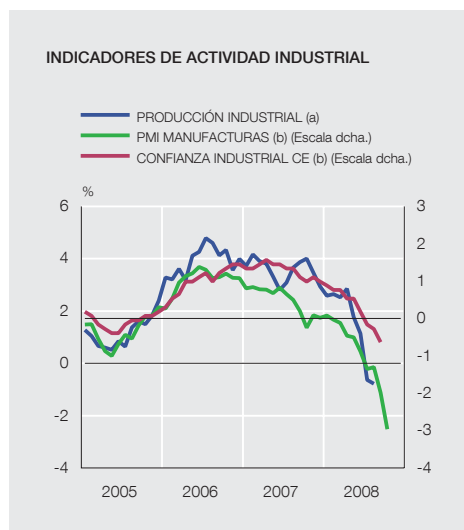
En el tercer trimestre del año, los indicadores coyunturales de actividad registraron un deterioro adicional (véase gráfico 9). Así, el índice de producción industrial acentuó su descenso interanual en julio y agosto y las encuestas de opinión mostraron un retroceso notable hasta septiembre, generalizado a todas las ramas y a la mayoría de sus componentes (situación actual, expectativas, etc.). Además, los índices elaborados a partir de las encuestas a los directores de compras (PMI) se situaron por debajo de los 50 puntos en el promedio del trimestre, lo que apuntaría a una contracción de la actividad tanto en la industria como en los servicios. Por su parte, los indicadores de expectativas de creación de empleo prolongaron la desaceleración que iniciaron el trimestre anterior, mientras que la tasa de paro siguió ascendiendo lentamente, hasta situarse en el 7,5% en julio.

La información disponible desde la óptica de la demanda también refleja un ritmo de avance débil de los principales agregados macroeconómicos en el tercer trimestre. Entre los indicadores del gasto de las familias, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles registraron tasas de variación intermensual muy moderadas en julio y agosto, tras el descenso del segundo trimestre. Por su parte, los índices de confianza de los consumidores y del comercio minorista intensificaron su desaceleración en el conjunto del trimestre, apreciándose un empeoramiento notable de las opiniones sobre la evolución del empleo, la posición financiera de los hogares y la situación económica general. Por lo que se refiere a la inversión en equipo, destaca el rápido retroceso del grado de utilización de la capacidad productiva en la industria, aunque aún se mantiene por encima de su media de largo plazo. Finalmente, en relación con la demanda exterior, las exportaciones experimentaron un tono muy débil en julio, apreciándose una nueva caída de la cartera de pedidos exteriores y de las expectativas de exportación, en consonancia con el debilitamiento de la demanda externa.

En definitiva, la información disponible para el tercer trimestre apunta a una prolongación en este período de la debilidad económica observada en el trimestre anterior. El recrudescimiento de la crisis financiera desde mediados de septiembre ha alejado la posibilidad de un fin temprano del período de inestabilidad financiera iniciado el verano del año pasado y ha incrementado notablemente la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento. Las previsiones más recientes de organismos internacionales y privados retrasan el inicio de la mejoría hasta la segunda parte del año 2009, de forma que el crecimiento medio que anticipan para el año siguiente es muy reducido (véase cuadro 2). Este escenario, además, estaría sometido a notables riesgos a la baja, que se derivarían de una posible retroalimentación entre el deterioro de las condiciones financieras y reales.

La inflación del área del euro descendió a lo largo del tercer trimestre, hasta situarse en septiembre en el 3,6%, desde el máximo del 4% alcanzado en junio y julio. Como viene sucediendo en los últimos meses, este comportamiento se encuentra ligado, en su mayor parte, a la evolución de los precios de la energía y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los alimentos (véase gráfico 10). Por el contrario, los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos registraron una ligera aceleración, que contrasta con el paulatino debilitamiento de la demanda. La inflación subyacente —medida por la tasa de variación interanual del IAPC sin alimentos no elaborados y energía— se mantuvo estabilizada, entre junio y septiembre, en el 2,5%.

La intensificación de la crisis financiera y sus efectos previsibles sobre la economía real, junto con la moderación de los precios de las materias primas alimenticias y energéticas —a finales de octubre el precio del petróleo Brent se aproximaba a los 60 dólares—, justifican la



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.

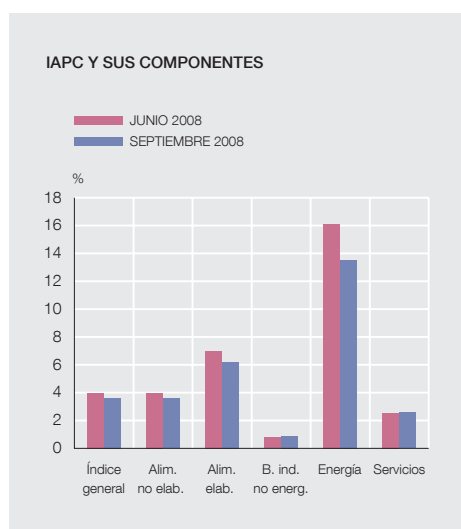
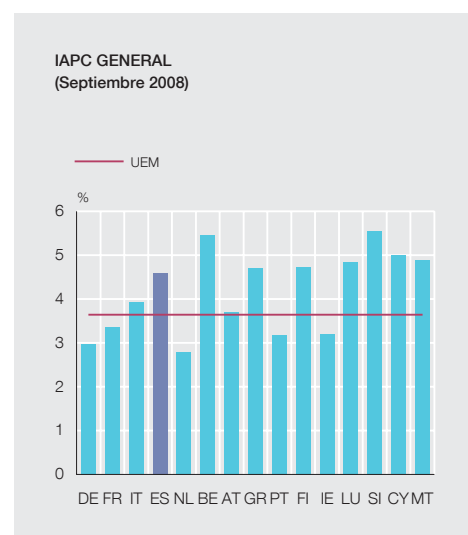
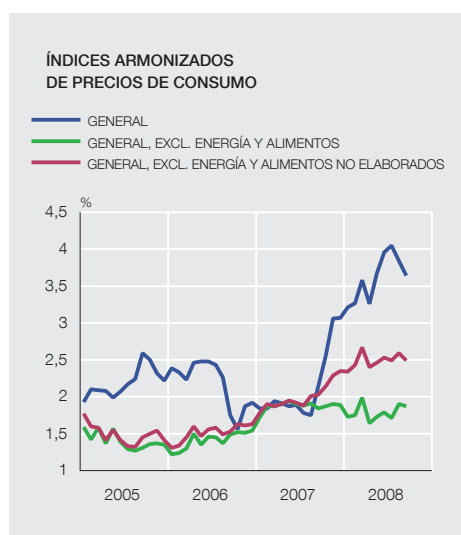
	2008		2009	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (septiembre 2008)	1,1-1,7	3,4-3,6	0,6-1,8	2,3-2,9
Comisión Europea (abril 2008)	1,7	3,2	1,5	2,2
<i>Actualización ínterin (septiembre 2008)</i>	1,3	3,6		
FMI (octubre 2008)	1,3	3,5	0,2	1,9
OCDE (junio 2008)	1,7	3,4	1,4	2,4
<i>Actualización ínterin (septiembre 2008)</i>	1,3			
Consensus Forecast (octubre 2008)	1,2	3,4	0,5	2,2
Euro Barómetro (octubre 2008)	1,2	3,5	0,3	2,3

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

a. Tasas de variación anual.

UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

revisión a la baja que están experimentando las expectativas de inflación en el corto y medio plazo. En esta línea apuntan los indicadores de precios de venta de las encuestas de opinión y los indicadores de expectativas de inflación procedentes de los mercados financieros. No obstante, es previsible que los salarios se mantengan todavía en registros elevados, ya que son el resultado de las negociaciones realizadas hace varios meses, cuando las perspectivas económicas eran más favorables y el mercado de trabajo presentaba escasa holgura. Por ello, cabe esperar que el debilitamiento de la demanda y de las perspectivas de empleo contribuya a atenuar las demandas salariales, a la vez que disminuye el riesgo de que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados de los aumentos de los precios energéticos sobre los salarios.

Según la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 39,8 mm de euros hasta el mes de agosto de 2008 (un 0,6% del PIB), que contrasta con el superávit de 8,9 mm de euros registrado en idéntico período del año anterior. Este cambio de signo refleja en buena medida el descenso del superávit de la balanza de bienes y el aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes. El comportamiento de la balanza de mercancías es resultado de la moderación de las ventas al exterior, en línea con el debilitamiento del comercio mundial y, muy especialmente, con el deterioro de la relación real de intercambio vinculado a los intensos crecimientos que registraron hasta julio los precios de importación. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y en cartera registró salidas netas por importe de 95 mm de euros entre enero y agosto, frente a los 188 mm de entradas registrados en el mismo período del año anterior. Ello se debió a que las inversiones directas se saldaron con una salida neta de capitales muy superior a la observada en el mismo período del pasado año, mientras que las entradas netas de capital en concepto de inversiones de cartera se redujeron notablemente.

En el ámbito de la política fiscal, la información disponible sobre la ejecución presupuestaria apunta a un deterioro del saldo presupuestario de las AAPP superior al que contenían las previsiones de la Comisión de primavera de 2008. Este resultado revela principalmente la intensa desaceleración que están registrando los ingresos y que refleja tanto la introducción de medidas de carácter discrecional —entre las que destacan el recorte de las cotizaciones sociales en Francia y Alemania, la reducción de los impuestos sobre los beneficios empresariales en España y Alemania o la bajada de los impuestos directos en España— como el empeoramiento de las condiciones macroeconómicas. Además, destaca la desaparición de los ingresos extraordinarios registrados en los dos años anteriores en algunos países, vinculados al auge del sector inmobiliario y al aumento de los beneficios empresariales.

Ante estas circunstancias, en el momento de la elaboración de sus presupuestos para los próximos años, la mayoría de los países están revisando los objetivos que se fijaron en la actualización de sus programas de estabilidad a finales de 2007 (véase cuadro 3). Las revisiones son especialmente significativas en los casos de Irlanda, donde se prevé acabar el año 2008 con un déficit superior al 5%, y España. Los gobiernos de Francia e Italia también han revisado al alza sus estimaciones de déficit para el año 2008, hasta el 2,7% y el 2,5% del PIB, respectivamente. El primero de estos países, además, ha retrasado hasta el año 2013 el objetivo a medio plazo de alcanzar una situación presupuestaria equilibrada, mientras que en el segundo se ha aprobado un paquete de medidas fiscales que pretende lograr el equilibrio en el 2011. Únicamente en Alemania las estimaciones de déficit presupuestario para el año 2008 se han revisado a la baja, situando el saldo de las AAPP en una posición próxima al equilibrio en ese año, en contraste con los 0,5 pp de déficits previstos con anterioridad.

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2006	2007		2008		2009
		Pr. Estab. (b)	CE (c)	Pr. Estab. (b)	CE (c)	CE (c)
Bélgica	0,3	-0,2	-0,2	0,0	-0,4	-0,6
Alemania	-1,6	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,2
Grecia	-2,6	-2,7	-2,8	-1,6	-2,0	-2,0
España	1,8	1,8	2,2	1,2	0,6	0,0
Francia	-2,4	-2,4	-2,7	-2,3	-2,9	-3,0
Irlanda	3,0	0,5	0,3	-0,9	-1,4	-1,7
Italia	-3,4	-2,4	-1,9	-2,2	-2,3	-2,4
Luxemburgo	1,3	1,0	2,9	0,8	2,4	2,3
Holanda	0,5	-0,2	0,4	0,5	1,4	1,8
Austria	-1,5	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6
Portugal	-3,9	-3,0	-2,6	-2,4	-2,2	-2,6
Eslovenia	-1,2	-0,6	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6
Finlandia	4,1	4,5	5,3	3,7	4,9	4,6
Malta	-2,6	-1,6	-1,8	-1,2	-1,6	-1,0
Chipre	-1,2	1,5	3,3	0,5	1,7	1,8
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)						
Saldo primario	1,6	2,2	2,3	2,1	1,9	1,8
Saldo total	-1,3	-0,8	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1
Deuda pública	68,5	66,6	66,4	64,8	65,2	64,3

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 2007 y principios de 2008.
c. Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2008.

Lo comentado hasta ahora pone de manifiesto el escaso margen de maniobra de que disponen algunos países —con déficits próximos al 3% del PIB ya en el año 2008— para dejar actuar sin restricciones a los estabilizadores automáticos o establecer políticas discrecionales de carácter anticíclico. A ello hay que añadir el coste fiscal que previsiblemente tendrán los planes de recapitalización y rescate de entidades financieras emprendidos por varios gobiernos. En este contexto, es previsible que algunos gobiernos invoquen en los próximos meses la incidencia de circunstancias excepcionales previstas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

3.2 Evolución monetaria y financiera

En la zona del euro, el extraordinario agravamiento de las tensiones financieras que se observó a mediados de septiembre se ha materializado en un endurecimiento adicional de las condiciones financieras. En efecto, como se recoge en el recuadro 3, la dificultad para conseguir liquidez en los mercados monetarios provocó un elevado aumento de los diferenciales entre los tipos de interés del mercado interbancario y los de activos sin riesgo de contrapartida. También las primas de riesgo y los diferenciales de bonos corporativos se han incrementado notablemente, y los índices bursátiles, en un contexto de extrema volatilidad, han registrado fuertes caídas (véanse gráficos 11 y 12). El deterioro de la situación patrimonial de algunas instituciones y las dificultades crecientes para obtener financiación han dado lugar a movimientos corporativos que están produciendo una reestructuración del sector bancario europeo y en ocasiones han requerido la intervención de algunos gobiernos sobre entidades con problemas para evitar un posible riesgo sistémico. Además de estas actuaciones sobre entidades

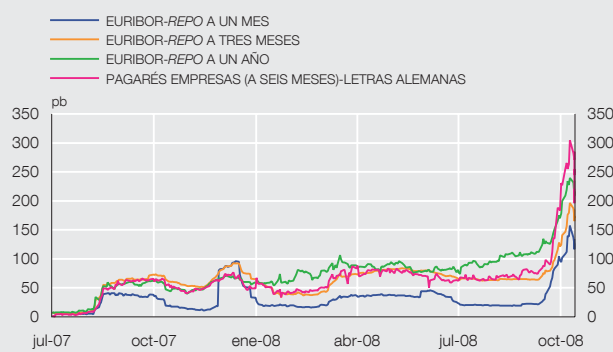
En la zona del euro, como en otras partes, el deterioro de los mercados financieros internacionales ha llegado a afectar a todo el sector bancario, incluyendo entidades altamente solventes y sin exposición directa a los productos que se han venido a denominar como «tóxicos». La preocupación sobre la solvencia de las entidades bancarias alcanzó niveles máximos, con un crecimiento extraordinario de las primas de los contratos de aseguramiento de riesgo de crédito (véa-

se gráfico 1). En los mercados monetarios, la financiación a plazo en el segmento no garantizado fue prácticamente inexistente y la falta de confianza entre entidades se reflejó en unos niveles del EURIBOR que incorporaban primas por encima de los 200 pb a principios de octubre (véase gráfico 2). Asimismo, en los mercados de máxima calidad crediticia, como los *covered-bonds*, los tipos también repuntaron. Por su parte, los índices bursátiles registraron caídas abulta-

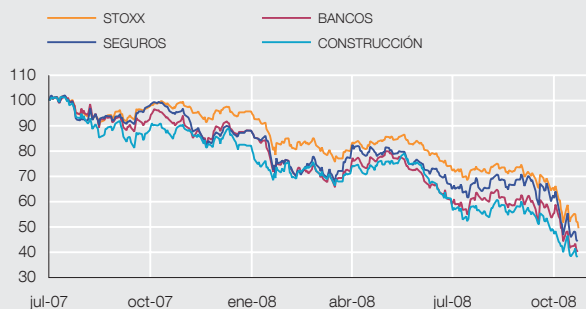
1 INDICADORES DE RIESGO



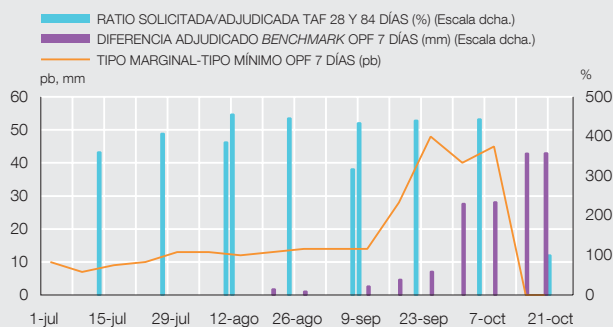
2 DIFERENCIALES MERCADOS MONETARIOS



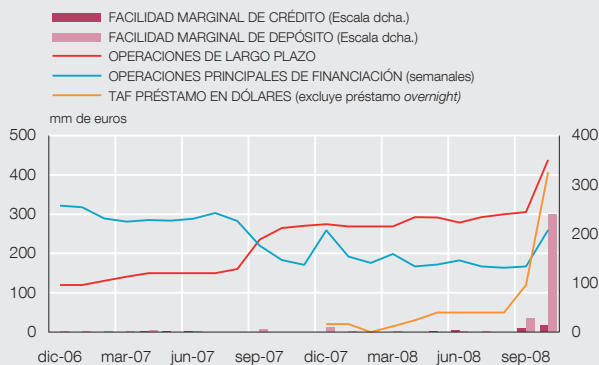
3 EURO STOXX AMPLIO E ÍNDICES SECTORIALES



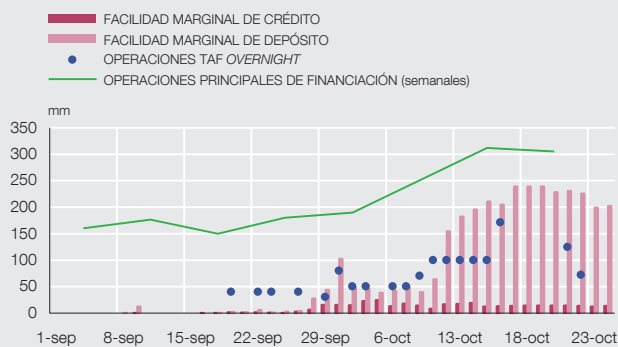
4 OPERACIONES DEL BCE. DATOS DIARIOS



5 VOLÚMENES DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCE (d)



6 VOLÚMENES DE OPERACIONES DEL BCE. DATOS DIARIOS



FUENTES: Banco Central Europeo, Bloomberg, Datastream y JP Morgan.

- a. Índices negociados de una cesta compuesta por distintos seguros de riesgo crediticio.
- b. Diferencial con respecto a *swaps*. Medias móviles de cinco días.
- c. Bonos de titulización hipotecaria en euros y con calificación AAA. Diferencial con EURIBOR a tres meses. Media sin ponderar de los índices disponibles para países.
- d. Se representa el préstamo neto medio mensual en cada una de las modalidades, salvo para las TAF y facilidades permanentes de crédito y depósito, para las que se muestran volúmenes a fin de mes. Datos de octubre, hasta el día 24.

das, dentro de una extrema volatilidad que afectó a todos los sectores, con una corrección del EUROSTOXX 50 cercana al 30% desde mediados de septiembre (véase gráfico 3).

Ante los riesgos que esta situación supone para la actividad de intermediación financiera, los gobiernos y los bancos centrales de numerosos países, incluyendo los de la UEM, pusieron en marcha medidas extraordinarias de apoyo al sistema financiero (véase recuadro 2 para más detalle sobre las iniciativas de los gobiernos en la zona del euro).

Pero el agravamiento de las tensiones afectó intensamente también a la instrumentación de la política monetaria única. Así, desde mediados de septiembre el tipo marginal de las subastas semanales alcanzó niveles notablemente elevados, a pesar de que el BCE seguía inyectando liquidez por encima de lo que ex ante se consideraba como neutral (véase gráfico 4). Al mismo tiempo, sin embargo, las entidades recurrían de forma creciente a la facilidad de depósito, lo que indicaba que la distribución de la liquidez en el sistema no estaba siendo eficiente (véase gráfico 5). Además, se acrecentaron las necesidades de liquidez en dólares por parte de los bancos europeos.

La autoridad monetaria respondió a este tensionamiento adicional de la situación renovando las operaciones suplementarias de financiación a largo plazo con vencimiento a tres y a seis meses que había instrumentado antes del verano y aumentando las cantidades ofrecidas en estas últimas. Se llevaron a cabo también operaciones puntuales, como, por ejemplo, la realizada el 29 de septiembre para inyectar 120 mm de euros a un plazo de 38 días con el compromiso de renovación hasta el comienzo de 2009. Como resultado, las operaciones de préstamo a plazos más largos están aportando el grueso de la financiación (véase gráfico 5), de modo que el préstamo neto medio en septiembre alcanzó los 305 mm de euros, frente a 167 mm de euros a través de las subastas semanales. En los días transcurridos de octubre estas cantidades fueron, incluso, superiores (véase gráfico 6).

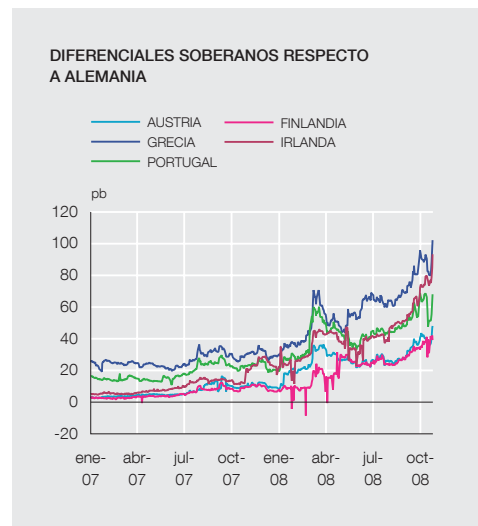
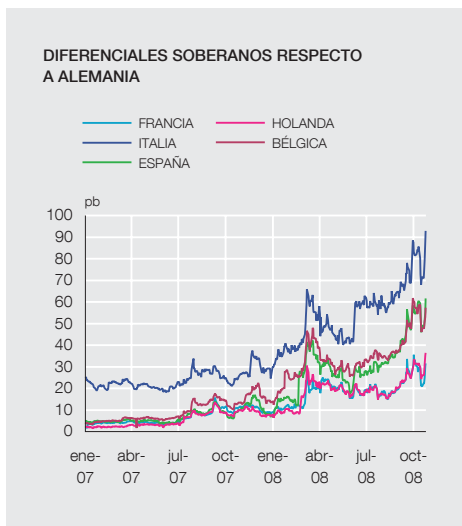
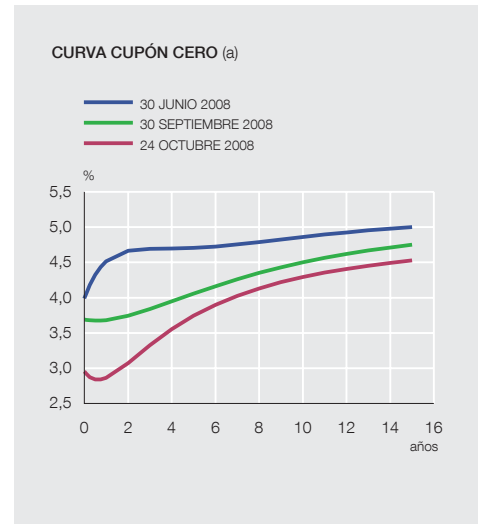
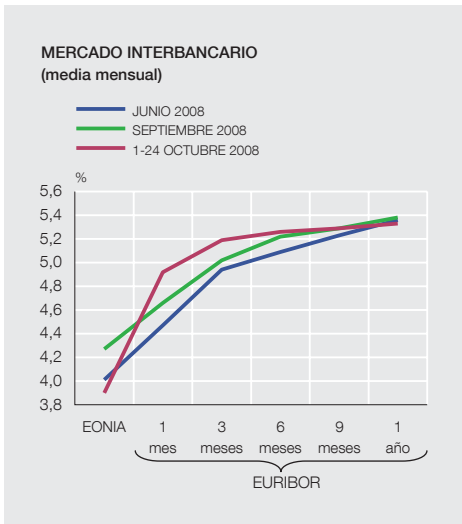
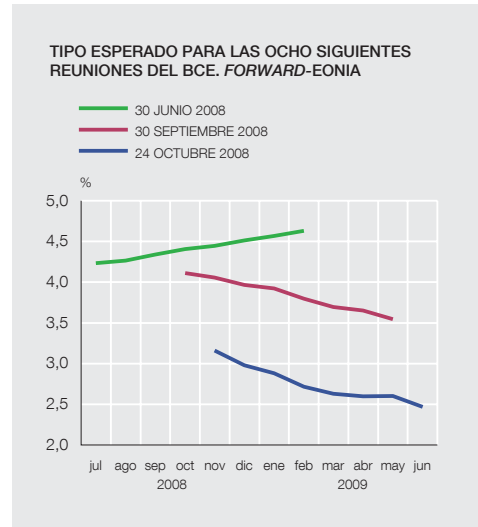
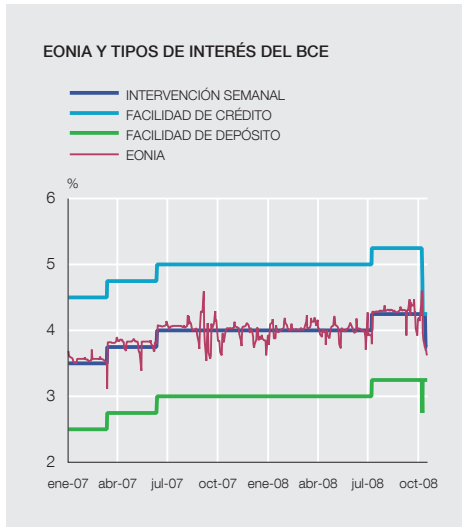
Sin embargo, en octubre el Consejo de Gobierno BCE decidió emprender cambios más radicales ante la prolongación de la crisis y la

constatación de que era improbable que el mercado interbancario pudiera normalizar su funcionamiento en el corto plazo. En primer lugar, se decidió que las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo fijo (el mínimo de las subastas semanales), con adjudicación plena de las cantidades demandadas, lo que dio lugar a un importante incremento de este tipo de financiación (310 mm euros en la subasta del 15 de octubre). Este procedimiento de subasta sería posteriormente extendido a las operaciones a plazos más largos. En segundo lugar, se redujo el *corredor* que determinan las facilidades permanentes de 200 pb a 100 pb en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Finalmente, el Consejo acordó ampliar de forma significativa la lista de activos admisibles como colateral. En paralelo, el BCE, en coordinación con otros bancos centrales, ha ampliado los acuerdos con la Reserva Federal para incrementar el préstamo de dólares. Así, se introdujeron nuevas operaciones en dólares a una semana y subastas diarias para préstamos a un día. Además, en varias ocasiones se aumentó la dotación de las subastas TAF a plazo y el 13 de octubre los bancos centrales acordaron conceder el total de los recursos solicitados en las subastas TAF (salvo en las diarias) a un tipo fijo, medida que se mantendrá, al menos, hasta enero de 2009. El BCE llegó también a un acuerdo con el Banco Nacional de Suiza para proporcionar financiación en francos suizos.

El conjunto amplio de medidas adoptadas en las últimas semanas implica que el BCE ha pasado a desempeñar el papel de distribución de la liquidez que en tiempos normales desempeña el mercado. Como es bien sabido, el normal funcionamiento de los mercados financieros es condición necesaria para que operen los principales canales a través de los cuales discurre el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Además, en circunstancias como las presentes aumentan los riesgos de que eventuales problemas de liquidez se transformen rápidamente en situaciones de inestabilidad financiera. Desde esta perspectiva, las decisiones que ha adoptado el Consejo de Gobierno del BCE, dentro del ámbito del ejercicio independiente de sus competencias, tienen un carácter complementario con las medidas, también extraordinarias, adoptadas recientemente por los gobiernos de los países del área del euro.

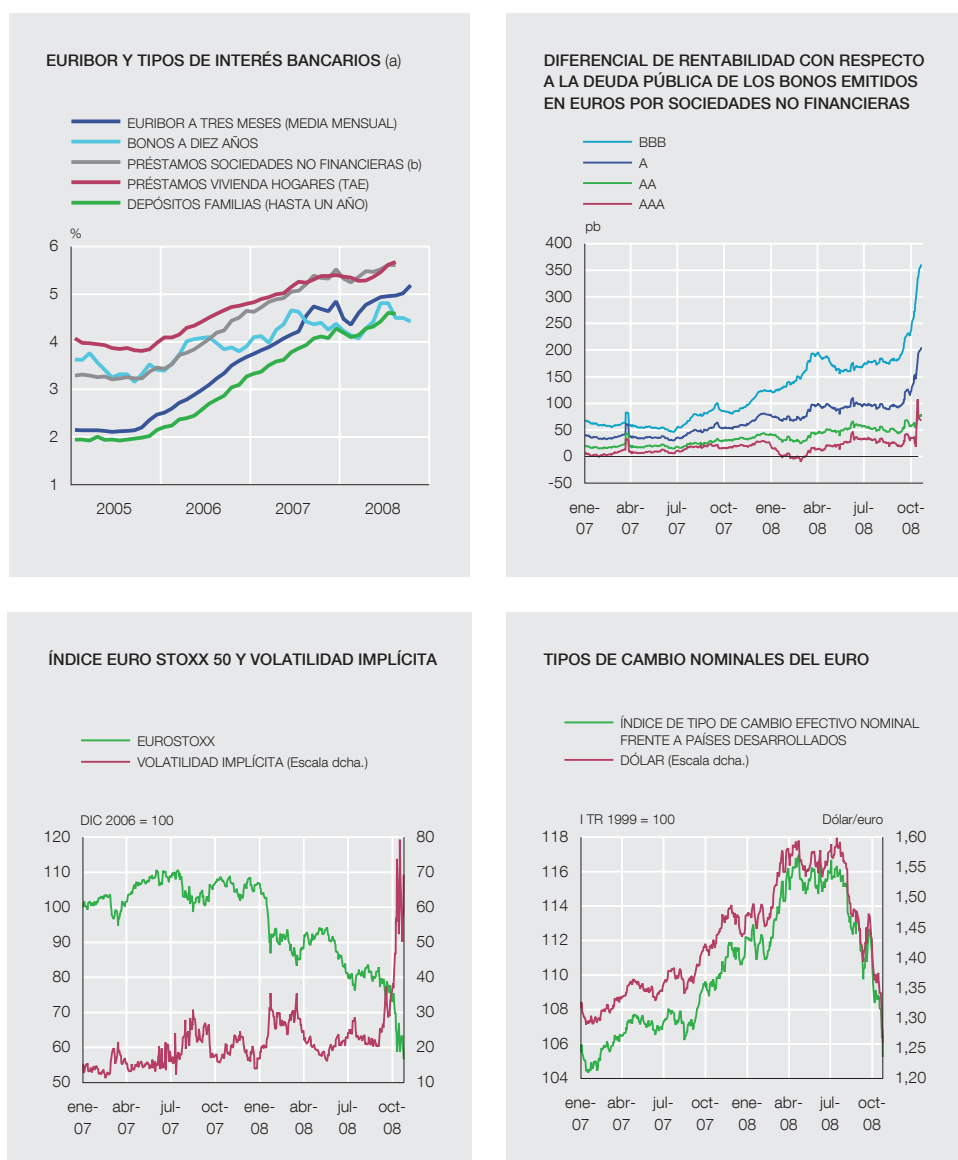
concretas, como se expone en el recuadro 2, los gobiernos de la zona del euro adoptaron de forma coordinada medidas excepcionales de apoyo al sistema financiero para que siga realizando adecuadamente su labor de intermediación en la economía. En este contexto, el BCE ha tomado también numerosas decisiones para mitigar los efectos del recrudecimiento de la crisis sobre las condiciones financieras, devolver la confianza a los mercados y satisfacer la abundante demanda de liquidez.

En la reunión del 2 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE discutió extensamente la intensificación de las turbulencias financieras y su impacto sobre la actividad y los precios. Valoró en ese momento que el debilitamiento de la actividad se había traducido en una disminución de los riesgos existentes al objetivo de estabilidad de precios, si bien estos no se habían disipado



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



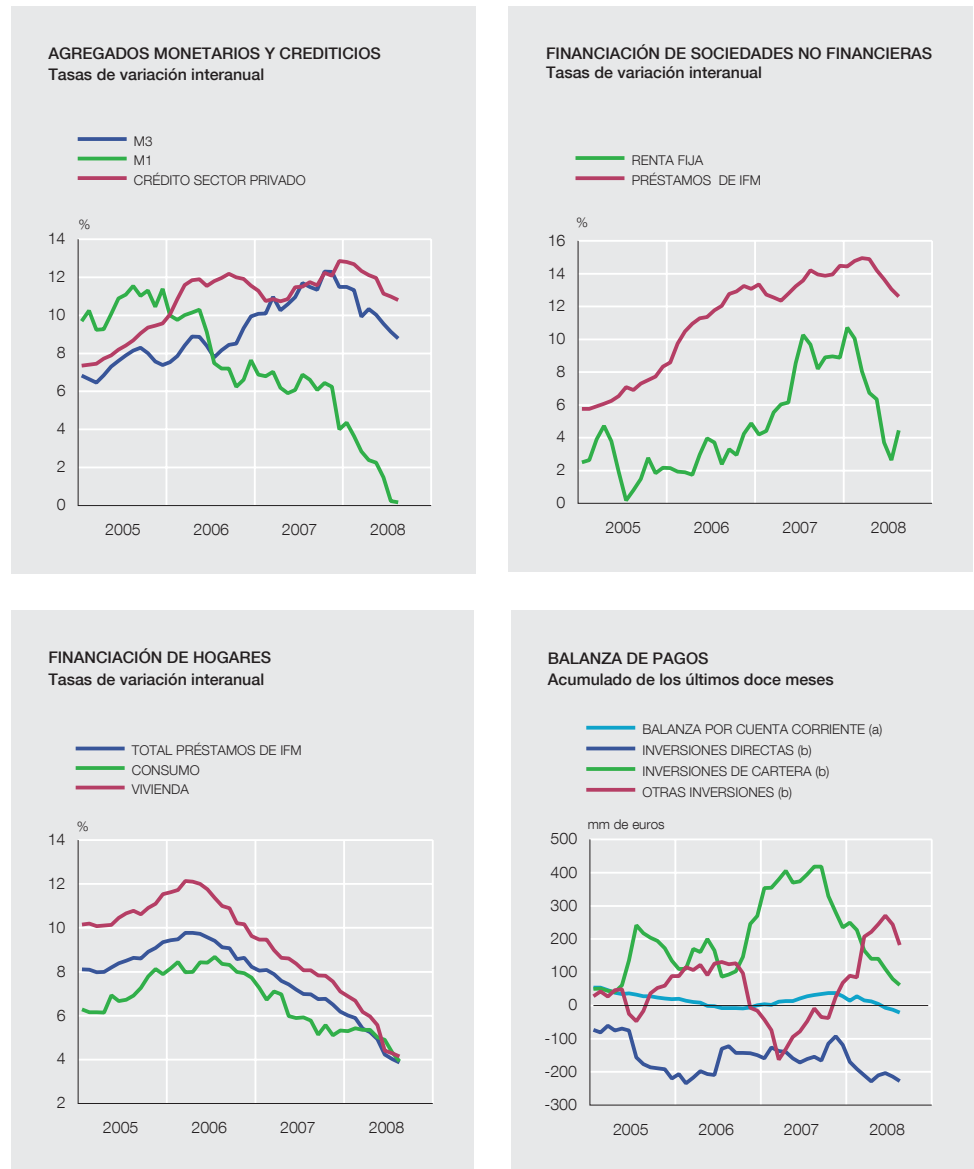
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Correspondientes a nuevas operaciones.

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

totalmente. En los días sucesivos, sin embargo, se fueron acumulando noticias negativas sobre el desarrollo de la crisis financiera y sus posibles efectos sobre las perspectivas de crecimiento e inflación. El 8 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE, en una acción concertada con otros bancos centrales, decidió reducir los tipos de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) en 50 pb, hasta situarlos en el 3,75%. Esta medida vino acompañada por cambios significativos en la política de concesión de liquidez, que se analizarán en el recuadro 3.

Como ya se ha dicho, la incertidumbre existente en el momento de cierre de este artículo es muy elevada, pero parece que las acciones adoptadas por las autoridades económicas para atenuar los efectos adversos de la intensificación de las turbulencias financieras han detenido, al menos, el rápido deterioro que registraban la mayor parte de variables financieras. Sin embargo, la mayoría de los indicadores de tensiones financieras no han corregido en su totalidad



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.

el empeoramiento que experimentaron desde mediados de septiembre y, en cualquier caso, continúan en registros muy elevados.

Así, los tipos de interés del EURIBOR, tras alcanzar un máximo a principios de octubre, se han ido reduciendo desde el anuncio de las medidas. No obstante, el tipo a un mes se mantenía el 24 de octubre todavía por encima de los valores registrados antes de la intensificación de las turbulencias, mientras que el EURIBOR a un año se sitúa en el 5,04%, nivel que no se observaba desde el mes de mayo. Por otra parte, a la fecha de cierre de este Boletín, las rentabilidades a largo plazo existentes en los mercados de deuda pública eran ligeramente superiores al 4%, algo por debajo de lo observado en junio, reflejando una mayor afluencia del ahorro hacia activos seguros, además del posible impacto del deterioro de las perspectivas económicas y la moderación de las presiones inflacionistas. El diferencial de rentabilidad existente con el bono a diez años americano era en torno a 50 pb. Por otra parte, los diferenciales de rentabi-

lidad existentes entre el bono soberano alemán y los equivalentes en otros países del área del euro superaban los registros de junio, situándose por encima de los 90 pb en el caso de Italia, Grecia e Irlanda; por encima de los 50 pb en los de España y Bélgica, y en torno a 30 pb en los de Francia, Holanda y Finlandia. Finalmente, los diferenciales de rentabilidad de la deuda privada frente a la deuda pública también han aumentado de forma notable, especialmente en el caso de los títulos de peor calidad crediticia.

Las cotizaciones de los mercados bursátiles europeos fueron claramente penalizadas por los episodios recientes y, como se ha dicho, todavía no han recuperado el terreno perdido desde entonces. La volatilidad aumentó significativamente y el EURO STOXX 50 acumulaba, el 24 de octubre, un descenso del 47% desde comienzos del año y próximo al 30% desde mediados de septiembre, con pérdidas que se extendían a la mayoría de los sectores, y con mayor intensidad al financiero. Por su parte, el tipo de cambio del euro se situaba en 1,26 dólares/euro, con una depreciación acumulada algo superior al 14% en lo que va de año. En términos efectivos nominales, la depreciación acumulada era del 6,2%. Adicionalmente, en este contexto de tensiones financieras, se han producido presiones depreciatorias sobre algunas de las monedas que participan en el ERM II.

La última información disponible sobre los agregados monetarios y crediticios se refiere a agosto y no recoge, por tanto, los posibles efectos del agravamiento reciente de las turbulencias financieras (véase gráfico 13). La información disponible hasta ese mes refleja una progresiva desaceleración de M3, hasta situarse en el 8,8% interanual en agosto, con tasas de avance casi nulas de su componente más líquido, M1, que incluye el efectivo y los depósitos a la vista. Desde la perspectiva de las contrapartidas, los préstamos concedidos al sector privado mantenían una suave tendencia de moderación, que se extendía a todos los países y que resultaba algo más intensa en los préstamos a los hogares que en los concedidos a las empresas no financieras (SNF). En conjunto, la ralentización de los préstamos a empresas y familias observada hasta agosto estaba en consonancia con la pérdida de dinamismo de la actividad y el deterioro de las perspectivas económicas y con el persistente aumento de los costes de financiación. Por la parte de la oferta, la encuesta de préstamos bancarios recogía un endurecimiento adicional de los criterios de concesión de préstamos en el segundo trimestre de 2008, proceso que las entidades esperaban que continuara en el tercer trimestre.

4 La economía española

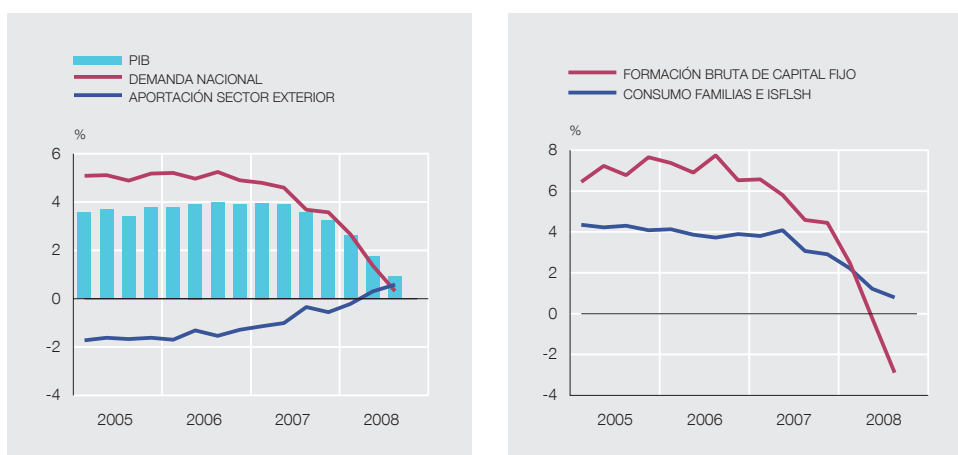
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB se desaceleró con intensidad en el segundo trimestre de 2008, mostrando un crecimiento interanual del 1,8%, ocho décimas por debajo de la tasa estimada para el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, la tasa de avance del producto se situó en el 0,1%, dos décimas menos que en el primer trimestre. Esta pérdida de vigor de la actividad reflejó el menor dinamismo de la demanda nacional, en especial de la inversión residencial. En cambio, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto mejoró cinco décimas, pasando a ser positiva, en un contexto de desaceleración más intensa de las importaciones que de las exportaciones. Por el lado de la oferta, con la excepción de la energía, todas las ramas de actividad moderaron su ritmo de expansión, particularmente la construcción y la industria. La desaceleración de la actividad se reflejó en el ritmo de creación de empleo, que, según los datos de la CNTR, se ralentizó significativamente en el segundo trimestre de 2008, hasta situarse en el 0,4% en términos interanuales, 1 pp menos que en el trimestre anterior, con lo que, dada la tasa de expansión del producto, el ritmo de avance de la productividad se incrementó en dos décimas, hasta el 1,4%.

De acuerdo con la información disponible, en el tercer trimestre de 2008 ha continuado el debilitamiento de la actividad de la economía española. La persistencia de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales y sus implicaciones sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes han amplificado la corrección iniciada en trimestres precedentes, contribuyendo a frenar el avance de la actividad. Los episodios más agudos de la crisis financiera que han tenido lugar en las últimas semanas podrían haber inhibido el crecimiento económico adicionalmente. En este contexto, se estima que el ritmo de variación interanual del PIB se situó en el 0,9% en el tercer trimestre, nueve décimas por debajo del observado el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el producto habría experimentado un retroceso, hasta registrar una tasa del -0,2%. Esta evolución sería atribuible a la continuada pérdida de impulso de la demanda nacional, cuya tasa de crecimiento interanual habría descendido hasta el 0,3%, en tanto que se prevé que la contribución positiva del sector exterior continuó mejorando, hasta situarse en 0,6 pp (véase gráfico 14).

Por el lado de la oferta, se estima que la ralentización del valor añadido de la economía de mercado en el tercer trimestre fue generalizada, recayendo principalmente sobre las ramas de la industria y la construcción. En cuanto al mercado de trabajo, los indicadores disponibles apuntan hacia una intensificación del proceso de destrucción de empleo. La remuneración por asalariado continuaría creciendo a tasas elevadas, similares a las observadas en los últimos trimestres, con lo que se anticipa que el crecimiento de los costes laborales unitarios se ralentizaría ligeramente en el tercer trimestre. Por lo que respecta a los precios de consumo, la tasa de variación interanual del IPC aumentó en el conjunto del tercer trimestre, hasta alcanzar una tasa media del 4,9%, tres décimas más que en el trimestre anterior, aunque se moderó sensiblemente a partir de agosto. Esta trayectoria estuvo condicionada en buena medida por la senda de los precios del petróleo, que, tras alcanzar niveles máximos en julio, han experimentado fuertes caídas con posterioridad. En media del trimestre, la inflación subyacente repuntó en la misma magnitud que el índice general, hasta el 3,5%, como resultado de la aceleración de los precios en los servicios y en los bienes industriales no energéticos.

4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH prolongó en el tercer trimestre el perfil de marcada desaceleración observado desde principios de año, de acuerdo con la información



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

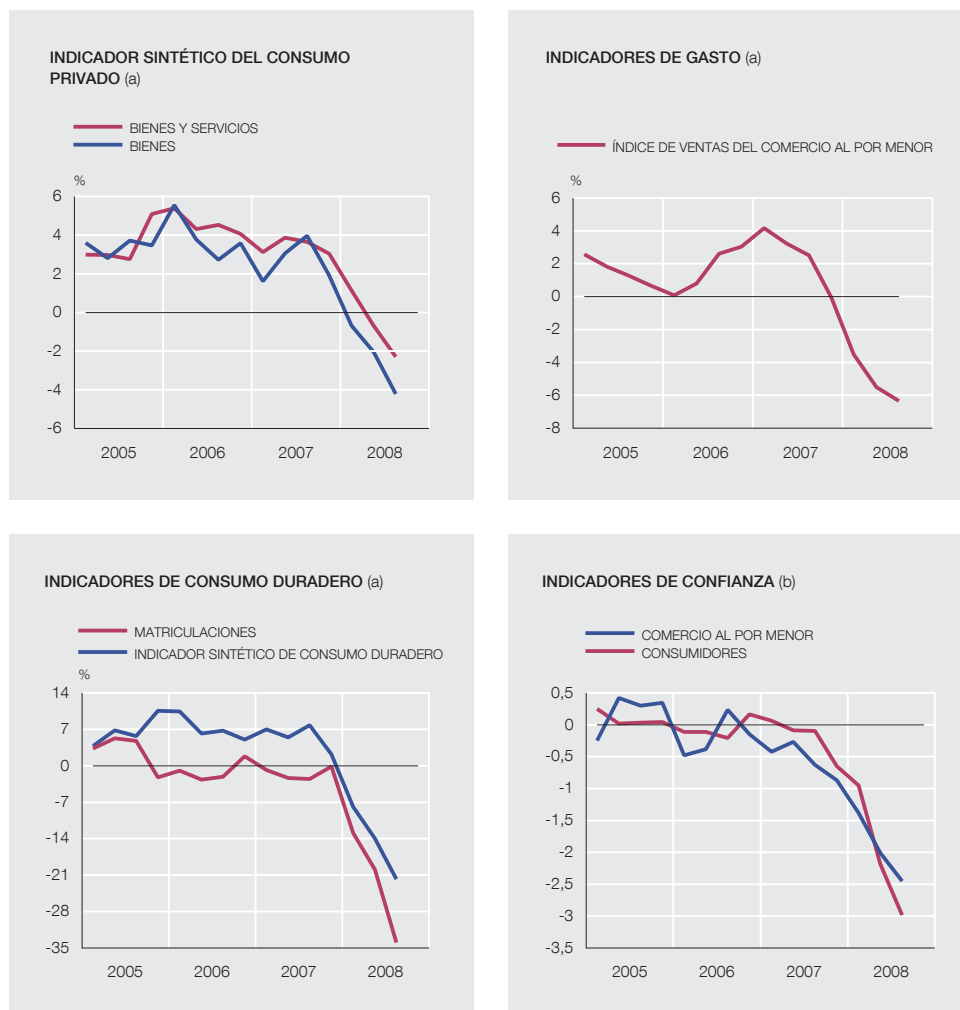
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

coyuntural más reciente (véase gráfico 15). La confianza de los consumidores y la de los comerciantes minoristas experimentaron nuevos retrocesos, alcanzando un nuevo mínimo histórico en el primer caso y situándose muy cerca de este en el segundo. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de grandes empresas de la Agencia Tributaria, referidos a julio y agosto, mostraron descensos interanuales de las ventas interiores de bienes y servicios destinados al consumo algo mayores que en la media del segundo trimestre. En ese mismo sentido, el índice del comercio al por menor en términos reales disminuyó en el período julio-agosto a ritmos también superiores a los observados en la primavera. El deterioro fue mayor en el caso de los bienes de consumo duradero. Así, en el tercer trimestre del año tuvo lugar una caída interanual de las matriculaciones de automóviles superior al 30%.

Detrás de este debilitamiento del consumo de las familias se encuentran tanto 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 la evolución más desfavorable de sus determinantes. Así, la destrucción de empleo y las elevadas tasas de inflación han moderado el ritmo de avance real de la renta bruta disponible de los hogares, a pesar de la tónica de elevado crecimiento salarial. Además, la caída de las cotizaciones bursátiles y la acusada desaceleración de los precios de las viviendas están teniendo un efecto desfavorable sobre la riqueza de las familias. A su vez, el endurecimiento de las condiciones financieras podría estar contribuyendo a que los hogares pospongan algunas decisiones de gasto en bienes de consumo duradero. 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 10,7% de la renta disponible en los cuatro trimestres acumulados hasta el segundo de 2008. Con todo, algunos factores de índole más estructural podrían ejercer un cierto papel de soporte del consumo en esta fase de debilidad, tal como se analiza en el recuadro 4.

El consumo final de las AAPP presentaría en el tercer trimestre una tasa similar a la registrada el trimestre anterior (3,8%), aunque los datos de la ejecución presupuestaria del Estado sugieren un aumento algo más moderado de la remuneración de los asalariados públicos.

La formación bruta de capital fijo continuó retrocediendo en el tercer trimestre de 2008, de acuerdo con la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). En el caso de los bienes



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).

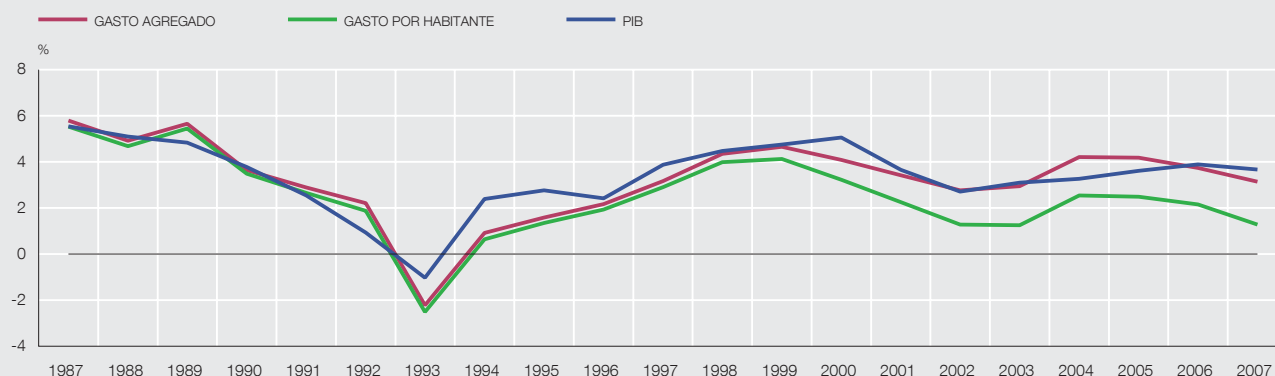
de equipo, los indicadores de disponibilidades del tercer trimestre, aunque incompletos, apuntan hacia una cierta contracción, mientras que los indicadores de confianza señalan una mayor atonía, con caídas en el indicador de clima industrial de bienes de equipo y en el del total de la industria, así como un empeoramiento en la cartera de pedidos. Esta evolución está en consonancia con el debilitamiento de la demanda interna y del comercio mundial, y con la moderación de los beneficios empresariales. Asimismo, el endurecimiento reciente de las condiciones de financiación bancaria y las mayores dificultades para captar financiación por esta y por otras vías estarían afectando negativamente a las decisiones de gasto de las sociedades no financieras. Este conjunto de factores se está traduciendo, según las cuentas no financieras de los sectores institucionales, en un descenso de las necesidades de financiación del conjunto del sector, que, en los cuatro trimestres comprendidos hasta el segundo de 2008, se situaron en el 10,3% del PIB (0,8 pp menos que en el acumulado de los cuatro trimestres anteriores).

El comportamiento contractivo de la inversión en construcción se agudizó en el tercer 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 julio y agosto. Los indicadores del mercado de trabajo también si-

El consumo privado mantiene una estrecha relación con la evolución del producto, el empleo y la renta, que determinan los ingresos de las familias, así como con el valor de sus activos y con el tipo de interés

real esperado. Pero, además, determinados aspectos de carácter demográfico y social pueden tener también una influencia significativa sobre las fluctuaciones del consumo.

1 CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES (tasas de variación)



1 POBLACIÓN, COMPOSICIÓN Y GASTO DE LOS HOGARES

	1992	1995	1998	2000	2002	2005
Población total (crecimiento anual)	0,3	0,2	0,4	0,8	1,5	1,7
Formación de hogares (miles) (a)	170,6	117,0	221,2	309,5	377,0	477,9
Tamaño medio del hogar (a)	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8
Distribución (% hogares) (a)						
<i>Un miembro</i>	11,3	12,2	13,0	14,0	14,9	16,3
<i>Dos miembros</i>	22,1	22,9	24,0	25,2	26,3	27,6
<i>Tres miembros</i>	21,2	21,9	22,9	22,9	23,5	23,8
<i>Cuatro miembros</i>	24,8	25,3	25,4	24,9	24,1	22,8
<i>Cinco o más miembros</i>	20,6	17,7	14,7	12,9	11,2	9,6
Gasto medio por persona (euros) (b)			5.481,0	6.425,4	7.159,5	8.651,1
Índice s/gasto medio (tres miembros) (b)						
<i>Un miembro</i>			141,4	149,2	154,5	158,4
<i>Dos miembros</i>			110,1	114,5	119,9	112,9
<i>Tres miembros</i>			100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Cuatro miembros</i>			88,7	86,3	90,2	86,3
<i>Cinco miembros</i>			76,4	78,8	80,6	74,1

2 ESTRUCTURA DEL CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES (COICOP)

%	1993	2006
Alimentos y bebidas no alcohólicas	19,5	13,0
Bebidas alcohólicas, tabaco y narcóticos	2,4	2,6
Artículos de vestir y calzado	8,1	5,7
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	13,1	15,7
Mobiliario, equipamiento del hogar y gastos corrientes de conservación de la vivienda	6,9	5,7
Salud	5,2	3,6
Transporte	13,5	11,6
Comunicaciones	1,1	3,5
Ocio, espectáculos y cultura	5,8	9,8
Educación	1,8	1,4
Hoteles, cafés y restaurantes	16,1	17,2
Otros bienes y servicios	6,6	10,1
GASTO EN CONSUMO FINAL	100,0	100,0

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Encuesta de Población Activa (Indicadores sociales).

b. Encuesta Continua de Presupuestos Familiares.

En primer lugar, el crecimiento de la población afecta al consumo agregado en tanto en cuanto existen unos estándares mínimos de gasto por persona en bienes y servicios de consumo que solo en circunstancias muy excepcionales se recortan. Este aspecto implica que determinados tipos de bienes, como, por ejemplo, la alimentación, exhiban un patrón cíclico suave y que el gasto medio por habitante tienda a fluctuar en menor medida que el gasto agregado en períodos de fuerte expansión demográfica. Ciertamente, este ha sido el caso de España en los últimos 15 años, cuando la población ha aumentado notablemente y el consumo medio por habitante ha registrado un patrón de crecimiento más moderado que el del gasto agregado (véase gráfico 1).

En segundo lugar, determinados factores de carácter social han originado cambios en la estructura y en la composición de los hogares y han reducido su tamaño medio. Por un lado, el número de hijos que, en promedio, tienen las parejas españolas ha mostrado una tendencia descendente durante las tres últimas décadas. Por otro, el incremento del número de separaciones y el aumento de la longevidad han propiciado un crecimiento de los hogares con un reducido número de individuos, de modo que las unidades familiares con un solo miembro, que representaban un 11% del total en 1992, suponían un 16% en 2005 (véase cuadro 1). Un incremento similar experimentó la proporción de familias con dos individuos, mientras que las de cinco o más individuos redujeron su peso en 11 pp. Con todo ello, el número de miembros por hogar, que, en promedio, era de 3,3 al principio de los noventa, descendió hasta 2,8 en 2005, produciéndose, al mismo tiempo, un incremento notable en la creación de nuevos hogares, tendencia que, según la información más reciente, se habría mantenido en los últimos años. La existencia de gastos fijos en los hogares —por ejemplo, los ligados al alquiler y gastos corrientes de la vivienda— y las consiguientes economías de escala que se generan dan lugar a una relación inversa entre el gasto medio por

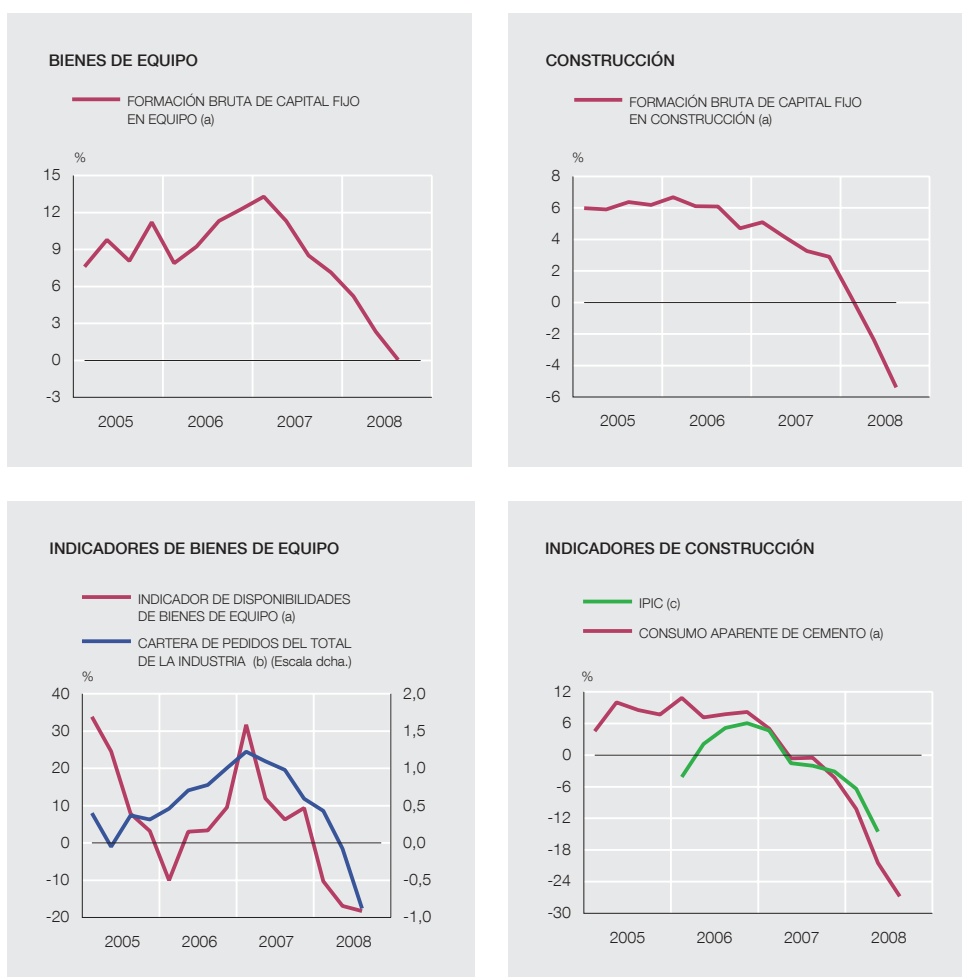
persona y el número de miembros que integran la unidad familiar. Además, dicha relación tiene carácter no lineal, como pone de manifiesto la Encuesta de Presupuestos Familiares. La disminución del tamaño medio de los hogares que se ha producido en España habría contribuido, por tanto, a elevar el consumo medio por habitante.

Un último aspecto que influye sobre el gasto medio por persona es la recomposición de la estructura de consumo hacia bienes y servicios, cuya demanda tiende a elevarse con el desarrollo económico y el nivel de renta per cápita. Así, la pérdida de peso de los alimentos o el incremento que ha registrado el gasto en comunicaciones —en servicios recreativos y culturales y en cuidados personales— estos últimos, incluidos en los denominados *otros bienes y servicios*— constituyen algunos ejemplos de cómo dichos cambios sociales tienden a elevar el crecimiento medio del consumo, ya que el gasto per cápita en alimentos avanza a un ritmo inferior a la media, mientras que los bienes y servicios que ganan peso en la estructura de gasto lo hacen a un ritmo superior (véase cuadro 2). Si el crecimiento del consumo por tipos de bienes hubiera sido el observado a comienzos de los años noventa, el cambio en la composición mencionado habría llevado en la actualidad a un mayor crecimiento del consumo medio por habitante, que se estima en algo más de medio punto porcentual.

En consecuencia, el intenso crecimiento demográfico y el aumento de la creación de nuevos hogares parecen haber impulsado el avance del consumo agregado desde finales del siglo XX. Por otro lado, diversos factores de carácter estructural, relacionados con la disminución del tamaño de las unidades familiares y con la composición del gasto —ligada, a su vez, con los niveles de renta más altos— han contribuido a elevar el gasto medio por persona a lo largo de las dos últimas décadas. Estos elementos podrían proporcionar cierto soporte para el avance del consumo privado en la actual fase de ajuste de la economía.

guieron esta tónica, con una disminución del 12% interanual en el número medio de afiliados a la Seguridad Social en este sector en el conjunto del tercer trimestre. Además, el indicador de confianza de los empresarios de la construcción retrocedió en el tercer trimestre más intensamente que en el segundo. 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, según se desprende de las cifras de proyectos de obra nueva visados y de la paulatina terminación del elevado volumen de proyectos comenzados en 2006 y 2007. La incertidumbre sobre las perspectivas económicas —y, en particular, el empleo— 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. También los visados de edificación no residencial mostraron en el tercer trimestre una apreciable pérdida de tono.

La información disponible indica que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB habría continuado aumentando en el tercer trimestre, hasta situarse en 0,6 pp, como

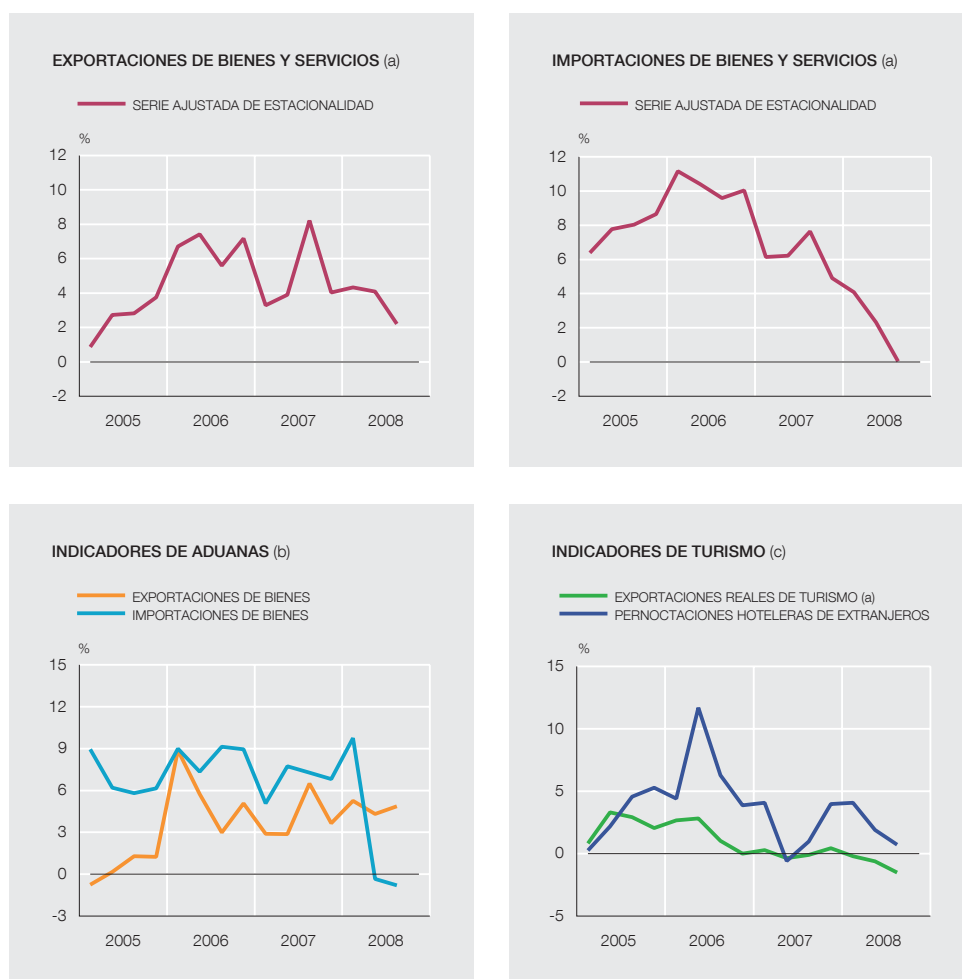


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN y Banco de España.

- 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.

resultado de la continuación de la pérdida de pulso de las importaciones (véase gráfico 17). Esta desaceleración 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 registrado una cierta pérdida de pujanza, 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 tercer trimestre la depreciación del euro se tradujo en 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 se desaceleraron en los meses de julio y agosto, creciendo a un ritmo interanual del 4,1%, frente al 6,6% del segundo trimestre. Con todo, en el período acumulado hasta agosto las exportaciones reales de bienes crecieron un 4,4%, tasa muy similar a la observada en 2007. Por grupos de productos, los componentes más dinámicos de las exportaciones en julio y agosto fueron los productos energéticos y los bienes de equipo, si bien estos últimos acumulan en lo



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.

que se lleva de año un retroceso, mientras que las ventas de bienes de consumo distintos de los alimentos fueron las que experimentaron una mayor atonía. Por áreas geográficas, para las que la información se presenta en términos nominales, las exportaciones extracomunitarias repuntaron fuertemente en esos dos meses de verano, destacando las elevadas tasas de crecimiento de las ventas dirigidas a Japón, Rusia y países de la OPEP. El ritmo de avance de las ventas a la UE fue mucho más moderado, con caídas de las exportaciones nominales para el conjunto de la UEM, lo que está en consonancia con la debilidad de la demanda en esos mercados.

En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos apunta hacia una intensificación de su descenso en el tercer trimestre. En este período, las entradas de turistas en España retrocedieron un 5,2%, aunque se incrementaron las pernoctaciones hoteleras (0,7%) y la estancia media en nuestro país. El gasto nominal de los visitantes extranjeros, de acuerdo con EGATUR, se redujo un 0,3% en julio y agosto, aunque repuntó notablemente el gasto medio por turista (5,8%). La desagregación por países de procedencia muestra que el descenso de las entradas de turistas en el tercer trimestre afectó a los principales mercados emisores, especialmente a Francia. Por otra parte, los datos de

Balanza de Pagos apuntan a que en el tercer trimestre se habría acentuado la ralentización de las exportaciones reales de servicios no turísticos. La información desagregada de Balanza de Pagos destaca los retrocesos de los *royalties* y rentas de la propiedad inmaterial y de los ingresos por servicios de seguro, mientras que prosiguió el dinamismo de los ingresos de servicios de transporte y, particularmente, de construcción.

De acuerdo con la información disponible, se estima que las importaciones reales de bienes se moderaron muy sensiblemente en el tercer trimestre. Los datos de Aduanas muestran que las compras de bienes al exterior en términos reales disminuyeron en julio y agosto un 3,6%, frente al incremento del 1,4% registrado en el segundo trimestre. En los ocho primeros meses del año, las importaciones reales crecieron un 2,3%, una tercera parte de lo que lo hicieron en 2007. Por grupos de productos, en julio y agosto destacó la fuerte disminución de las compras exteriores de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio, mientras que las importaciones reales de bienes intermedios energéticos mantuvieron elevadas tasas de crecimiento (13,4%), debido, en parte, al significativo incremento de las exportaciones de productos refinados (especialmente, gasolinas).

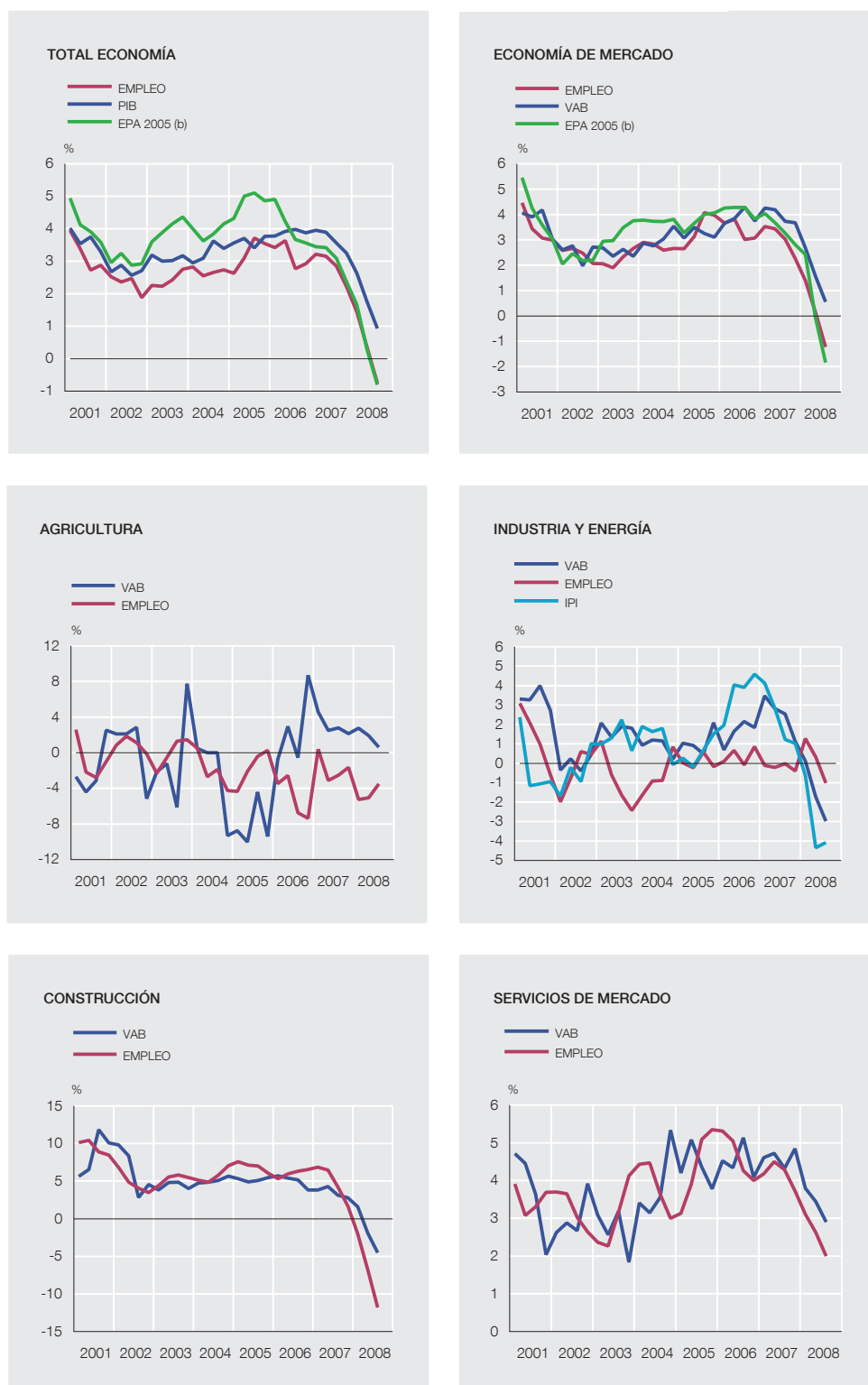
Por último, las importaciones reales de servicios se habrían ralentizado en el tercer trimestre, debido tanto al comportamiento de los pagos por servicios no turísticos como, especialmente, a la evolución de las importaciones turísticas. En el primer caso, con datos desagregados de Balanza de Pagos de julio, destacaron los retrocesos de los pagos nominales ligados a servicios financieros y *royalties* y rentas de la propiedad inmaterial. En sentido contrario, los servicios de construcción y de transporte mantuvieron un comportamiento dinámico.

4.2 Producción y empleo

En línea con el análisis de la demanda, el valor añadido de la economía de mercado habría experimentado una moderación sustancial en el tercer trimestre, como consecuencia de la intensificación del ajuste de la rama industrial y, particularmente, de la construcción, en tanto que la desaceleración de los servicios de mercado habría sido comparativamente menor (véase gráfico 18).

Se estima que la producción de la rama industrial y energética disminuyó en el tercer trimestre, como consecuencia de la desaceleración de la energía y de la contracción de la industria. En línea con el comportamiento de las ventas de bienes de las grandes empresas, el componente no energético del índice de producción industrial (IPI) intensificó su ritmo de retroceso en el conjunto de los meses de julio y agosto, especialmente en el caso de los bienes de equipo y de consumo no alimenticio. 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 ajuste. Además, las encuestas de opinión también apuntan hacia un deterioro adicional de la actividad industrial en el tercer 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 julio-septiembre respecto al trimestre anterior, con un descenso significativo en la valoración de la cartera de pedidos y de las expectativas de producción futura. También la actividad constructora habría intensificado su contracción en el tercer trimestre, 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.

Según la información coyuntural disponible, la rama de servicios habría registrado un debilitamiento algo más intenso en el tercer 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 julio y agosto, mientras que el número medio de afiliados a la Seguridad Social en este sector redujo su



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 de acuerdo con la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

crecimiento en el tercer trimestre hasta el 1,4%, frente al 2,2% del trimestre previo. 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 tercer trimestre, alcanzando en algunos casos niveles mínimos históricos.

En cuanto a la evolución del conjunto del mercado de trabajo, los indicadores disponibles coinciden en señalar que en el tercer trimestre se agudizó el ajuste a la baja del empleo, que habría empezado a disminuir en el conjunto de la economía. En concreto, el crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social, calculado con la media de los datos diarios, retrocedió un 0,9%, frente al incremento del 0,5% del segundo trimestre. Del mismo modo, el descenso interanual de la contratación registrada en el INEM fue más pronunciado en el tercer que en el segundo trimestre (-9,9%, frente al -7,2%, respectivamente). Finalmente, la EPA recientemente publicada estimó una caída interanual del empleo, por primera vez desde 1994, del 0,8%, tras el incremento del 0,3% observado en el segundo trimestre del año.

Por ramas productivas, en todos los sectores de la economía de mercado, y especialmente en la construcción, se habría reducido el empleo, con la excepción de los servicios. La información de la EPA referida al tercer trimestre confirma un descenso del empleo de la economía de mercado del 1,8%. Durante este período se intensificó la destrucción de empleo en la construcción (-13%, frente al -7,9% en el segundo trimestre), y pasó a reducirse el número de ocupados en la industria, hasta el -1% (frente al 0,2% del trimestre previo). El empleo en la agricultura siguió disminuyendo a tasas similares a las del trimestre previo (-4,1%). Finalmente, la tasa de creación de empleo en los servicios de mercado se redujo en 0,9 pp, hasta el 1,7%.

De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 0,7%, como al de no asalariados (-1,3%). Con todo, la tasa de asalarización se mantuvo en el 82,3%, apenas una décima más que la observada un año antes. La destrucción de empleo se concentró en los trabajadores de nacionalidad española (-1,5%), mientras que el empleo entre el colectivo de nacionalidad extranjera mantuvo tasas positivas (3,6%), aunque mostrando una ralentización respecto al trimestre pasado (6,9%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual hasta el -8,2%, protagonizando el ajuste del empleo, puesto que el empleo indefinido continuó aumentando sensiblemente (2,8%, frente al 4,1% del trimestre anterior). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 29,5%, 2,4 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial presentó crecimientos positivos, lo que elevó ligeramente la ratio de parcialidad hasta el 11,4%, frente al 11,1% de un año antes.

La población activa creció en el segundo trimestre de 2007 un 2,9%, dos décimas menos que en el trimestre anterior, a la vez que continuó la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un 1,4% (0,1 pp menos que en el trimestre anterior). Con estos datos, la tasa de actividad alcanzó el 60%, lo que mantiene el incremento interanual en casi 1 pp. Atendiendo a la desagregación por sexos, el avance de la población activa se debió principalmente al colectivo femenino (4,5%), ya que el de los hombres aumentó de forma más moderada (1,7%). En concreto, la tasa de participación de las mujeres ascendió 1,5 pp en términos interanuales, hasta el 50,5%, y la de los hombres se incrementó en dos décimas, hasta el 69,8%. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera continuaron mostrando un dinamismo muy elevado, aunque más moderado (10,7%, frente al 12,6% en el segundo trimestre), reflejando una ralentización en el crecimiento de la población (10,4%, frente al 11,5% del trimestre pasado) y un incremento algo inferior de su tasa de actividad. Los activos de nacionalidad española crecieron un 1,6% (1,5% en el primer trimestre).

Finalmente, la caída del empleo, unida al dinamismo elevado que mantiene la población activa, tuvo como resultado un crecimiento acusado del desempleo en el tercer trimestre de 2008, que se cifra en unas 800.000 personas respecto al mismo período del año anterior. Ello se tradujo en un incremento interanual del desempleo del 45%, y en una elevación de la tasa de paro hasta el 11,3, nueve décimas superior a la del trimestre anterior y más de tres puntos por encima de la que se observaba hace un año.

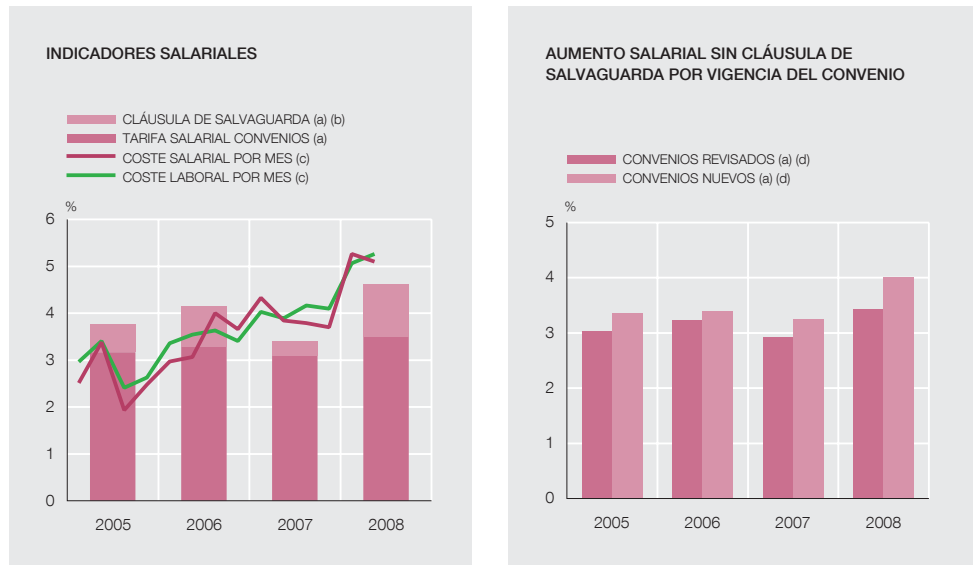
4.3 Costes y precios

La evolución salarial en 2008 viene marcada por los convenios firmados hasta el mes de septiembre, que afectan a cerca de 8 millones de trabajadores, y que recogen un aumento medio de las tarifas salariales superior al 3,5% para este año (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 acordadas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva para 2008. Como suele ser habitual en coyunturas de incremento de la inflación, los aumentos salariales pactados en los convenios de nueva firma han sido superiores a los incorporados en las revisiones de los convenios plurianuales (4% y 3,4%, respectivamente), si bien la proporción de trabajadores acogidos a estos últimos es muy superior, acercándose al 87% 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, superando en ocho décimas al calculado para el pasado ejercicio, como resultado de la elevada tasa de inflación observada a finales de 2007. Este hecho ilustra cómo contribuyen negativamente los mecanismos de indicación salarial vigentes en España a la evolución de los costes laborales en coyunturas de aumento transitorio de la inflación, como el provocado por el encarecimiento del petróleo, lo que dificulta el ajuste de la economía ante una situación de cambio de ciclo como la actual.

Los últimos datos de CNTR, correspondientes al segundo trimestre de 2008, se encuentran en consonancia con esa información, pues muestran un crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía del 5,1%, algo inferior en el caso de la economía de mercado (véase gráfico 20). En este mismo período, 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 en 0,2 pp, hasta el 5,3%. Para el tercer trimestre de 2008 se espera un mantenimiento del ritmo de avance de la remuneración por asalariado, lo que, unido al repunte de la productividad, conduciría a una cierta desaceleración de los CLU.

Los indicadores de precios de consumo repuntaron en el conjunto del tercer trimestre, si bien disminuyeron paulatinamente a partir del mes de agosto. Así, aunque la tasa interanual del IPC aumentó en media del tercer trimestre hasta el 4,9%, tres décimas más que en el trimestre anterior, tras el máximo alcanzado en julio (5,3%) se asistió a una sensible moderación, que llevó la tasa al 4,5% en septiembre (véase gráfico 21). Esta evolución estuvo condicionada por la de los precios de la energía, que, en media del trimestre, crecieron un 17,9%, como consecuencia de la subida de la tarifa eléctrica en julio y de la trayectoria de los precios de los combustibles, que mantuvieron una elevada tasa de crecimiento en el conjunto del trimestre. No obstante, desde julio el precio del petróleo ha disminuido significativamente en dólares, descenso que solo ha sido parcialmente compensado por la depreciación del euro frente al dólar. Los precios de los alimentos no elaborados disminuyeron su ritmo de crecimiento en 0,2 pp, hasta el 4,2%, gracias al buen comportamiento de los precios del pescado y de las legumbres y hortalizas frescas, así como a la desaceleración de los precios de las frutas frescas.

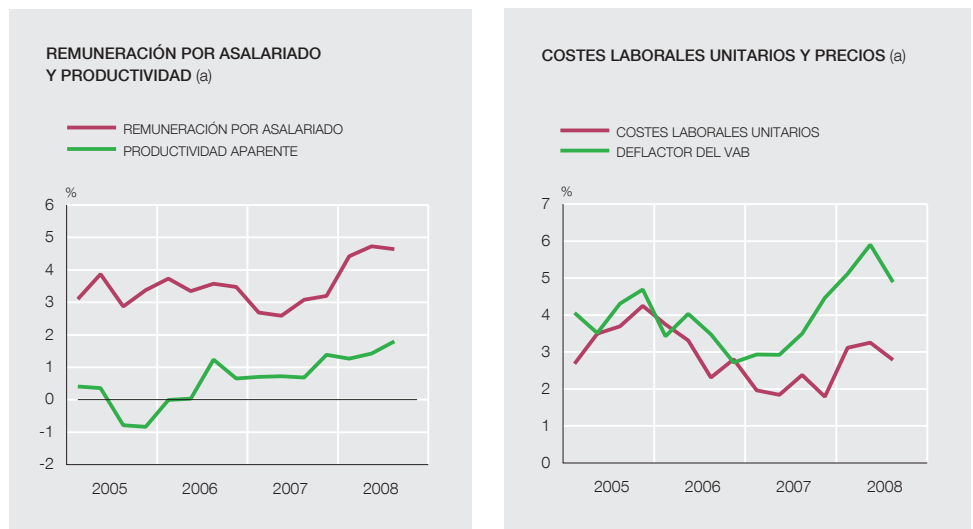
En cuanto a los componentes del IPSEBENE (índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados), los precios de los servicios y de los bienes industriales no energé-



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

- a. El último año, con información parcial de convenios colectivos (hasta septiembre).
- 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.

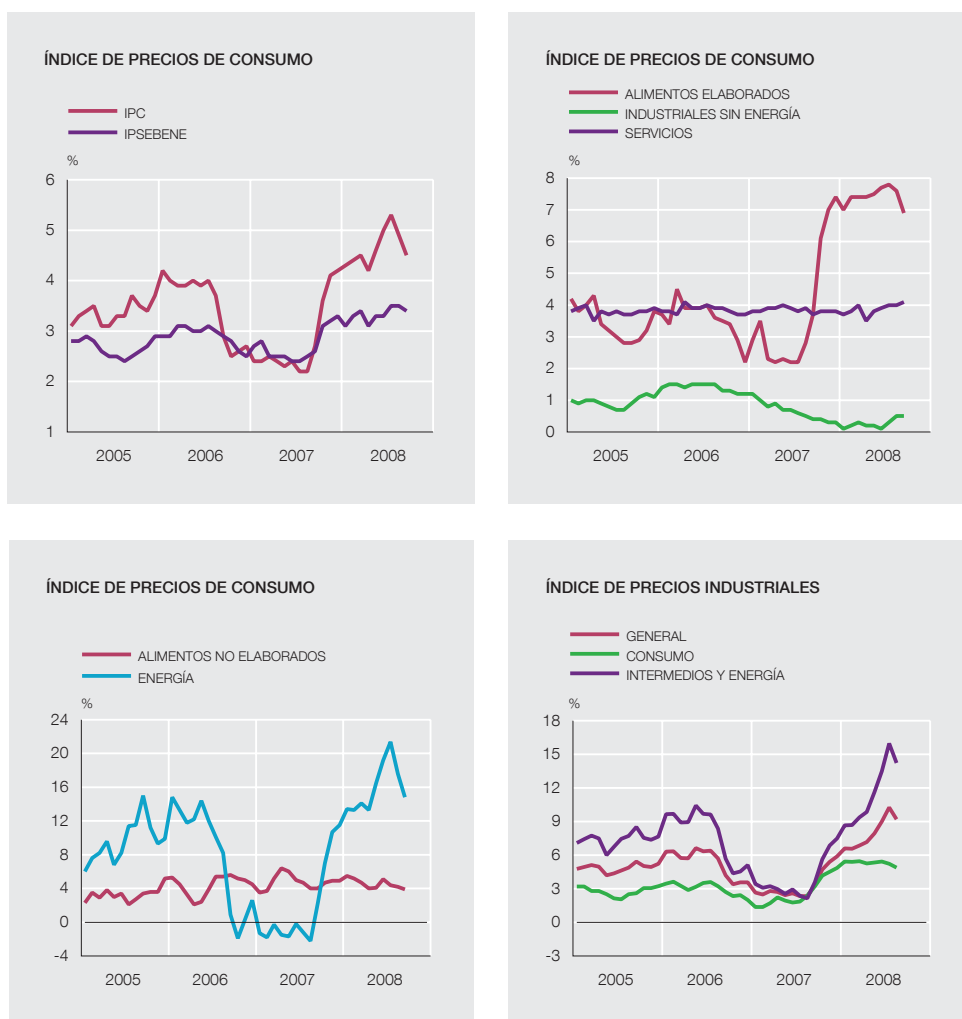
PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

tos también contribuyeron al repunte de la inflación media del trimestre. En el primer caso, el crecimiento medio interanual fue del 4,1%, tres décimas más que en el trimestre anterior, en un entorno de elevado dinamismo de los precios de los servicios de transporte, y del turismo y la hostelería. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron dos décimas, hasta el 0,4%, en lo que influyó el descenso menos pronunciado de los precios de los automóviles. La tasa de inflación de los alimentos elaborados interrumpió la senda ascendente iniciada a mediados de 2007, reduciéndose en una décima, hasta el 7,4%, debido a la ligera

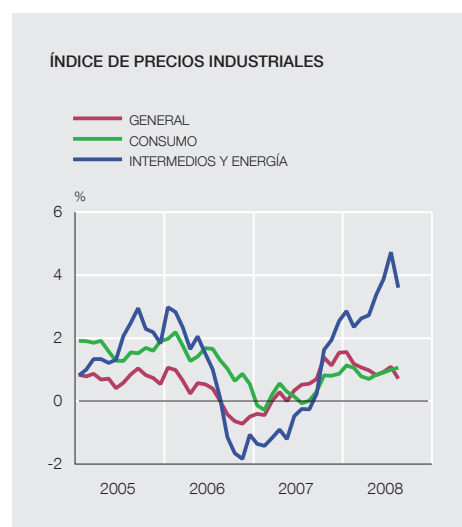
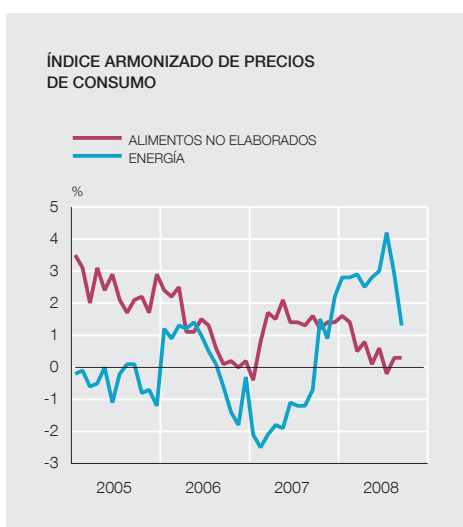
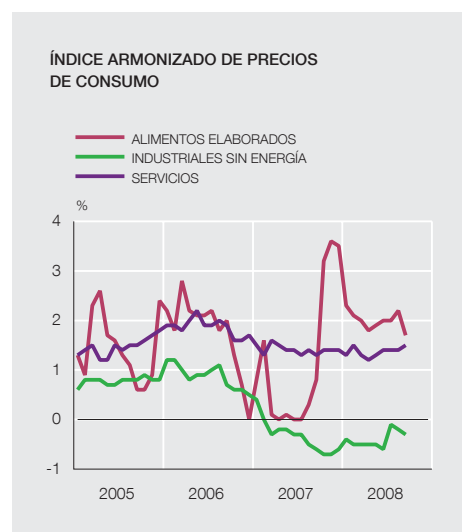
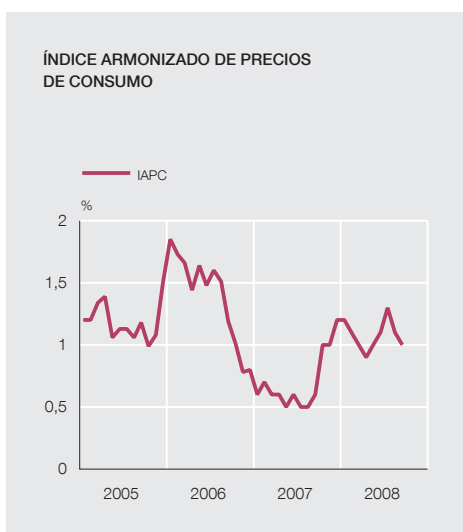


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

moderación del ritmo de incremento del precio de la leche, en un contexto en que la trayectoria alcista de los precios de los cereales y derivados, productos lácteos y bebidas no alcohólicas continuó inalterada. Como consecuencia de la evolución de sus distintos componentes, la tasa de variación media interanual del IPSEBENE se elevó tres décimas, hasta el 3,5%.

Al igual que en el caso del IPC, la inflación medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó tres décimas en el promedio del tercer trimestre del año, hasta el 5%, si bien a partir de agosto se ralentizó su ritmo de crecimiento. En el conjunto de la UEM, el aumento de la inflación media trimestral fue de dos décimas, alcanzando el 3,8%, por lo que, para el período julio-septiembre, el diferencial de inflación que mantiene España con la zona del euro aumentó una décima, hasta 1,1 pp, aunque tras el máximo alcanzado en julio descendió hasta situarse en 1 pp en septiembre (véase gráfico 22). El incremento registrado en el conjunto del tercer trimestre se debió a la ampliación de los diferenciales de las rúbricas de servicios y, particularmente, energía, así como a la reducción del diferencial negativo que mantiene España en bienes industriales no energéticos, si bien tanto este último como el de la energía evolucionaron favorablemente a partir de agosto. Solo el diferencial positivo de precios de los alimentos respecto a la zona del euro se estrechó en la media del tercer trimestre.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

También las oscilaciones de los precios del petróleo afectaron al índice de precios industriales (IPRI), cuya tasa interanual repuntó en julio, para desacelerarse en agosto y septiembre, hasta el 8,1% en este último mes, crecimiento similar al experimentado en el segundo trimestre del año. Los componentes que presentaron los ritmos de avance más altos de sus precios siguieron siendo la energía y los bienes intermedios. En el conjunto de la UEM, los precios industriales se incrementaron en agosto un 8,5%, lo que permitió que el diferencial con la UEM se estrechara hasta 0,7 pp, dos décimas menos que en el segundo trimestre. Los precios de importación y exportación de productos industriales se desaceleraron en agosto hasta el 8,6% y el 3,9%, respectivamente, como consecuencia de la moderación de los precios energéticos y, en el caso de las exportaciones, de la ralentización de los precios de los bienes de consumo.

4.4 La actuación del Estado

El pasado 26 de septiembre el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2009, en el que se fija como objetivo alcanzar un déficit para el conjunto de las AAPP del 1,9% del PIB. Este objetivo incluye el déficit que permite la Ley de Estabilidad Presupuestaria por inversiones de las Comunidades Autónomas (0,25% del

PIB), del Estado (0,20%) y de las Corporaciones Locales (0,05%) en dicho año. Asimismo, los PGE prevén que el saldo de Contabilidad Nacional (CN) del sector AAPP cierre el presente ejercicio con un déficit del 1,5% del PIB, desviándose de la previsión inicial de superávit del 0,9% del PIB. Por subsectores, la Administración Central registraría un déficit del 1,6% de PIB en 2008, mientras que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales cerrarían el ejercicio con déficits del 0,5% y del 0,2% del PIB, respectivamente. Finalmente, se prevé que la Seguridad Social obtenga un superávit en sus cuentas del 0,8% del PIB en este año (en el recuadro 5 se analiza la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social en lo que va de año).

En términos de caja, el déficit del Estado en 2008 se elevará a 8.042 millones de euros según el Avance de liquidación, frente al superávit de 6.426 millones de euros previsto en el documento presupuestario inicial. Esta diferencia refleja el fuerte deterioro experimentado por los ingresos de las principales figuras impositivas, como consecuencia de los efectos de las medidas de reducción de impuestos adoptadas, por una parte, y de la desaceleración de la actividad, por otra.

En cuanto a la ejecución presupuestaria hasta septiembre, según la metodología de la CN, las cuentas del Estado registraron un déficit acumulado de 13.576 millones de euros (-1,2% del PIB), saldo que contrasta con el superávit de 12.253 millones (1,2% del PIB) del mismo período de 2007 (véase cuadro 4). Dicho resultado se derivó de una caída de los recursos del 15,3%, mientras que los empleos aumentaron un 8,3%. Por lo que respecta a la ejecución en términos de caja, el presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un déficit de 13.009 millones de euros, frente al superávit de 10.169 millones registrado en el mismo período del año anterior. En el tercer trimestre del año se intensificó la caída de los ingresos, hasta el -16,1%, en tanto que los pagos se aceleraron, aumentando un 5,2%. Estos resultados hacen prever un déficit del Estado para el conjunto del año del 1,6% del PIB.

Para el análisis de los ingresos se cuenta con información sobre la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado, que es la única que recoge el cuadro 4, como de la parte que corresponde a las Comunidades Autónomas de régimen común. Esa información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la evolución de la recaudación impositiva. Las cifras indican que los ingresos tributarios se contrajeron significativamente durante el tercer trimestre como consecuencia del comportamiento de los impuestos directos, mientras que los impuestos indirectos atenuaron levemente su caída. Por su parte, los otros ingresos experimentaron una ligera moderación respecto de las elevadas tasas de crecimiento del primer semestre. Tanto el IRPF, con una reducción del 0,1% hasta septiembre, como el Impuesto sobre Sociedades, con una caída del 29,5%, registraron sendos empeoramientos en sus ritmos de recaudación en este trimestre con respecto a la primera parte del año. En el primer caso, la reducción de los ingresos se debió fundamentalmente al impacto de la nueva deducción de hasta 400 euros para los contribuyentes que perciban rentas del trabajo o rendimientos de actividades económicas, y, en menor medida, por el impacto de la reforma sobre la cuota diferencial. Por lo que respecta al Impuesto sobre Sociedades, su acusado descenso se atribuye, por una parte, a una concentración de cambios normativos en este Impuesto (incidencia de la reforma fiscal sobre la cuota diferencial del ejercicio 2007, cambio en el método de cálculo de los pagos a cuenta y segunda rebaja del tipo de pago fraccionado) y, por otra parte, al empeoramiento de los beneficios empresariales a causa del incremento de costes salariales, financieros y energéticos. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, se moderó ligeramente el retroceso de la recaudación del IVA, aunque siguió siendo pronunciada (-13,4%). Su evolución en lo que va de año está condicionada, en primer lugar, por el efecto negativo sobre la recaudación que se deriva del nuevo régimen especial de compensación de las cuotas de IVA entre las diferentes entidades de un mismo grupo, que está resultando mayor del esperado inicialmente por la AEAT. En todo caso, se trata de un

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 10.916 millones de euros hasta julio de 2008, superior en un 1,1% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución menos favorable que hasta abril. Los ingresos no financieros se desaceleraron en los últimos meses, situando su crecimiento en el 8,3%, en tanto que los pagos ganaron dinamismo y mostraron un avance del 9,7%.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un incremento del 6,6% hasta julio, frente al aumento del 7,7% registrado hasta abril. Por otra parte, la acusada pérdida de dinamismo del mercado de trabajo también se reflejó en la reducción del número de afiliados a la Seguridad Social del 2,4% hasta septiembre de 2008, en franco contraste con los incrementos registrados el año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una suave aceleración, incrementándose un 8% hasta julio, frente al 7,8% hasta abril, por encima en ambos casos del 7,4% presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas se ha estabilizado en torno a ritmos de crecimiento del 1,5%, ligeramente superior al registrado en promedio para el conjunto del año

anterior (un 1,3%). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se intensificó de manera notable, hasta el 15,7% en julio, situándose muy 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 6,3% hasta junio, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo se redujeron un 9,2% hasta el mismo mes.

Por otra parte, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada aceleración en lo que va de año, registrando un incremento del 22,7%, en tasa interanual, hasta junio de 2008. La tasa de cobertura en ese mismo mes se situó en el 71,4%, casi cuatro puntos por encima de la registrada en igual período de 2007. El número de beneficiarios aumentó, con datos hasta junio, un 30,7% frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 23,9%, en tasa interanual, en este período. La última información disponible, hasta septiembre, sobre el gasto destinado a prestaciones por desempleo y sobre el paro registrado continúa mostrando nuevos repuntes, hasta el 27,1% y hasta el 32,4%, respectivamente.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

m€ y %

	Presupuesto			Liquidación		Liquidación ENE-JUL		
	Presupuesto	Presupuesto	% variación	ENE-ABR	Liquidación ENE-JUL			
	2007	2008		% variación	2007	2008	% variación	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	106.142	114.081	7,5	11,4	65.008	70.401	8,3	
1.1 Cotizaciones sociales	97.942	105.107	7,3	7,7	59.738	63.668	6,6	
1.2 Transferencias corrientes	5.963	6.796	14,0	62,8	3.588	4.865	35,6	
1.3 Otros	2.237	2.177	-2,7	35,8	1.682	1.868	11,0	
2 PAGOS NO FINANCIEROS	98.390	106.048	7,8	9,5	54.208	59.485	9,7	
2.1 Personal	2.253	2.412	7,1	7,0	1.252	1.345	7,5	
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.807	1.978	9,5	3,4	990	1.067	7,7	
2.3 Transferencias corrientes	93.743	101.056	7,8	9,5	51.551	56.491	9,6	
<i>Pensiones contributivas</i>	80.099	86.041	7,4	7,8	44.301	47.852	8,0	
<i>Incapacidad temporal</i>	7.313	7.716	5,5	7,1	3.741	4.327	15,7	
<i>Resto</i>	6.330	7.298	15,3	34,2	3.508	4.311	22,9	
2.4 Otros	588	601	2,2	111,0	416	583	40,2	
3 SALDO NO FINANCIERO	7.752	8.033	3,6	16,8	10.800	10.916	1,1	

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector 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-JUN Variación porcentual 2008/2007	Liquidación		
						2007 ENE-SEP	2008 ENE-SEP	Variación porcentual
						1	2	3
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	159.840	12,7	142.247	-11,0	-5,1	111.524	93.566	-16,1
Impuestos directos	96.980	19,5	83.624	-13,8	4,4	65.957	53.912	-18,3
<i>IRPF</i>	48.626	17,3	44.645	-8,2	13,7	33.978	30.582	-10,0
<i>Sociedades</i>	44.823	20,5	35.445	-20,9	-17,6	29.372	20.703	-29,5
<i>Otros (a)</i>	3.531	42,8	3.534	0,1	1,9	2.606	2.627	0,8
Impuestos indirectos	48.445	0,2	42.423	-12,4	-18,1	35.950	29.258	-18,6
<i>IVA</i>	33.752	-4,7	27.791	-17,7	-22,8	24.940	18.380	-26,3
<i>Especiales</i>	11.468	15,9	11.458	-0,1	-2,6	8.588	8.520	-0,8
<i>Otros (b)</i>	3.224	7,2	3.174	-1,6	-0,5	2.422	2.358	-2,7
Otros ingresos	14.415	16,4	16.200	12,4	9,5	9.617	10.395	8,1
2 PAGOS NO FINANCIEROS	139.704	7,2	150.289	7,6	4,2	101.354	106.575	5,2
Personal	23.678	6,6	25.425	7,4	7,5	16.937	18.078	6,7
Compras	4.454	17,2	4.212	-5,4	-2,5	2.788	2.857	2,5
Intereses	14.539	-6,9	16.094	10,7	15,3	12.182	13.914	14,2
Transferencias corrientes	77.680	7,6	83.661	7,7	4,5	57.581	60.154	4,5
Inversiones reales	10.106	11,8	10.575	4,6	-3,2	6.314	6.738	6,7
Transferencias de capital	9.248	23,5	10.321	11,6	-16,0	5.552	4.835	-12,9
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	20.135	—	-8.042	—	—	10.169	-13.009	—
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	165.179	12,2	146.640	-11,2	-4,8	114.152	96.730	-15,3
Empleos no financieros	151.683	6,7	164.280	8,3	10,0	101.899	110.306	8,3
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	13.496	—	-17.640	—	—	12.253	-13.576	—
(En porcentaje del PIB)	1,3	—	-1,6	—	—	1,2	-1,2	—

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.

efecto transitorio, dado que afecta negativamente a la recaudación por IVA en términos de caja durante todo el 2008 al producir menores ingresos, pero también generará menores solicitudes de devolución en 2009. En segundo lugar, el impacto del incremento de los costes energéticos sobre las cuotas soportadas por las empresas, unido al menor pulso de la actividad económica, está lastrando la evolución de esta figura impositiva.

Por lo que respecta a los pagos del Estado, la aceleración ocurrida en el tercer trimestre vino marcada por la de los pagos de capital, que experimentaron una cierta recuperación, especialmente en el caso de las inversiones reales. Por su parte, los pagos corrientes crecieron a un ritmo similar al del trimestre anterior, como consecuencia de la evolución contrapuesta de los pagos de personal y por intereses, que se ralentizaron, y de las compras, que ganaron dinamismo. El Avance de liquidación prevé una aceleración significativa de los pagos totales en la última parte del año, que vendría ligada a las transferencias corrientes y de capital.

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 siete meses del año 2008 en

Millones de euros

		ENERO-JULIO		TASA DE VARIACIÓN
		2007	2008	2008/2007 (b)
INGRESOS	Cuenta corriente	203.203	217.875	7,2
	Mercancías	110.484	118.514	7,3
	Servicios	52.260	55.604	6,4
	Turismo	23.014	23.574	2,4
	Otros servicios	29.247	32.030	9,5
	Rentas	31.118	35.209	13,1
	Transferencias corrientes	9.340	8.549	-8,5
	Cuenta de capital	3.196	4.802	50,2
	Cuentas corriente + capital	206.399	222.677	7,9
	PAGOS	Cuenta corriente	264.230	283.901
Mercancías		159.862	172.430	7,9
Servicios		40.366	42.261	4,7
Turismo		7.747	7.840	1,2
Otros servicios		32.619	34.421	5,5
Rentas		49.381	54.245	9,9
Transferencias corrientes		14.622	14.964	2,3
Cuenta de capital		1.217	786	-35,4
Cuentas corriente + capital		265.447	284.687	7,2
SALDOS		Cuenta corriente	-61.027	-66.026
	Mercancías	-49.378	-53.916	-4.539
	Servicios	11.895	13.343	1.448
	Turismo	15.266	15.734	467
	Otros servicios	-3.372	-2.391	981
	Rentas	-18.263	-19.037	-774
	Transferencias corrientes	-5.281	-6.415	-1.134
	Cuenta de capital	1.979	4.016	2.037
	Cuentas corriente + capital	-59.049	-62.010	-2.961

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

62.010 millones de euros, lo que supone un aumento del 5% interanual, tasa significativamente inferior a la observada en 2007 (véase cuadro 5). Esta ampliación del desequilibrio exterior reflejó un aumento del déficit por cuenta corriente del 8,2%, que fue resultado del incremento del déficit energético y, en menor medida, de los correspondientes a las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, evolución que la mejora del superávit de servicios no pudo compensar. Por su parte, el saldo positivo de la cuenta de capital se duplicó, hasta 4.016 millones de euros.

En los siete primeros meses de 2008, el desequilibrio de la balanza comercial aumentó un 9,2%, hasta 53.916 millones de euros. Este ritmo de aumento es algo más elevado que el observado en el conjunto del año pasado, si bien ha mostrado un perfil de desaceleración en meses recientes. Además, el mayor aumento de las compras nominales al exterior en comparación con las ventas (7,9% y 7,3%, respectivamente) se explica por el deterioro de la relación real de intercambio generado por los precios del petróleo, pues, según los datos de Aduanas, el avance de las exportaciones de bienes en términos reales superó al de las importaciones. A diferencia de lo acontecido el año anterior, la factura energética, que se incrementó significativamente entre enero y julio de 2008, fue el elemento determinante en el

ascenso del déficit comercial nominal, puesto que el déficit no energético se corrigió moderadamente.

La balanza de servicios arrojó en los siete primeros meses de 2008 un superávit de 13.343 millones de euros, un 12,2% superior al acumulado en el mismo período de 2007. Esta elevación del saldo positivo se explicó por la modesta mejora del superávit de turismo, del 3,1%, hasta alcanzar 15.734 millones de euros, y, en mayor medida, por la corrección del déficit del resto de servicios, del 29,1%, situándose en 2.391 millones de euros. Los ingresos turísticos nominales crecieron un 2,4% en el conjunto de los siete primeros meses de 2008, tasa inferior a la del conjunto de 2007 (3,6%). Por su parte, los pagos turísticos se desaceleraron, aumentando un 1,2% interanual, en consonancia con la evolución de sus principales determinantes, y en particular con la pérdida de empuje del gasto de los hogares. En cuanto al resto de servicios, en los siete primeros meses del año el dinamismo de los ingresos fue más pronunciado que el de los pagos (con tasas de crecimiento del 9,5% y 5,5%, respectivamente), lo que permitió que el déficit de esta rúbrica se redujera considerablemente.

Durante los siete primeros meses de 2008, el saldo deficitario en rentas creció un 4,2%, lo que supone una ralentización en comparación con lo observado en los últimos años. Esta moderación se explica por un avance más acusado de los ingresos que de los pagos (13,1% y 9,9%, respectivamente). Por el contrario, el ritmo de expansión del déficit de transferencias corrientes en los siete primeros meses del presente ejercicio (21,4%) fue más pronunciado que en el conjunto del año anterior. Esta evolución fue resultado tanto de la reducción de los ingresos, del 8,5%, como del avance de los pagos, del 2,3%. El descenso de los ingresos se concentró en los procedentes de la UE, particularmente en los correspondientes a los fondos de carácter agrario y, en menor medida, en el Fondo Social Europeo. Por su parte, el incremento de los pagos respondió al comportamiento de los dirigidos a la UE, impulsados sobre todo por los correspondientes al recurso RNB. También dentro de estas transferencias corrientes, las remesas enviadas al exterior descendieron un 5,3% en los siete primeros meses de 2008, en contraste con el dinamismo mostrado a lo largo de la última fase expansiva de la economía española.

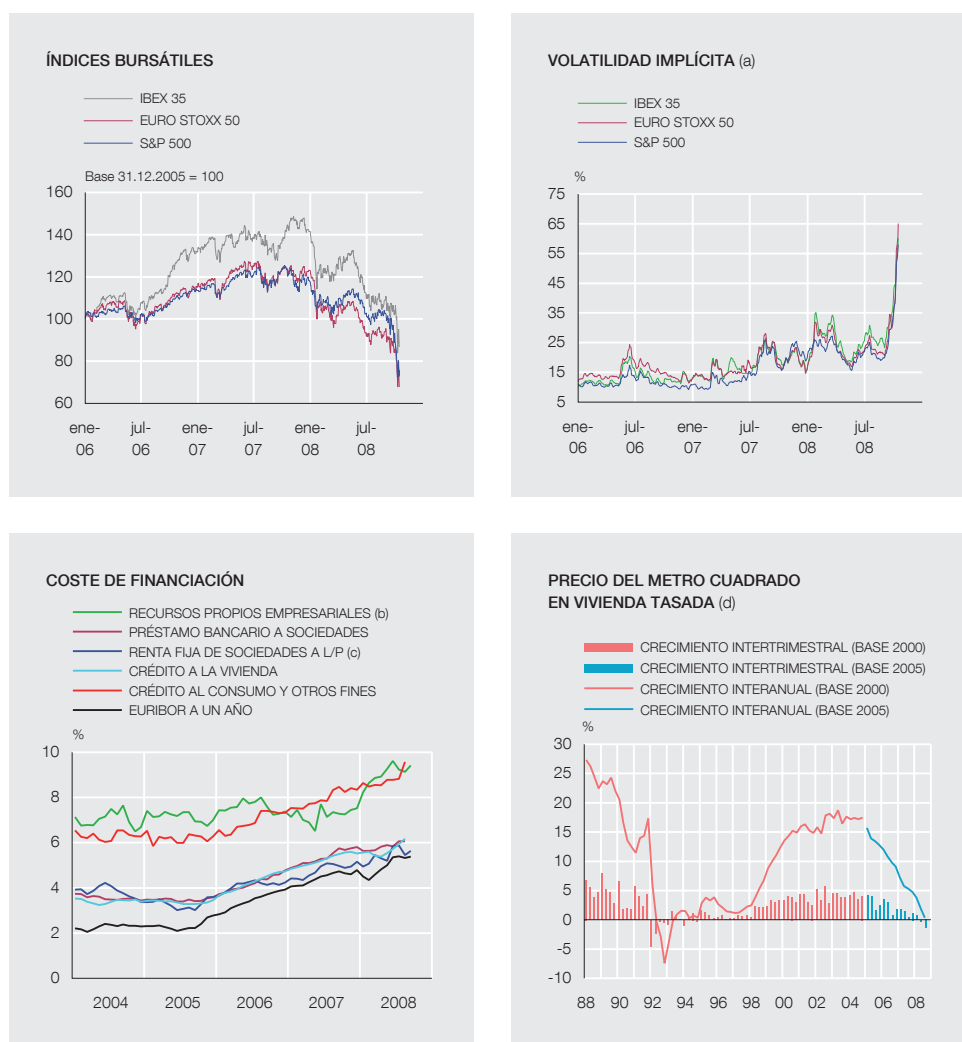
5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

La evolución financiera durante el tercer trimestre de 2008 y las primeras semanas del cuarto ha estado condicionada por los nuevos brotes de inestabilidad asociados al fuerte deterioro de la posición patrimonial de algunas instituciones financieras estadounidenses y europeas sistémicamente importantes, que llevaron a quiebras, en algunos casos, y a rescates públicos y procesos de consolidación bancaria, en otros. Estos acontecimientos propiciaron una preocupación creciente por la estabilidad financiera internacional, lo que llevó a que se agravaran significativamente las tensiones en los mercados financieros internacionales durante septiembre y principios de octubre. La decidida actuación de los bancos centrales (que redujeron los tipos de intervención de forma coordinada en 50 pb) y de los gobiernos (que anunciaron distintos planes de ayuda al sector financiero) ha contribuido a una cierta normalización de las condiciones en los mercados durante los últimos días, aunque es pronto aún para valorar su efecto final. En todo caso, salvo en el caso de los mercados financieros, la información que se utiliza en esta sección para analizar la evolución financiera reciente se refiere a un período anterior al momento de mayores turbulencias, por lo que no se dispone de datos para estudiar cuál ha sido el impacto de estos desarrollos sobre las principales variables que se comentan.

En las bolsas, las tensiones se tradujeron en descensos de las cotizaciones y en un notable repunte de su volatilidad (véase gráfico 23). A mediados de octubre, el IBEX 35 se situaba un 23% por debajo del nivel de finales de junio, una caída inferior a la del EURO STOXX 50 (28%) y a la del S&P 500 (26%). Tras estos movimientos, las pérdidas acumuladas por el índice español en el conjunto del año aumentaron hasta el 39% (45% y 36%, en el caso de las referencias europea y estadounidense, respectivamente). A lo largo de todo este período aumentaron las primas de riesgo en los mercados de crédito, mientras que en los de deuda pública se redujeron las rentabilidades negociadas como consecuencia tanto de la mayor preferencia de inversores por los activos más seguros como de la revisión a la baja de las expectativas futuras de los tipos de interés oficiales. Dentro del área del euro, este movimiento fue más acusado para los bonos emitidos por el estado alemán, lo que redundó en una ampliación de los diferenciales frente a dichos activos, que en el caso de los títulos españoles alcanzó los 45 pb en el plazo de diez años. En los mercados interbancarios no se apreciaron variaciones significativas en los precios durante el tercer trimestre, de forma que la media del EURIBOR a un año en septiembre fue del 5,4%, prácticamente el mismo valor que en junio. Durante los primeros días de octubre este tipo de interés se elevó por encima del 5,5%, 225 pb más que el correspondiente a las operaciones al mismo plazo con garantías (145 pb más que a finales de junio). No obstante, tras la aprobación del plan de medidas de ayuda al sector financiero por parte del Eurogrupo descendieron algo las rentabilidades de los depósitos interbancarios a plazo.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, entre julio y septiembre se mantuvo la pauta de desaceleración en el precio de la vivienda libre, que habría llevado a que se registrase una disminución con respecto al trimestre previo (del 1,3%), lo que situó la tasa interanual de avance en el 0,4% (1,6 pp menos que en junio). Por otra parte, una novedad relevante sobre la información del valor de los inmuebles es el nuevo índice que el INE empezó a publicar a principios de octubre. Esta serie mide las variaciones en el precio de las viviendas adquiridas en cada período, corrigiéndolas por cambios en la calidad y en la composición geográfica. El dato más reciente, que se refiere al segundo trimestre de 2008, muestra un descenso del 0,3% en relación con junio de 2007.



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.

Los últimos datos disponibles sobre las condiciones de financiación del sector privado, que se refieren a un período anterior a la fase más aguda de las tensiones recientes en los mercados, siguen apuntando a nuevos endurecimientos, a través tanto de aumentos en el coste de los fondos como de la aplicación de unas condiciones de oferta crediticia más exigentes, según se deduce de las respuestas relativas a las expectativas de las entidades para el tercer trimestre contenidas en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de julio.

La información más reciente de los balances del sector privado, que también se refiere al período anterior a la fase de mayores tensiones en los mercados, muestra que durante los dos primeros meses del tercer trimestre la deuda del sector privado continuó desacelerándose. En el caso de las familias, el avance interanual del crédito en agosto estuvo en el entorno del 7%, una reducción de algo más de un punto porcentual respecto al dato de junio, mientras que las tasas intertrimestrales apuntan a un incremento algo inferior al 5% en

términos anuales. El crecimiento de los fondos ajenos de las sociedades se redujo en mayor medida, alrededor de 2 pp, situándose ligeramente por debajo del 10% en comparación con el mismo período del año anterior y alrededor del 5% en términos intertrimestrales anualizados. Los últimos datos disponibles del crédito por finalidades, correspondientes a junio, muestran una ralentización de esta variable en la mayoría de las ramas, aunque esta fue más intensa en la de servicios inmobiliarios que en la de construcción y en la industria. Por el contrario, se mantuvo un ritmo de expansión elevado, similar al de los meses anteriores, en los fondos captados por el resto de servicios.

En el segundo trimestre de 2008 se mantuvieron las ratios de endeudamiento de hogares y sociedades en relación con sus rentas, pero la carga financiera volvió a aumentar como consecuencia del curso creciente de los costes de financiación (véanse gráficos 24 y 25). Los datos de avance más recientes apuntan a ligeros retrocesos del primer indicador y a una continuación de la senda ascendente en el segundo. Por otra parte, de acuerdo con las Cuentas Financieras, durante la primavera se redujeron las necesidades de financiación de estos sectores. En línea con esta evolución, se recuperó el ahorro de los hogares no destinado al servicio de la deuda, trayectoria que habría proseguido durante el verano. En paralelo, entre abril y junio descendió ligeramente la riqueza neta de las familias en términos de la renta bruta disponible (RBD), tendencia que podría haberse extendido durante los meses posteriores a juzgar por la evolución del precio de los activos. Por lo que se refiere a las empresas, los beneficios han empezado a dar muestras de menor dinamismo durante el primer semestre del año y, en el caso de las cotizadas, los analistas han revisado a la baja sus previsiones para el próximo ejercicio (véase gráfico 26). Además, según se deduce de diversas encuestas de opinión, durante los últimos trimestres la evolución financiera habría influido negativamente sobre la actividad de las compañías (véase recuadro 6).

El grado de presión financiera soportada por algunos segmentos de estos sectores habría aumentado durante los últimos meses, especialmente entre los agentes más endeudados, más expuestos a la evolución desfavorable del precio de los activos y que desarrollan su actividad en las ramas que se han visto más afectadas por la desaceleración económica. En sintonía con ello, la ratio agregada de dudosos de empresas y familias ha seguido aumentando, situándose en agosto en el 2,5%, frente al 0,9% de finales de 2007.

Por otra parte, la información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente a junio de 2008, muestra que las necesidades de financiación de la nación en relación con el PIB se han mantenido en los mismos niveles del primer trimestre (10%, en términos acumulados de doce meses) como resultado del descenso en el déficit de fondos de los hogares y las sociedades, que fue compensado por la reducción del superávit de recursos de las AAPP y, en menor medida, de las instituciones financieras (véase cuadro 6). A diferencia de lo que ocurrió durante los tres primeros meses del año, entre abril y junio los recursos netos captados en el resto del mundo por los sectores distintos del Banco de España no fueron suficientes para cubrir el déficit exterior, de modo que el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo por un importe equivalente a algo más del 1% del PIB.

En resumen, los datos más recientes apuntan a que el curso de las condiciones de financiación del sector privado durante los últimos meses ha continuado siendo restrictivo. Se mantiene así la progresiva desaceleración de los fondos ajenos de los hogares y de las sociedades, evolución que habría sido compatible con el aumento de la proporción de agentes que se encuentran bajo una mayor presión financiera. Por último, la prolongación y el agravamiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales de las últimas semanas tienden a dificultar en mayor medida que hasta ahora la captación de recursos en el resto del mundo,

Durante los últimos trimestres, el contexto económico y financiero en el que han operado las empresas ha experimentado un cambio notable. Así, la demanda agregada se ha debilitado sustancialmente y, tras las turbulencias financieras surgidas hace un año, se ha agravado notablemente durante las últimas semanas. Estos desarrollos podrían traducirse en mayores dificultades financieras de las sociedades —en términos tanto de su posición patrimonial como de su acceso a la financiación externa—, lo que podría llegar a afectar negativamente a su actividad.

En este contexto, en el presente recuadro se analiza la percepción de las empresas con respecto a la influencia de los factores financieros sobre su actividad durante el período reciente. Para aproximar este concepto se utilizan encuestas de opinión. En concreto, se usan, en primer lugar, los resultados del Indicador de Confianza Empresarial, que elaboran trimestralmente las Cámaras de Comercio a partir de las respuestas de unas 5.000 sociedades situadas en todo el territorio nacional a un cuestionario que incluye una serie de preguntas relativas a la evolución de su actividad y a los factores que la limitan. Entre estos últimos se encuentran posibles dificultades de financiación o tesorería. El gráfico 1 muestra el porcentaje de compañías que, en promedio, y de acuerdo con esta encuesta, indicaban tener este tipo de problemas en dos períodos: entre 2003 (año en que se empieza a elaborar este indicador) y 2007, y en la parte transcurrida de 2008 (hasta el tercer trimestre, último dato disponible).

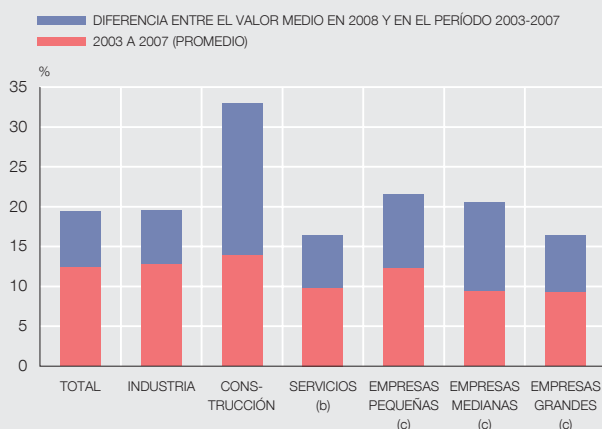
El gráfico 1 permite observar, en primer lugar, algunas diferencias sectoriales en el porcentaje de sociedades que declaran que los factores financieros ejercen una influencia negativa sobre la marcha del

negocio. Así, el desglose por ramas productivas muestra que en el sector servicios dicha proporción es algo menor que en la industria y la construcción, mientras que la desagregación por tamaño empresarial ilustra que existe una relación inversa entre esta variable y la percepción de dificultades de financiación y tesorería como factor limitador de la actividad.

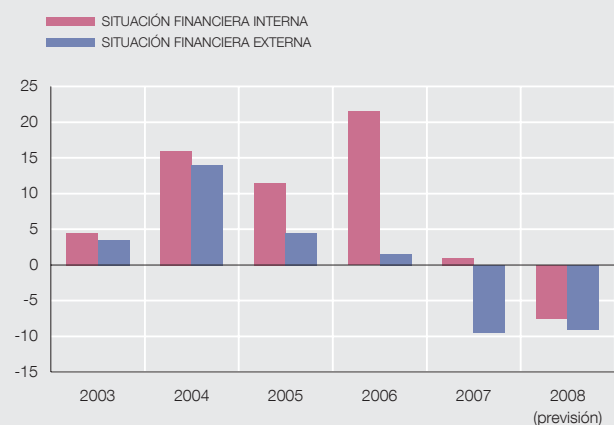
En segundo lugar, se observa que durante los últimos trimestres ha aumentado la proporción de empresas que perciben que los factores financieros han ejercido una influencia negativa sobre su actividad. Concretamente, para el conjunto de la muestra el indicador ha aumentado en 7 pp. El incremento ha sido más acusado en la construcción, con un ascenso de casi 20 pp, hasta situarse por encima del 30%, en línea con el menor dinamismo de la actividad en este sector. En el resto de ramas productivas, aunque también se ha producido una elevación, esta ha sido mucho más moderada. Por el contrario, no se detectan diferencias significativas en las variaciones del período más reciente en función del tamaño de las compañías.

El aumento en el porcentaje de empresas que perciben una influencia negativa de los factores financieros sobre la marcha de su actividad puede reflejar tanto una evolución menos favorable de los recursos generados internamente, en un contexto de menor dinamismo económico, como unas mayores dificultades de acceso a financiación externa. La Encuesta de Inversiones Industriales, elaborada por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, y en la que participan unas 2.000 compañías del sector industrial, aporta información útil sobre este aspecto, ya que ofrece un desglose que aproxima esos dos componentes. En concreto, separa entre los referidos a la situa-

1 PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE REPORTAN DIFICULTADES FINANCIERAS O DE TESORERÍA COMO UN FACTOR LIMITATIVO DE SU ACTIVIDAD (a)



2 INDICADOR DEL IMPACTO DE LOS FACTORES FINANCIEROS SOBRE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL DEL SECTOR INDUSTRIAL (d)



FUENTES: Cámaras de Comercio (gráfico 1) y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (gráfico 2).

- a. Medias de las observaciones trimestrales en el período considerado.
- b. Calculado como el promedio de los porcentajes observados para comercio, hostelería y otros servicios.
- c. Empresas pequeñas, medianas y grandes se definen como aquellas con menos de 50, entre 50 y 249, y más de 250 empleados, respectivamente. El porcentaje correspondiente a las empresas pequeñas es el promedio de los correspondientes a aquellas con menos de 10 empleados y entre 10 y 49.
- d. Indicador calculado ponderando con valores 1, 0,5, -0,5 y -1 el porcentaje de empresas que indican que su situación financiera tiene un impacto muy favorable, favorable, limitativo o muy limitativo, respectivamente, sobre sus decisiones de inversión.

ción financiera interna y a la externa. En el gráfico 2 se recoge la evolución que en los últimos años ha presentado un índice (acotado entre 100 y -100) que resume el impacto de estos dos aspectos sobre la inversión para la muestra de empresas colaboradoras. Valores positivos indican un efecto positivo, mientras que registros negativos recogerían la situación opuesta.

Como puede observarse en el gráfico 2, de acuerdo con la encuesta correspondiente a la primavera de 2008 (última disponible), las empresas industriales (excluyendo las constructoras) preveían que, por primera vez en los últimos seis años, su situación financiera interna tendría este año un impacto negativo sobre su inversión. Por su parte, la influencia positiva asociada a los factores financieros externos se habría reducido en los últimos años (en concreto, desde 2005, período en el que los costes de financiación empezaron a registrar una senda ascendente), y habría pasado a ser negativa en 2007 y 2008, en línea con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, que indican que las entidades han endurecido las condiciones de oferta crediticia durante el mismo período.

En resumen, los datos más recientes de encuestas empresariales alternativas parecen apuntar a una influencia más negativa de los factores financieros sobre la marcha de la actividad de las compañías, que habría estado ligada tanto a una menor disponibilidad de fondos internos, en un contexto de pérdida de dinamismo económico, como al endurecimiento en las condiciones de acceso a la financiación externa. Por ramas productivas, los cambios más notables se han registrado en aquellas que, como la construcción, se han visto más afectadas por el cambio en el ciclo económico, mientras que en el resto de sectores las variaciones han sido más moderadas.

Hay que tener en cuenta, no obstante, que la información utilizada en este recuadro se basa en datos que se han recogido antes de los episodios de mayor tensión en los mercados financieros internacionales de principios de octubre. En este sentido, es previsible que estos desarrollos se hayan traducido en una mayor percepción negativa de las compañías de la influencia de los factores financieros sobre la marcha de las empresas, aunque los anuncios de planes de ayuda al sector financiero por parte de las autoridades económicas han podido atenuar este impacto.

riesgo que es especialmente relevante en aquellas economías que, como la española, presentan un déficit exterior elevado.

En este contexto, es importante resaltar los esfuerzos conjuntos de los bancos centrales y de los gobiernos de los principales países desarrollados para restablecer el normal funcionamiento de los mercados financieros. Los primeros han llevado a cabo modificaciones en sus marcos operativos y en su operativa diaria para garantizar que las complejas necesidades de liquidez de las entidades en esta situación de máxima tensión no lleven a un agravamiento adicional de la misma. Los segundos, tras una fase inicial de actuaciones de carácter eminentemente individual, han diseñado un marco concertado común de acción, con un triple objetivo: incrementar la confianza de los depositantes mediante la elevación de los umbrales de garantía de los fondos nacionales de garantía de depósitos; prevenir la interrupción de los flujos crediticios, habilitando la adquisición (o el canje) por parte de los Tesoros de determinados activos de las entidades e implantando sistemas de garantía pública sobre las nuevas emisiones bancarias de deuda; y permitir a las entidades aumentar sus recursos propios con aportaciones estatales. Este es el marco en el que se inscriben las medidas adoptadas a comienzos de este mes por el Gobierno de España: elevación del umbral de las garantías de depósito hasta 100.000 euros, creación de un fondo a partir de una aportación inicial del Tesoro de 30 mm (ampliable hasta 50 mm) para la adquisición de activos españoles de máxima calidad en poder de las entidades, otorgamiento de avales del Estado a las operaciones nuevas que realicen las entidades de crédito en España hasta un importe máximo de 100 mm de euros en 2008, y autorización para la adquisición estatal de títulos para reforzar los recursos propios de las entidades de crédito.

5.2 El sector hogares

Durante el tercer trimestre de 2008 se ha registrado un nuevo ascenso en el coste de la financiación de los hogares. Así, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito

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

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.

para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se incrementaron durante julio y agosto en torno a 45 pb y 80 pb, respectivamente. Asimismo, de acuerdo con la EPB de julio, las entidades financieras esperaban que entre junio y septiembre los criterios de concesión en ambos tipos de préstamos fueran más exigentes que en los tres meses precedentes.

El endurecimiento de las condiciones de financiación y la menor confianza de los hogares contribuyeron a que su deuda siguiera desacelerándose, de modo que la tasa de avance interanual se redujo en más de un punto porcentual, hasta situarse en agosto en el entorno del 7%. Las tasas intertrimestrales anualizadas muestran un crecimiento algo más moderado (en torno al 5%). Por finalidades, el menor dinamismo de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, cuyos ritmos de expansión descendieron hasta alcanzar registros del 7% y del 8%, respectivamente, en relación con el mismo período de 2007.

Por otra parte, la información más reciente de las Cuentas Financieras muestra que la inversión en activos financieros volvió a moderarse durante el segundo trimestre de 2008 (véase cuadro 7). De este modo, en términos acumulados anuales esta se situó en el entorno del 6% del PIB, más de un punto porcentual por debajo del nivel de marzo. Esta evolución vino acompañada de una continuación en el proceso de recomposición de la cartera, de modo que los depósitos a plazo, incluidos en la partida otros depósitos y valores de renta fija, siguieron ganando peso, mientras que las adquisiciones netas de participaciones en fondos de inversión y de medios de pago fueron negativas.

Durante el segundo trimestre la ratio de endeudamiento de los hogares se mantuvo en el entorno del 130% de la RBD, el mismo nivel de tres meses antes (véase gráfico 24). Por el contrario, el curso creciente de los tipos de interés determinó un nuevo aumento, aunque modesto, de la carga financiera asociada, de modo que, en la misma fecha, se situaba cerca del 18% de la RBD. No obstante, la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, se recuperó durante este período, en línea con el descenso de las necesidades de financiación de este sector, que se redujeron hasta el 0,7%

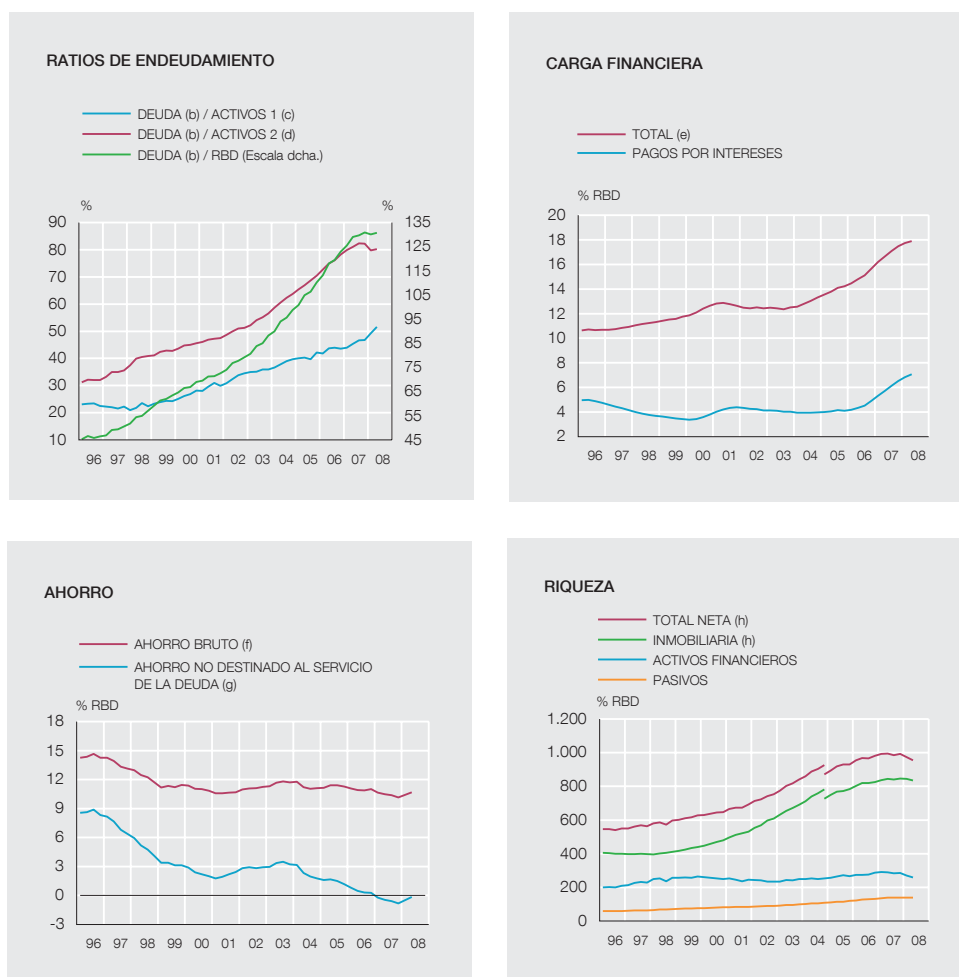
% del PIB	2004	2005	2006	2007			2008	
				IV TR	I TR	II TR		
HOGARES E ISFLSH:								
Operaciones financieras (activos)	9,5	10,4	10,9	7,7	6,8	5,6		
Medios de pago	3,9	4,0	3,1	-1,0	-1,0	-1,7		
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	5,8	7,8	7,9	8,3		
Acciones y otras participaciones (b)	0,3	0,2	-1,1	0,7	0,5	0,9		
Fondos de inversión	1,6	1,9	0,2	-1,2	-1,5	-2,8		
Reservas técnicas de seguros	1,9	2,0	1,8	1,0	0,9	0,9		
<i>De las cuales:</i>								
<i>De vida</i>	0,7	0,7	0,6	0,3	0,2	0,2		
<i>De jubilación</i>	0,9	1,0	0,9	0,6	0,5	0,5		
Resto	0,7	0,7	1,2	0,4	0,1	0,1		
Operaciones financieras (pasivos)	10,1	11,7	12,6	9,3	8,0	6,4		
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	10,8	12,3	13,0	9,4	8,0	6,6		
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	8,7	10,2	9,9	7,2	6,2	4,7		
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,1	2,2	3,1	2,2	1,8	1,8		
Resto	-0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,0	-0,2		
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
Operaciones financieras (activos)	14,4	18,2	22,5	12,9	10,2	5,6		
Medios de pago	1,0	2,0	2,3	-0,4	-1,1	-1,1		
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,3	1,2	1,6	2,4	2,7	2,3		
Acciones y otras participaciones	6,3	7,2	10,9	6,7	5,3	2,5		
<i>De las cuales:</i>								
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,8	3,9	7,7	5,5	5,6	3,5		
Resto	6,8	7,7	7,7	4,2	3,2	1,8		
Operaciones financieras (pasivos)	18,9	25,2	31,8	25,0	22,6	17,0		
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	8,3	12,9	17,6	13,9	12,4	9,3		
Préstamos exteriores	0,7	2,1	3,4	2,6	2,7	2,4		
Valores de renta fija (d)	0,0	0,3	1,8	0,5	0,3	0,5		
Acciones y otras participaciones	4,4	3,7	2,5	5,0	5,0	4,4		
Resto	5,5	6,2	6,6	3,0	2,2	0,4		
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):								
Financiación (e)	16,3	21,2	24,2	15,3	13,3	10,3		
Hogares e ISFLSH	20,2	20,9	19,6	12,7	10,7	8,5		
Sociedades no financieras	13,2	21,4	28,0	17,3	15,3	11,6		

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.

del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (frente al 1,2% de marzo). En paralelo, la riqueza neta de estos agentes retrocedió ligeramente en relación con su RBD entre marzo y junio.

Las ratios de dudosidad de los préstamos concedidos a los hogares han continuado aumentando durante el segundo trimestre, incremento que fue más acusado en el caso del crédito sin garantías que en el hipotecario, hasta situarse en junio en el 3,6% y el 1,3%, respectivamente, frente al 3% y al 1% de marzo.



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 titulizado 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.

5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, el coste de la financiación bancaria también aumentó durante el tercer trimestre del año. Así, los tipos de interés de los préstamos bancarios hasta un millón de euros se elevaron durante julio y agosto en 18 pb, mientras que los de un importe superior subieron 24 pb. Además, según la EPB correspondiente a julio, las entidades esperaban aplicar durante el verano unos criterios de concesión de créditos más estrictos que durante los tres meses precedentes.

El endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria y el deterioro de las perspectivas económicas han seguido frenando el dinamismo de los fondos ajenos, de modo que en agosto estos crecían alrededor del 10% en términos interanuales, casi 2 pp por debajo de la cifra de junio. Las tasas intertrimestrales anualizadas continuaron en niveles más reducidos (en torno al 5%). Por instrumentos, esta evolución resultó sobre todo de la moderación del crédito de las entidades residentes, que es la partida más importante. Cabe destacar también

que el componente de valores de renta fija se ha desacelerado de forma importante durante los últimos meses (la tasa intertrimestral se redujo en casi 8 pp), si bien su importancia relativa es muy reducida. En todo caso, el grueso de los recursos obtenidos por esta vía ha sido en valores a corto plazo, lo que puede estar asociado con las dificultades de captación de recursos a largo plazo en los mercados.

Los datos más recientes, referidos a junio, del desglose por actividad productiva del crédito muestran una importante desaceleración de los recursos destinados a los servicios inmobiliarios (su tasa de crecimiento interanual se ha reducido en más de 6 pp, hasta el 11%) y de menor intensidad en los fondos captados por la rama de la construcción y la industria. Por el contrario, la financiación bancaria obtenida por el resto de servicios siguió avanzando a un ritmo elevado (22%), similar al de los trimestres anteriores.

La información de las Cuentas Financieras para el segundo trimestre de 2008 muestra un descenso de un punto porcentual en las necesidades de financiación del sector, que se situaron en torno al 11% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Asimismo, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente y el ahorro bruto de las empresas, se redujo hasta el 16% del PIB, más de 2 pp por debajo del valor de marzo.

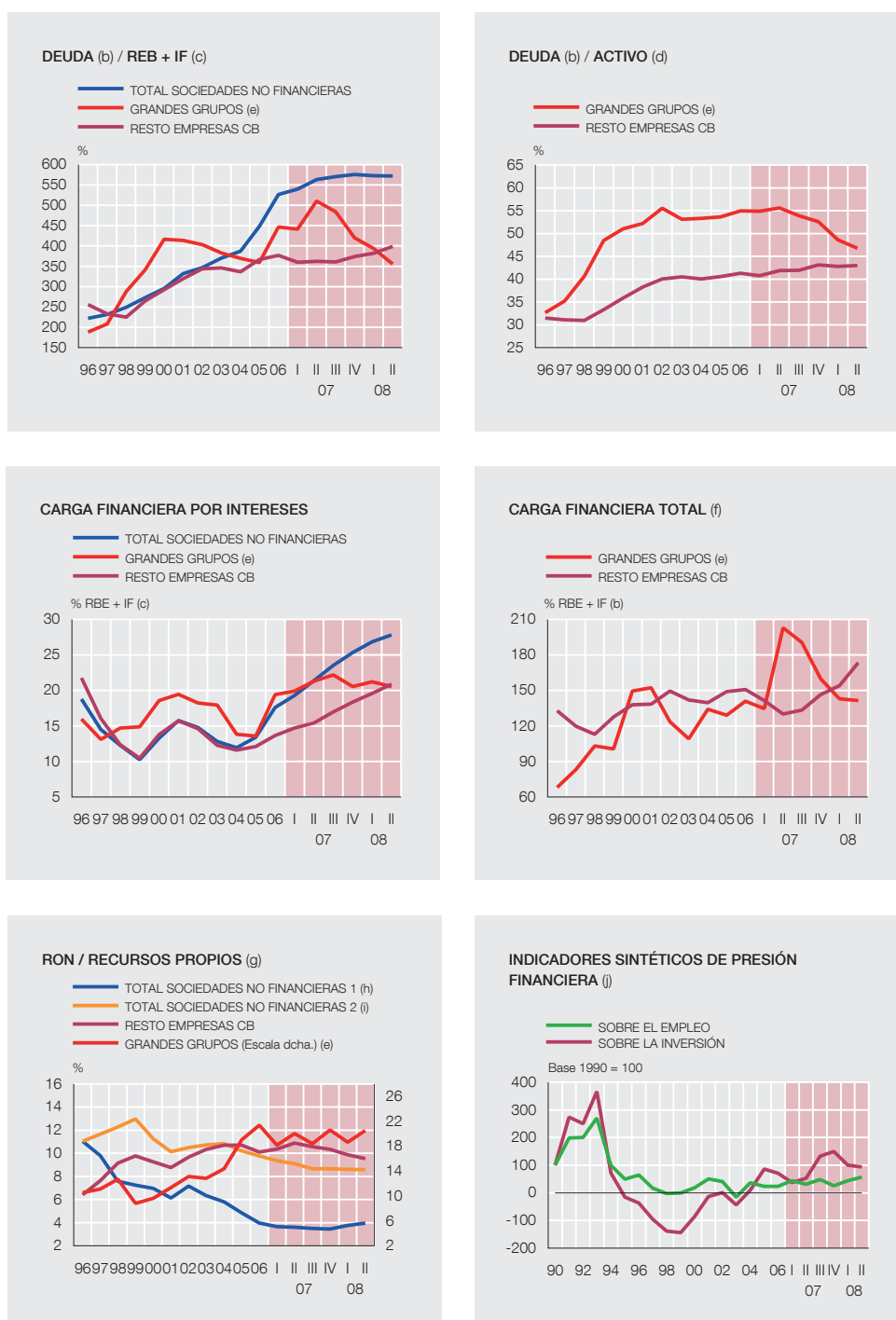
En línea con la progresiva desaceleración de los fondos ajenos, durante el segundo trimestre de 2008 se frenó el avance de la ratio de endeudamiento de las sociedades, que se situó en el 570% de los recursos generados por el sector, prácticamente el mismo nivel observado tres meses antes (véase gráfico 25). Sin embargo, la carga financiera siguió aumentando, acercándose al 28% del resultado económico bruto más los ingresos financieros del sector, apoyada en la evolución creciente de los costes de financiación. Este incremento contribuyó al estancamiento del resultado ordinario neto de las empresas, lo que se tradujo en una ligera reducción de la rentabilidad del capital durante el primer semestre del ejercicio. Por su parte, las tasas de dudosidad de las empresas han seguido creciendo entre marzo y junio, especialmente en la rama de la construcción y los servicios inmobiliarios (que ha pasado del 1% al 2%), mientras que en las otras actividades productivas el ascenso ha sido más moderado (del 1% al 1,2%).

La información más reciente de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia una reducción de su ratio de endeudamiento en el segundo trimestre de 2008, como consecuencia de la disminución experimentada en los grandes grupos, que compensó el aumento registrado para el resto de empresas, mientras que la carga financiera por intereses registró un ligero aumento. Por su parte, la rentabilidad de las compañías de esta muestra se redujo ligeramente. Como consecuencia del efecto conjunto de estas variables, el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo aumentó, mientras que el correspondiente a la inversión se mantuvo estable.

Por último, los analistas anticipan un menor crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, tanto para los próximos meses, hasta situarse en tasas de avance negativas, como a más largo plazo, aunque en este último caso el descenso es más moderado (véase gráfico 26).

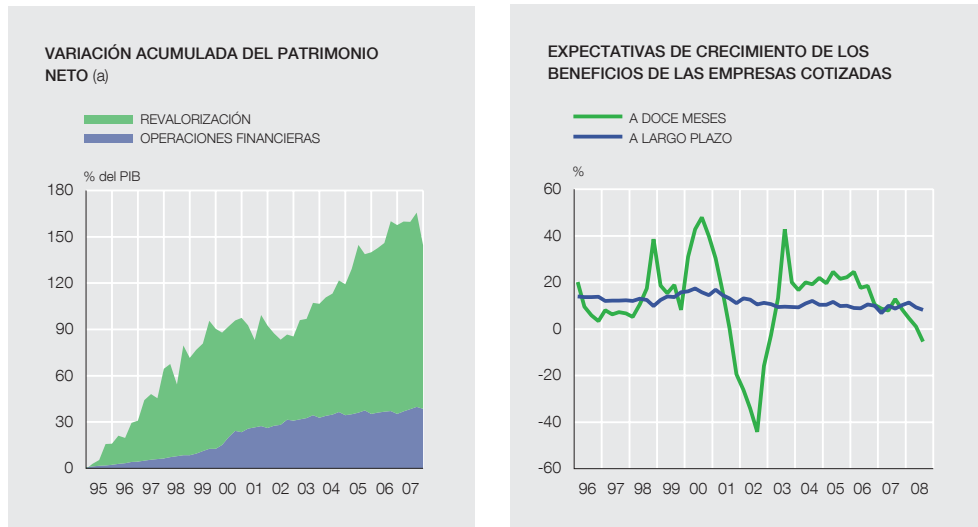
5.4 Las Administraciones Públicas

La capacidad de financiación de las AAPP se situó en junio, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 0,7% del PIB, un punto menos que la registrada a finales de marzo (véase



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 + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – 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.

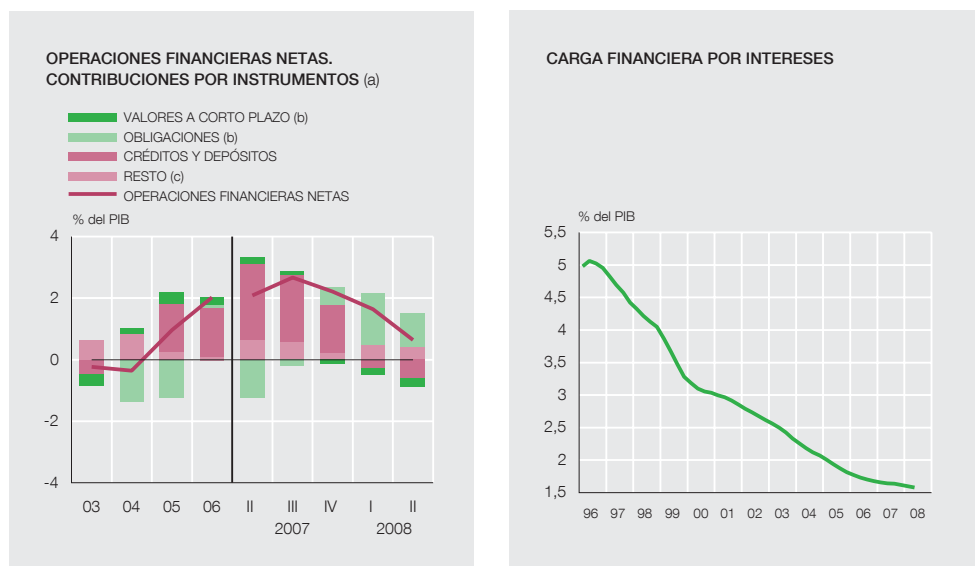


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

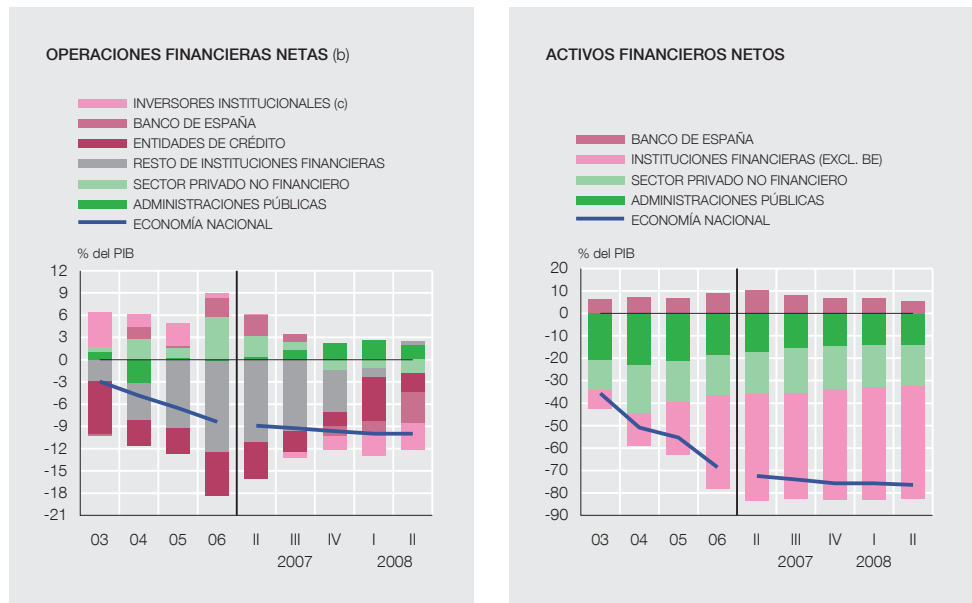
Datos acumulados de cuatro trimestres



FUENTE: Banco de España.

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

gráfico 27). El desglose por instrumentos muestra que durante los últimos doce meses se ha producido un descenso del volumen de valores a medio y largo plazo emitidos por estas instituciones en manos del resto de sectores, evolución que ha venido acompañada de una reducción en el saldo de depósitos netos de crédito y de una emisión positiva de instrumentos a corto plazo. Por otra parte, la contracción de la ratio de endeudamiento, junto con el mantenimiento del coste medio de los fondos, hizo que se redujeran ligeramente los pagos por intereses en relación con el PIB, hasta el 1,6%.



FUENTE: Banco de España.

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

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el segundo trimestre de 2008, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 10% del PIB, el mismo nivel de marzo. El desglose por sectores revela que esta evolución resultó de un descenso en el déficit de fondos de las sociedades y, en menor medida, de los hogares, que se ha compensado con la contracción del superávit de las instituciones financieras y, de forma más acusada, del de las AAPP (véase cuadro 6).

El desglose sectorial de las operaciones financieras frente al resto del mundo evidencia que durante el segundo trimestre se registraron unas entradas netas de fondos canalizadas a través de los inversores institucionales (por las desinversiones realizadas), del sector privado no financiero y de las AAPP. Sin embargo, estos recursos fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos y la financiación concedida por el resto de instituciones financieras distintas del Banco de España (que fue positiva en términos netos), por lo que los flujos netos de activo frente al exterior de esta institución volvieron a ser negativos y, en términos acumulados de doce meses, se situaron el 4,2% del PIB (véase gráfico 28).

Por el lado de los instrumentos de pasivo, durante el segundo trimestre de 2008 aumentó el volumen de los flujos financieros frente al extranjero, evolución que vino acompañada de una entrada neta de fondos canalizada a través de valores de renta fija emitidos por parte tanto de las AAPP como de las instituciones financieras. Sin embargo, en términos acumulados de cuatro trimestres las entradas de capital volvieron a reducirse, situándose en el 17% del PIB, casi 2 pp por debajo del dato de marzo (véase cuadro 8). Por instrumentos, el principal vehículo de financiación correspondió a los depósitos interbancarios (incluyendo los colateralizados), que supusieron una entrada bruta de recursos de cerca del 11% del PIB, y de casi el

% del PIB	2004	2005	2006	2007	2008	
				IV TR	I TR	II TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,4	-9,7	-10,0	-10,0
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,7	17,6	13,0	9,0	7,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,2	2,1	-0,7	1,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,7	3,1	3,4	4,2	1,6	4,6
Valores distintos de acciones	1,8	8,7	-1,2	1,6	1,5	0,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	6,6	-2,1	1,8	2,1	1,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,3	2,3	0,6	-0,1	-0,7	-0,8
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	10,2	7,8	6,3	3,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,8	3,9	7,7	5,5	5,6	3,5
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,8	0,9	1,2	-1,0	-1,9	-2,6
Préstamos	0,8	1,1	2,1	1,2	1,3	1,7
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,2	25,2	26,0	22,7	18,9	17,0
Depósitos	1,7	5,6	0,3	7,3	11,2	13,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,0	7,2	0,6	6,7	10,9	10,7
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,7	7,9	-0,2	-3,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	2,7	0,2	1,3	-1,5	-2,3	-1,7
<i>Entidades de crédito</i>	4,6	6,3	8,0	3,5	0,8	-1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,1	9,3	12,4	5,9	1,2	-0,4
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,1	4,3	4,7	4,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,7	1,0	-0,5	4,5	4,7	4,2
Préstamos	1,3	2,3	3,6	2,8	3,0	2,4
Otros neto (c)	-0,6	-0,8	-0,8	0,0	-0,3	0,4
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	8,1	8,7	8,9	7,0
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	2,2	4,0	5,6	6,1

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.

6% si se descuentan las operaciones por el lado del activo. Las transacciones canalizadas a través de deuda se tradujeron en una salida capital equivalente al 3% del PIB, mientras que el importe captado a través de acciones y otras participaciones se mantuvo en torno a los mismos niveles de los primeros tres meses del ejercicio, a pesar del mayor dinamismo de la inversión directa del exterior en España.

El volumen de los flujos de activo frente al resto del mundo también se recuperó, materializándose el grueso de estos recursos en préstamos interbancarios. Sin embargo, en términos acumulados de cuatro trimestres, el importe se redujo hasta el 7% del PIB, 2 pp menos que en marzo. La mayor parte de las salidas de capital se canalizaron a través de la rúbrica de

efectivo y depósitos, entre los que cabe destacar los interbancarios. Por otra parte, descendió la inversión en valores de renta fija en el extranjero por parte de los residentes, y especialmente de los inversores institucionales, que se deshicieron de una parte de su cartera. Por último, en parte como consecuencia del retroceso de la inversión directa de España en el exterior, también se contrajeron las adquisiciones de acciones y otras participaciones.

La evolución de los flujos financieros con el exterior y las variaciones en el precio de los activos, junto con el tipo de cambio, determinó un ligero aumento en el valor de la deuda neta acumulada frente al resto del mundo (véase gráfico 28). Por sectores, esta evolución fue el resultado de un incremento en el saldo deudor de las instituciones financieras y de una reducción del saldo acreedor del Banco de España, que más que contrarrestaron el moderado retroceso de los pasivos netos del sector privado no financiero y de las AAPP.

24.10.2008.