

# La economía española ante un amargo final de ciclo

María Jesús Fernández  
Ángel Laborda\*

La economía española alcanzó a finales de 2006 el punto máximo del ciclo en curso, iniciando posteriormente la fase descendente, que a lo largo de 2007 se concretó en una suave desaceleración del crecimiento. El estallido de la crisis financiera en los EE.UU. en agosto, la subida de la inflación a partir de septiembre y los aumentos del paro en otoño, en buena medida por motivos estacionales, desencadenaron un proceso de deterioro notable de las expectativas y un hundimiento de los indicadores de confianza de los consumidores y empresarios, al tiempo que el ajuste en el sector de la vivienda empezó a hacerse más agudo. Todo ello ha conducido a una intensificación de la tendencia a la baja del ritmo de crecimiento en el primer trimestre de este año, hasta el punto que el empleo se ha estancado e incluso da signos de caída en los meses más recientes. El inicio del año supera negativamente el escenario previsto por el gobierno, organismos internacionales y analistas privados, lo que conducirá sin duda a una nueva ronda de revisiones a la baja en sus predicciones.

Este artículo intenta analizar brevemente la actual coyuntura de la economía española, estructurándose, como es habitual, en una primera parte en la que se repasan las tendencias recientes de los distintos agregados y variables económicas y en una segunda en la que se presentan las previsiones para 2008 y 2009. El ambiente de gran incertidumbre que domina el momento actual acerca de los plazos y efectos que tendrán las distintas crisis que afectan a la economía internacional (la crisis financiera, la inmobiliaria y la de las materias primas) y a la española han hecho aconsejable hacer dos escenarios, alto y bajo, en los que puede moverse la economía española durante este año y el próximo, si bien, cada información nueva que se va conociendo apunta como más probable al segundo.

\* Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

## 1. Evolución reciente de la economía española

### 1.1. Actividad económica, indicadores de demanda y de oferta

En el momento de la elaboración de este artículo sólo estaban disponibles las cifras de Contabilidad Nacional hasta el cuarto trimestre de 2007 (cuadro 1), aunque todos los indicadores, pese a estar en su mayoría distorsionados por los efectos del año bisiesto en febrero y del adelanto de la Semana Santa en marzo, apuntaban a una brusca caída en el ritmo de crecimiento, como ha confirmado el avance del PIB del primer trimestre, que da un aumento del 0,3 por 100 en tasa intertrimestral, menos de la mitad del observado en los dos trimestres precedentes. Con ello, la tasa interanual se reduce al 2,7 por 100, ocho décimas menos que el cuarto trimestre del pasado año. Son especialmente representativos de dicha tendencia los resultados de los indicadores de empleo relativos a este primer trimestre del año, que, aunque en términos interanuales siguen presentando crecimientos positivos, estos reflejan los aumentos producidos en los trimestres anteriores, ya que en términos intertrimestrales y corregidos de estacionalidad, la creación de empleo ha sido prácticamente nula. La desaceleración económica, que está siendo más rápida y profunda de lo previsto, es el resultado fundamentalmente del proceso de ajuste en el sector inmobiliario, así como del debilitamiento del consumo privado, como consecuencia, esto último, de varios factores: la subida de los tipos de interés, el deterioro de las expectativas económicas, el aumento del desempleo y el encarecimiento de los productos básicos, que resta capacidad de gasto a los hogares.

Cuadro 1

**PIB Y COMPONENTES**

Tasas de variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Media anual			Datos trimestrales, cvec			
	1996-2007	2006	2007	2007-I	2007-II	2007-III	2007-IV
PIB pm, precios constantes	3,7	3,9	3,8	4,1	4,0	3,8	3,5
<b>Demanda (precios constantes):</b>							
Gasto en consumo final	3,9	4,0	3,6	4,1	3,8	3,6	3,1
– Hogares e ISFLSH	3,7	3,7	3,1	3,5	3,4	3,1	2,7
– Administraciones públicas	4,3	4,8	5,1	6,1	5,0	5,1	4,4
Formación bruta de capital fijo	6,2	6,8	5,9	6,3	6,7	5,8	4,8
– Construcción	5,4	6,0	4,0	4,9	4,6	3,8	2,9
– Equipo y otros productos	7,3	8,0	8,6	8,5	9,7	8,7	7,6
Exportaciones b. y s	6,5	5,1	5,3	3,6	4,7	7,7	5,1
Importaciones b. y s.	9,0	8,3	6,6	6,0	6,7	8,4	5,4
Demanda nacional (a)	4,5	4,8	4,6	4,8	4,6	4,2	3,6
Saldo exterior (a)	-0,8	-1,2	-0,7	-1,0	-0,9	-0,7	-0,4
<b>Oferta (precios constantes):</b>							
VAB a precios básicos	3,6	3,9	3,9	4,4	4,0	3,7	3,4
– VAB pb, ramas agrarias y pesquera	2,5	2,4	3,8	7,4	2,6	2,8	3,2
– VAB pb, energía	2,2	1,4	1,0	-3,6	3,3	-0,2	4,9
– VAB pb, industria	3,1	2,9	3,1	5,4	3,4	2,8	0,9
– VAB pb, construcción	5,1	5,0	3,8	4,5	4,3	3,6	3,0
– VAB pb, servicios	3,6	4,1	4,2	4,4	4,2	4,2	4,0
• De mercado	3,7	4,1	4,0	4,4	3,8	3,9	3,7
• De no mercado	3,4	4,3	5,0	4,5	5,5	5,1	4,7
Impuestos netos sobre los productos	5,1	3,5	3,4	3,0	3,9	3,8	3,1
VAB pb, ramas de mercado no agrarias	3,7	3,9	3,7	4,3	3,8	3,5	3,2
<b>Rentas (precios corrientes):</b>							
Remuneraciones de los asalariados	6,9	6,7	7,1	7,4	7,2	7,0	6,7
– Remunerac. a tasa de salarización cte.	6,3	6,3	6,6	6,8	6,6	6,6	6,4
Excedente bruto explotación/Rentas mixtas	7,4	8,8	8,3	8,1	8,2	8,5	8,5
– Excedente a tasa de salarización cte.	8,1	9,3	8,8	8,7	8,8	8,8	8,8
Impuestos netos s/ producción e import.	9,3	10,2	1,8	6,8	3,9	-0,9	-2,3
<b>Pro memoria:</b>							
PIB precios corrientes:							
– Millardos euros	–	981,0	1.049,8	256,6	260,8	264,1	268,3
– Variación en porcentaje	7,4	8,0	7,0	7,6	7,3	6,8	6,4
Deflactor del PIB	3,5	4,0	3,1	3,4	3,2	2,9	2,9
Deflactor consumo hogares e ISFLSH	3,0	3,4	2,8	2,7	2,4	2,1	3,9

Fuentes: INE (CNTR).

(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

En alguna medida, la caída en el ritmo de crecimiento de la actividad económica refleja las secuelas de la crisis financiera internacional. Nuestro sistema financiero ha salido indemne del estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, debido a que la exposición de las entidades financieras españolas a los activos afectados por la misma es prácticamente nula. No obstante, la crisis podría haber impactado sobre nuestra economía a través de la vía de los tipos de interés más altos y de las mayores dificultades para obtener financiación en los mercados internacionales. No hay que olvidar que, durante la larga etapa expansiva del último decenio, nuestro crecimiento económico ha sido muy dependiente de la financiación exterior, y la imposibilidad de acceder al crédito internacional en las mismas condiciones que en el pasado constituye un factor que podría suponer, por sí solo, un freno importante para la actividad económica. No obstante, es probable que el menor recurso a los mercados financieros internacionales en la primera mitad de este año sea sobre todo el resultado de la caída de nuestras necesidades de financiación como consecuencia del aterrizaje inmobiliario, más que de las restricciones de acceso al mismo derivadas de la crisis financiera mundial, cuya influencia sobre la evolución más reciente de nuestra economía debe haber sido más bien limitada. El principal impacto de la crisis sobre nuestra economía puede proceder, más que por la vía de la escasez de financiación, por la de los mayores tipos de interés.

Los indicadores de consumo (gráfico 1) presentan un notable empeoramiento en los primeros meses del año, lo que apunta hacia una profundización de la tendencia a la desaceleración de esta variable observada ya en la segunda mitad de 2007. Tomando datos de los cuatro primeros meses del año para compensar el efecto Semana Santa, las ventas de automóviles se contrajeron un 12 por 100 en comparación con los mismos meses del año anterior, aunque esta fuerte caída se explica parcialmente por el efecto adelanto de las ventas a los últimos meses de 2007 provocado por el cambio de la fiscalidad sobre el automóvil. Las tasas de crecimiento de las ventas interiores de bienes y servicios de consumo declaradas por las grandes empresas han caído, en términos reales, desde un 3,4 por 100 interanual en el cuarto trimestre del pasado año hasta un -1,5 por 100 en el primero del actual, mientras que las ventas minoristas han intensificado su ritmo de descenso desde un -0,3 por 100 a finales del año pasado hasta -3,6 por 100 en el primer trimestre de 2008. El nivel de la cartera de pedidos de bienes de consumo también ha acelerado su caída en el primer trimestre, y el indicador de confianza de los consumidores que publica la Comisión Europea ha acentuado la trayectoria bajista iniciada a mediados del pasado año. El crecimiento del volumen del crédito al consumo presenta, por su parte, una acusada desaceleración hasta febrero que refleja un descenso en los nuevos créditos concedidos.

Los indicadores relativos a la formación bruta de capital en bienes de equipo (gráfico 1.3), variable que había conservado un tono muy pujante a lo largo del pasado ejercicio pese a la desaceleración de la economía, también exhiben una significativa pérdida de dinamismo en los primeros meses de 2008. Las ventas interiores de bienes de equipo declaradas por las grandes empresas han ralentizado su crecimiento hasta casi estancarse. Las matriculaciones de vehículos de carga cayeron en picado, un 26,5 por 100 interanual de media en los cuatro primeros meses del año, resultado que, pese a estar también sesgado a la baja por el cambio de fiscalidad, no deja de reflejar una tendencia de fondo claramente a la baja. Las disponibilidades de bienes de equipo también han presentado tasas interanuales negativas en los dos primeros meses, que contrastan con los crecimientos de entorno al 9 por 100 registrados en el segundo semestre de 2007. También el volumen de la financiación a las empresas ha relajado su ritmo de crecimiento desde tasas del entorno del 24 por 100, que se registraban en los meses centrales del pasado ejercicio, hasta cifras del 16 por 100, lo que significa que los nuevos créditos concedidos deben de estar presentando variaciones negativas. Las empresas españolas vienen de una etapa que, desde el punto de vista de la situación de sus balances y cuentas de resultados, se ha caracterizado por una gran solidez financiera, con elevados ratios de rentabilidad y un crecimiento vigoroso de los beneficios, de modo que el tono más apagado de la inversión obedece fundamentalmente a la caída de la demanda, al deterioro de las expectativas y a la restricción crediticia.

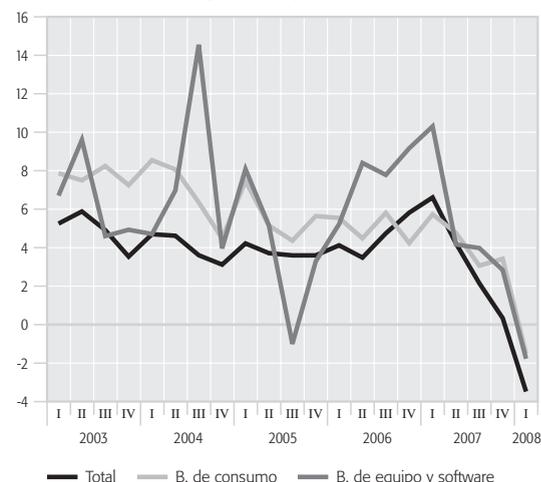
En cuanto a la inversión en construcción (gráfico 1.4), todo indica que en el primer trimestre de este año se ha producido un abrupto descenso en los niveles de actividad, después de la acusada reducción del ritmo de crecimiento registrada en la segunda mitad de 2007, especialmente en el último trimestre. El índice de producción en la industria de la construcción elaborado por Eurostat registró ya en los últimos meses de 2007 un retroceso, que se ha agravado durante los dos primeros de 2008. Dicho declive se ha producido tanto en la edificación como en la construcción civil, lo que podría estar reflejando, en este último caso, el final del ciclo electoral, que ha afectado sobre todo a la actividad de comunidades autónomas y ayuntamientos. Otro indicio del fuerte deterioro del sector es la acusada caída del consumo aparente de cemento, que en el primer cuarto del año fue del 12,3 por 100 interanual, lo que supone una considerable intensificación del ritmo de descenso desde el último cuarto del pasado año, en el que se situó en el 3,6 por 100. El índice de confianza del sector elaborado por la Comisión Europea presenta también una pronunciada pendiente descendente hasta niveles que no se veían desde 1997.

Gráfico 1

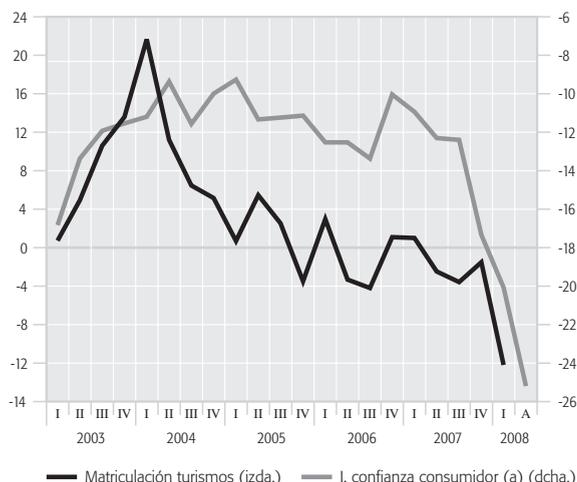
**INDICADORES DE DEMANDA**

Variación interanual en porcentaje

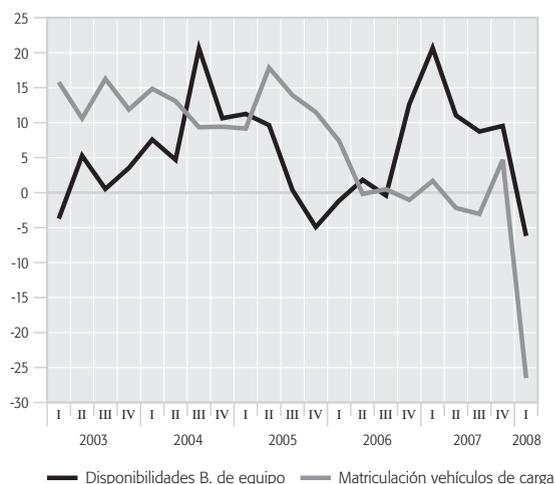
**1.1 Ventas interiores grandes empresas, deflactadas**



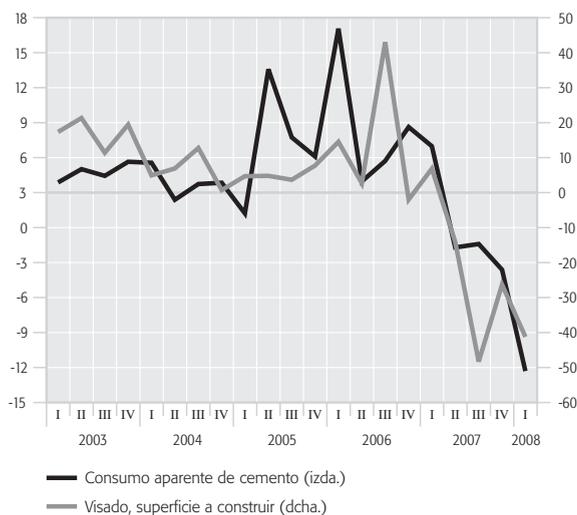
**1.2 Consumo**



**1.3 Inversión en equipo**



**1.4 Construcción**



Fuentes: Comisión Europea, MEH, M. Fomento, AEAT, DGT y OFICEMEN.

(a) Saldos de respuestas en porcentaje.

El déficit exterior ha continuado ampliándose en los dos primeros meses de 2008, a un ritmo incluso ascendente. En términos nominales, tanto las importaciones como las exportaciones han intensificado su avance en enero-febrero, pero las primeras en mayor medida que las segundas, como resultado fundamentalmente del encarecimiento de la factura petrolífera. Sin embargo, en términos reales, las exportaciones se han acelerado en el primer bimestre de 2008, desde una tasa de crecimiento del 3,8 por 100 interanual en el mismo período de 2007, hasta un 5,2 por 100, mientras que las importaciones han mantenido práctica-

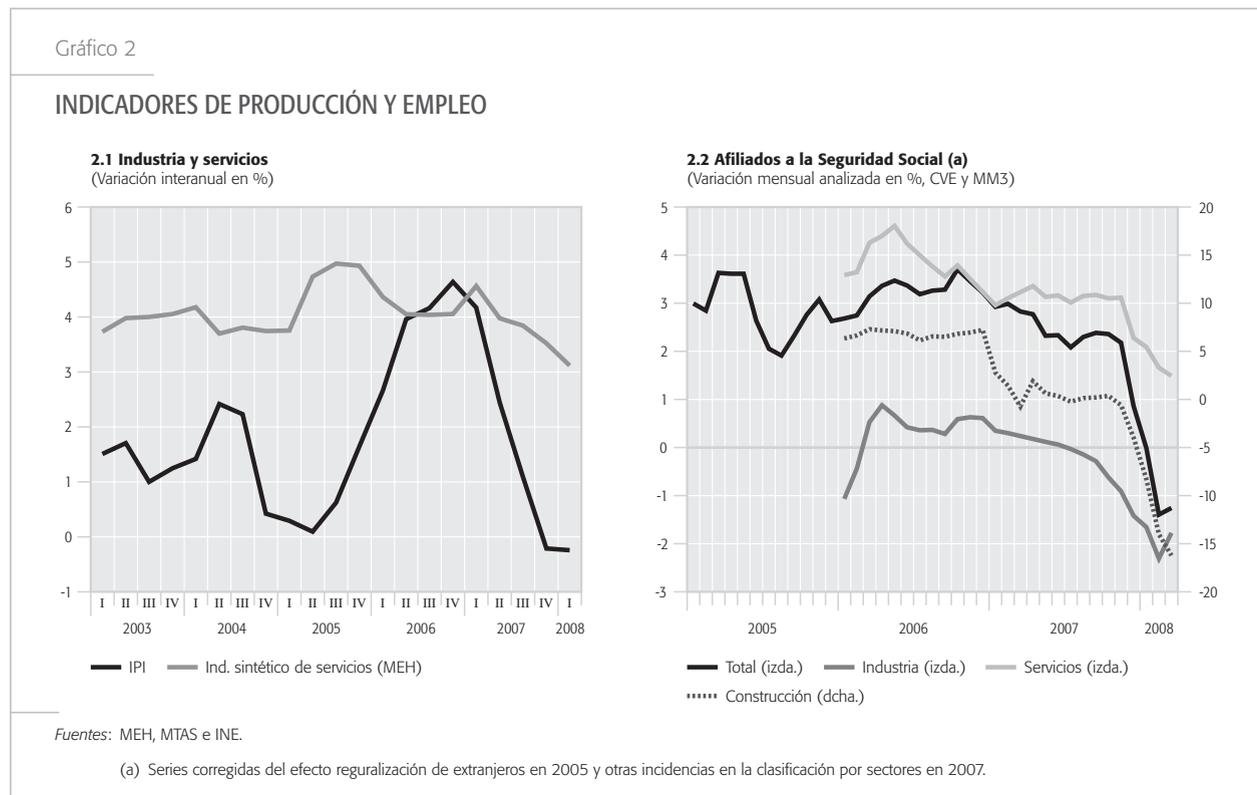
mente estable su tasa de crecimiento en el 8,2 por 100. La aceleración de las ventas al exterior estaría reflejando el relativamente buen momento de la economía europea al inicio del año, mientras que el sostenimiento del ritmo importador en un contexto de fuerte desaceleración de la demanda nacional se explica por el aumento de las exportaciones, que obliga a importar los productos intermedios y materias primas necesarias para producir los bienes exportados. Precisamente, son las compras al exterior de estos bienes, los intermedios, las que han experimentado un mayor crecimiento en volumen, seguidas de las de ali-

mentos, mientras que las importaciones de bienes de consumo no alimenticios han registrado un crecimiento más moderado y las de capital han descendido. En definitiva, aunque la balanza de pagos probablemente ha agravado su deterioro en el arranque de 2008 por culpa del encarecimiento de la energía, la aportación del sector exterior al crecimiento ha debido de ser menos negativa. No obstante, hay que tomar con cautela estas conclusiones, puesto que las cifras de comercio exterior presentan importantes deficiencias, y una parte del fuerte crecimiento de las exportaciones de enero podría corresponder al mes anterior, en el que se produjo un descenso también considerable de las mismas, de modo que el crecimiento real en los primeros meses de 2008 sería menor que el que indican las estadísticas de Aduanas. Además, hay que tener en cuenta que los fuertes crecimientos de las exportaciones e importaciones en febrero están sesgados por haber tenido un día laborable más, al ser este año bisiesto.

Desde la óptica de la oferta, la actividad industrial (gráfico 2.1) parece haber recuperado algo de aliento en enero y febrero, aunque probablemente de forma más modesta que lo apuntado por los indicadores de actividad en el sector, puesto que probablemente el dato de febrero adolece de una insuficiente corrección del efecto del día laborable adicional por ser año bisiesto. En cualquier caso, en marzo se ha vuelto a tasas negativas, con una caída interanual del 2,6 por 100. Los índices de cifra de nego-

cios y de entrada de pedidos en la industria han frenado la trayectoria a la baja que mantenían sus tasas de crecimiento desde mediados de 2006, e incluso presentan una leve mejoría en enero y febrero, aunque también en este caso el resultado puede estar distorsionado por el efecto del año bisiesto. Además, el índice de clima industrial del Ministerio de Industria, al igual que el indicador de confianza de la Comisión Europea, se mantiene en una senda bajista, y el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector ha presentado un crecimiento negativo en términos intertrimestrales, más acusado aún que el registrado en el trimestre anterior, lo que permite matizar la aparente mejoría que reflejaban los indicadores de actividad de enero y febrero.

Con respecto a la actividad en el sector de la construcción, ya se ha señalado que los indicadores apuntan hacia un brusco frenazo en la inversión en los primeros meses del año, y como consecuencia, en el crecimiento del VAB del sector. Uno de los indicadores más significativos, la evolución del número de afiliados a la Seguridad Social en construcción, retrocedió un 2,3 por 100 en el primer trimestre en comparación con el anterior. El origen de la crisis que atraviesa la actividad constructora se encuentra en el fuerte proceso de ajuste que se ha iniciado en la construcción residencial, a consecuencia de la parálisis del mercado inmobiliario. Según la nueva estadística de transmisiones de derechos de la propiedad del INE, la compraventa de viviendas descendió un 26,2 por 100 de media en ene-



ro y febrero en comparación interanual, retroceso muy similar al sufrido por el número de nuevas viviendas hipotecadas en los mismos meses. En cuanto a los precios de la vivienda, aparte de los indicios puramente anecdóticos, hay evidencias de que están bajando, como los descensos interanuales del importe medio de las nuevas hipotecas constituidas en enero y febrero, que se contradice con el aumento del 3,8 por 100 interanual que ofrecen las cifras del Ministerio de Fomento basadas en la información de los tasadores. El ajuste de la construcción residencial se va a prolongar en los próximos trimestres, según se desprende de la evolución de los visados, que presentan fuertes caídas desde mediados del pasado año, que se mantienen en los meses iniciales del actual.

En cuanto a los servicios, tras la suave desaceleración observada a lo largo del pasado año, el índice sintético de actividad en el sector que elabora el MEH mantuvo en el primer trimestre un ritmo de crecimiento semejante al registrado en el último de 2007 (gráfico 2.1). Los indicadores relacionados con el turismo, como las pernотaciones en hoteles, las entradas de visitantes o el gasto de los turistas, dan un salto en febrero y marzo, debido a los efectos del año bisiesto y de Semana Santa, que hacen difícil estimar la tendencia en los primeros meses del año. En cualquier caso, el índice de confianza del sector ha profundizado su pendiente descendente, y el número de afiliados creció en comparación intertrimestral un 0,5 por 100, frente a ritmos del 0,8 por 100 observados en los trimestres precedentes. Teniendo en cuenta todo lo anterior, se puede concluir que la actividad en el sector servicios continuó desacelerando su crecimiento de forma moderada en el primer cuarto del año.

Otros indicadores de actividad general abundan en la idea de un crecimiento sensiblemente más bajo en el primer trimestre de 2008 que en el anterior, aunque los sesgos derivados del año bisiesto y del adelanto de la Semana Santa pueden haber producido el efecto de suavizar dicho descenso. Así, el crecimiento del número total de afiliados a la Seguridad Social fue nulo en el primer trimestre de 2008 en comparación con el trimestre anterior, según cifras desestacionalizadas, y las tasas mensuales últimas han entrado en zona negativa (gráfico 2.2), las ventas interiores totales declaradas por las grandes empresas exhibieron un descenso interanual en el primer trimestre del 3,5 por 100 en términos reales (gráfico 1.1), y el consumo de gasolinas y gasóleos de automoción, que en los últimos tres años había mantenido unas tasas de crecimiento muy estables en torno al 3 por 100, se ha frenado hasta presentar incluso una tasa negativa en diciembre y casi estancarse en enero. Finalmente, el indicador de clima económico de la Comisión Europea se hunde hasta niveles que no se veían desde 1994.

## 1.2. Mercado laboral

En el cuadro 2 y gráfico 3 se muestran los indicadores más representativos del mercado laboral y su evolución reciente. La población de entre 16 y 64 años siguió aumentando en 2007 en España a una tasa muy elevada en comparación con los países de nuestro entorno, un 1,8 por 100, aunque el crecimiento se moderó ligeramente en el primer trimestre de 2008 hasta un 1,7 por 100. Este ritmo tan elevado obedece a la aportación de población inmigrante, que en 2007 creció un 15,5 por 100, mientras que el incremento de población española en edad de trabajar lo hizo en tan solo un 0,2 por 100. La población activa, por otra parte, moderó su ritmo de ascenso en 2007 hasta un 2,8 por 100, aunque este continuó siendo superior a su media de largo plazo y al crecimiento de la población en edad de trabajar, de modo que la tasa de actividad de la población de entre 16 y 64 años aumentó tres décimas porcentuales hasta el 72,6 por 100. En el primer trimestre de 2008 la población activa se aceleró hasta el 3 por 100, elevando la tasa de actividad hasta el 73,1 por 100. Se mantiene el mismo patrón por sexos de los años anteriores, es decir, el aumento de la tasa de actividad se concentra en las mujeres, cuya ratio se incrementó algo más de un punto porcentual en 2007 hasta el 62,3 por 100, y hasta el 63,2 por 100 en el primer trimestre de 2008, mientras que el de los hombres presenta ascensos mucho más reducidos, de dos décimas porcentuales en 2007, hasta el 82,7 por 100, manteniéndose prácticamente estable en dicho nivel en el primer cuarto del año actual.

El aumento de la ocupación, según la encuesta de población activa, se desaceleró en 2007, aunque continuó siendo elevado, con una tasa anual del 3,1 por 100. El perfil de crecimiento trimestral fue descendente a lo largo del año, prolongándose esta tendencia hasta el primer trimestre de 2008, en el que el crecimiento del empleo en términos interanuales fue del 1,7 por 100. Pero este ascenso refleja el crecimiento del empleo habido en los trimestres anteriores, ya que el crecimiento del primer trimestre en comparación con el anterior, según cifras desestacionalizadas, fue del 0,1 por 100, resultado que se aproxima mucho a la cifra de crecimiento en el número de afiliados, que fue nulo en comparación también con el trimestre precedente. Puesto que la creación de empleo se paralizó en el primer cuarto de este año, el ascenso del PIB se debió limitar al correspondiente a la productividad, es decir, no más de dos o tres décimas porcentuales en términos intertrimestrales (en torno a un 1 por 100 en tasa intertrimestral anualizada), lo que supone una tasa interanual del 2,7 por 100.

Pese al incremento más moderado de la población activa, el menor ritmo de creación de empleo en 2007 frenó

Cuadro 2

**INDICADORES DEL MERCADO LABORAL**

Tasas de variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

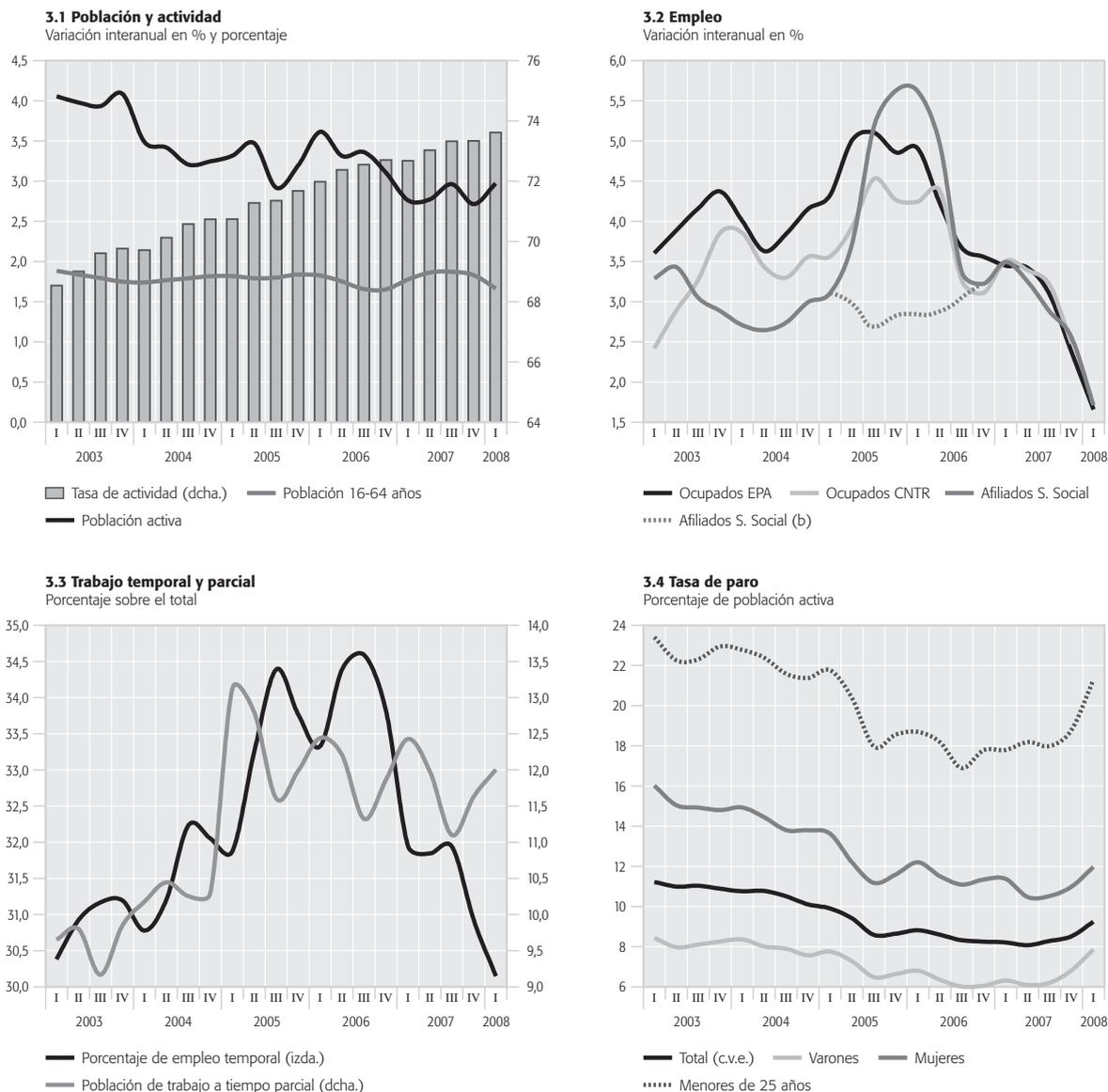
	Media anual			Media trimestral					Pro memoria: Media 2007 (Miles)
	1996-2007	2006	2007	2007-I	2007-II	2007-III	2007-IV	2008-I	
<b>CONTABILIDAD NACIONAL:</b>									
Ocupados	3,6	3,8	3,1	3,5	3,4	3,2	2,5	—	20.613,8
— Asalariados	4,1	4,3	3,5	4,0	4,0	3,5	2,7	—	17.759,2
— No asalariados	1,0	0,7	0,8	0,6	-0,3	1,6	1,4	—	2.854,6
Puestos equivalentes tiempo completo	3,2	3,2	3,0	3,3	3,1	3,0	2,5	—	19.092,2
<b>EPA:</b>									
Población 16-64 años	1,3	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7	30.359,4
Activos (a)	3,0	3,3	2,8	2,8	2,8	3,0	2,7	3,0	22.189,9
Ocupados	4,1	4,1	3,1	3,4	3,4	3,1	2,4	1,7	20.356,0
Parados (a)	-3,5	-3,7	-0,1	-4,1	-4,2	1,5	6,5	17,1	1.833,9
Tasa de actividad 16-64 años (a, b)	66,4	71,9	72,6	72,2	72,6	72,8	72,8	73,1	22.043,1
— Varones (a)	79,4	82,5	82,7	82,3	82,8	83,1	82,6	82,8	12.702,0
— Mujeres (a)	53,3	61,0	62,3	61,9	62,1	62,3	62,8	63,2	9.341,1
Tasa de ocupación 16-64 años (b)	47,6	53,4	54,0	53,6	54,2	54,4	54,0	53,6	20.211,3
— Varones	60,5	64,8	64,9	64,6	65,1	65,3	64,5	63,9	11.887,9
— Mujeres	35,2	42,4	43,6	43,1	43,7	43,8	43,9	43,8	8.323,4
Tasa de paro (porcentaje poblac. activa) (a)	11,9	8,5	8,3	8,5	8,0	8,0	8,6	9,6	1.831,8
— Varones (a)	9,0	6,3	6,4	6,3	6,1	6,2	6,8	7,9	814,1
— Mujeres (a)	16,3	11,6	10,9	11,4	10,5	10,5	11,0	12,0	1.017,7
— Menores de 25 años									
Tasa de temporalidad (c)	32,1	34,0	31,7	32,0	31,8	31,9	30,9	30,1	5.306,9
Trabajo a tiempo parcial (porcentaje s/total)	10,0	12,0	11,8	12,4	12,0	11,1	11,6	12,0	2.398,7
<b>ENCUESTA DE COYUNTURA LABORAL:</b>									
Efectivos laborales	5,1	5,3	4,8	5,9	5,8	4,0	3,5	—	13.607,5
— Tiempo completo	4,4	5,2	4,0	4,9	5,1	3,3	2,7	—	11.420,9
— Tiempo parcial	9,9	5,8	8,9	10,8	9,3	7,6	7,9	—	2.186,6
Jornada media efectiva por trabajador	-0,3	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7	0,2	-1,0	—	1.620,1 (e)
— Tiempo completo	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	0,3	-0,8	—	1.734,4 (e)
— Tiempo parcial	0,9	-1,0	0,5	-0,5	0,5	2,3	-0,2	—	1.024,8 (e)
<b>AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL:</b>									
Total (datos originales, medias diarias)	3,8	4,3	3,0	3,5	3,2	2,8	2,5	1,7	19.232,6
Total, exc. inmigrantes proceso regularización	--	3,0	3,0	3,4	3,2	2,8	2,5	1,7	19.232,6
<b>SERVICIO PÚBLICO ESTATAL DE EMPLEO:</b>									
Contratos registrados	8,3	7,9	0,5	5,3	-0,1	-0,7	-2,1	-7,2	18.622,1
— Duración indefinida (porcentaje s/total)	8,8	11,8	11,9	13,4	11,7	10,8	11,6	12,9	2.220,4
Parados registrados	-3,6	-1,5	0,1	-4,2	-1,3	1,9	3,9	10,6	2.039,0
Cobertura prestaciones por desempleo, percent. (d)	—	56,2	61,1	60,0	59,2	62,4	62,8	—	1.246,2 (f)

Fuentes: MTAS, INE (Contabilidad Nacional y EPA) y FUNCAS.

- (a) Los datos anteriores a 2005 están corregidos por FUNCAS, utilizando la EPA testigo, para salvar los cambios metodológicos introducidos en la EPA de 2005-I T.  
(b) Porcentaje de activos (ocupados) de 16 a 64 años sobre la población de 16 a 64 años.  
(c) Porcentaje de asalariados con contrato temporal sobre el total de asalariados.  
(d) Tasa bruta: parados beneficiarios de prestaciones económicas por desempleo total (nivel contributivo y asistencial) como porcentaje del paro registrado.  
(e) Horas/año.  
(f) Miles de beneficiarios por desempleo total (nivel contributivo y asistencial).

Gráfico 3

INDICADORES DEL MERCADO LABORAL (a)



de forma acusada el descenso del desempleo, que registró una variación del -0,1 por 100 frente a un -3,7 por 100 en el año anterior. Además, la evolución del paro en el primer y segundo semestre del año fue muy diferenciada, con reducciones en la primera mitad del año y aumentos en la segunda, que se agudizaron al comienzo del ejercicio actual. Así, en el primer cuarto de 2008, como consecuencia del más vigoroso crecimiento de la población activa y del es-

tancamiento del empleo, el número de parados registró una considerable escalada del 17,1 por 100 en comparación con el mismo período del año anterior, y del 9,5 por 100 intertrimestral en términos desestacionalizados, situándose en una media de 2.174.200 personas.

Si analizamos la evolución del mercado laboral por nacionalidades, corrigiendo la estacionalidad de las cifras de

empleo, podemos comprobar que el número de ocupados españoles se redujo en el primer trimestre en comparación con el trimestre anterior alrededor de un 0,2 por 100, siendo el segundo trimestre consecutivo en el que se pierde empleo entre los trabajadores nacionales, mientras que la ocupación entre los extranjeros creció a una tasa todavía elevada, entorno a un 2,2 por 100, aunque dentro de una tendencia a la desaceleración. Sin embargo, el crecimiento del paro en el primer cuarto de este año fue mayor en el colectivo de extranjeros (un 8,7 por 100 intertrimestral) que en el de nacionales (un 6,7 por 100). En suma, mientras que entre los trabajadores nacionales ya se ha empezado a destruir empleo, entre los extranjeros aun se siguen creando nuevos puestos de trabajo a buen ritmo, pero inferior a la llegada de nuevos inmigrantes, que sigue siendo importante, de modo que el desempleo está creciendo más rápidamente entre los segundos que entre los primeros.

### 1.3. Inflación y costes

La tasa de inflación media anual de 2007 se situó en el 2,8 por 100 (cuadro 3), siete puntos porcentuales por debajo de la tasa registrada en el año anterior. Cabe distinguir dos períodos muy diferenciados en la evolución de la tasa interanual a lo largo de dicho ejercicio: hasta septiembre se mantuvo estable en un nivel reducido, moviéndose en una estrecha franja comprendida entre el 2,2

y el 2,4 por 100, para posteriormente registrar un fuerte repunte que la propulsó hasta el 4,2 por 100 en diciembre (gráfico 4).

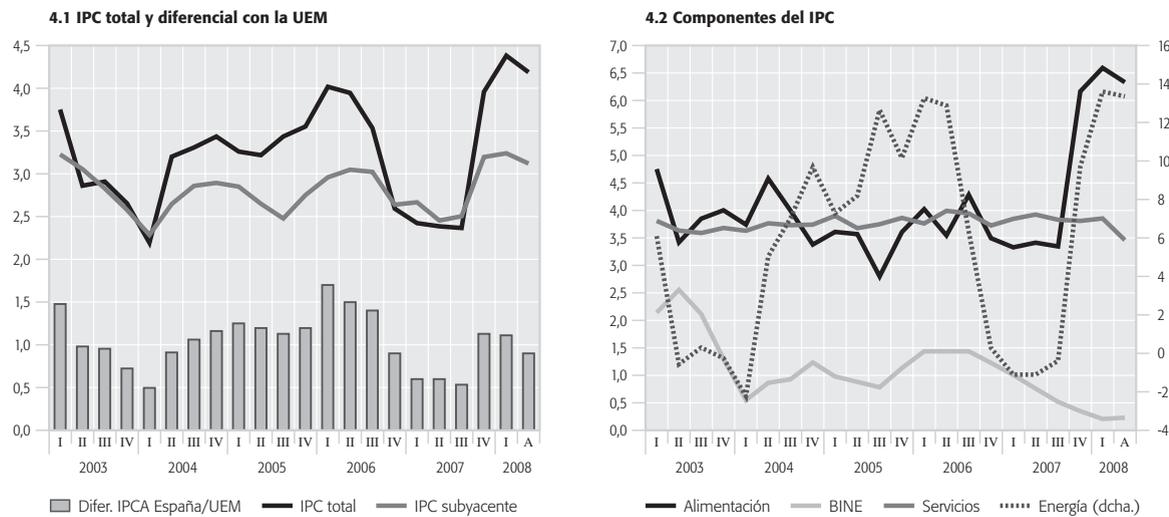
El origen de las presiones inflacionistas se encuentra en el aumento de las cotizaciones del petróleo y de los cereales en los mercados internacionales a partir del verano del pasado año (gráfico 5). El petróleo mantuvo una trayectoria alcista constante desde comienzos del ejercicio, desde 53 dólares por barril de Brent en enero hasta 91 dólares en diciembre, pero hasta los últimos meses de 2007 las tasas de crecimiento en términos interanuales de los productos energéticos fueron negativas debido a un efecto escalón derivado de las bajadas que registraron los precios entre septiembre y diciembre de 2006. A partir de septiembre de 2007 dicho efecto escalón cambió de signo e impulsó el crecimiento interanual del componente energético del IPC, que también se había mantenido en terreno negativo, hasta un 11,5 por 100 en diciembre. Este efecto se añadió al ejercido por el encarecimiento de los productos agrarios básicos, que además se fue trasladando a lo largo de la cadena de producción hacia otros alimentos, como los huevos o la leche.

En los tres primeros meses de 2008 se mantuvieron prácticamente intactas las tendencias anteriores, de modo que la tasa de inflación continuó acelerándose una décima porcentual cada mes para alcanzar en marzo un máximo del 4,5 por 100. No obstante, el incremento de la tasa

Gráfico 4

#### PRECIOS DE CONSUMO (IPC)

Variación interanual en porcentaje o diferencias en puntos porcentuales



Fuentes: INE (IPC) y Eurostat (IPCA).

Cuadro 3

**INDICADORES DE PRECIOS Y SALARIOS**

Tasas de variación interanual en porcentaje

	Medias anuales			Dic-06 (a)	Jun-07 (a)	Dic-07 (a)	Mar-08 (a)	Abr-08	
	Media 1996-2007	2005	2006						2007
<b>Precios del consumo (IPC):</b>									
1. Total	3,0	3,4	3,5	2,8	2,7	2,4	4,2	4,5	4,2
2. Productos energéticos	3,6	9,6	8,0	1,7	2,6	-0,2	11,5	14,1	13,3
3. Alimentos sin elaborar	4,1	3,3	4,4	4,7	4,5	5,0	4,9	4,7	4,0
4. Inflación subyacente (1-2-3)	2,8	2,7	2,9	2,7	2,5	2,4	3,3	3,4	3,1
4.1. Alimentos elaborados, bebidas y tabaco	2,8	3,4	3,6	3,7	2,2	2,2	7,4	7,4	7,4
4.2. Bienes industriales no energéticos	1,7	0,9	1,4	0,7	1,2	0,7	0,3	0,3	0,2
4.3. Servicios	3,8	3,8	3,9	3,9	3,7	3,9	3,8	4,0	3,5
de ellos, Turismo y Hostelería	4,4	4,0	4,3	4,4	3,9	4,5	4,5	5,4	3,8
Comunicaciones	-1,0	-1,6	-1,3	0,2	-1,5	0,7	0,8	-0,5	-0,3
5. Diferencial con la UEM (IPC armonizado)	1,2	1,2	1,4	0,7	0,8	0,6	1,2	1,0	1,0
<b>Precios industriales (IPRI):</b>									
6. Total	2,4	4,9	5,3	3,3	3,6	2,6	5,9	6,9	—
7. Total excluida la energía	2,1	3,0	4,0	3,9	3,9	3,6	4,5	5,0	—
<b>Precios del comercio exterior (IVUs):</b>									
8. Exportaciones	1,7	4,7	4,7	2,5	4,3	3,3	1,0	—	—
9. Importaciones	1,7	5,0	3,3	1,1	1,0	-0,4	2,2	—	—
<b>Precios de la vivienda libre (b):</b>									
10. Total	9,8	14,0	10,4	5,8	9,1	5,8	4,8	3,8	—
11. Nueva (< 2 años)	9,4	12,8	11,0	6,2	9,6	6,0	5,7	5,1	—
12. Antigua (> 2 años)	10,1	14,6	10,1	5,5	8,6	5,6	4,2	3,3	—
<b>Salarios:</b>									
13. Convenios colectivos (c)	3,5	3,8	4,1	3,4	3,3	2,9	3,1	3,4	—
14. ETCL: Coste laboral total	3,3	2,9	3,5	4,0	3,4	3,9	4,1	—	—
14.1. Industria	3,6	3,1	3,7	3,3	3,4	2,7	3,4	—	—
14.2. Construcción	4,3	2,8	4,0	5,0	3,7	4,4	5,3	—	—
14.3. Servicios	3,3	3,1	3,6	4,3	3,7	4,4	4,2	—	—

Fuentes: Eurostat, M. de Economía, M. de la Vivienda, MTAS e INE.

(a) Para los epígrafes 8, 9, 10, 11, 12, 14, 14.1, 14.2 y 14.3 se trata de IV T-06, II T-07, IV T-07 y I T-08, respectivamente.

(b) Nuevas series desde 2005-I T, no comparables con las anteriores.

(c) Los datos anuales incorporan las revisiones por cláusulas de salvaguarda, asignadas al año en que tienen efectos económicos.

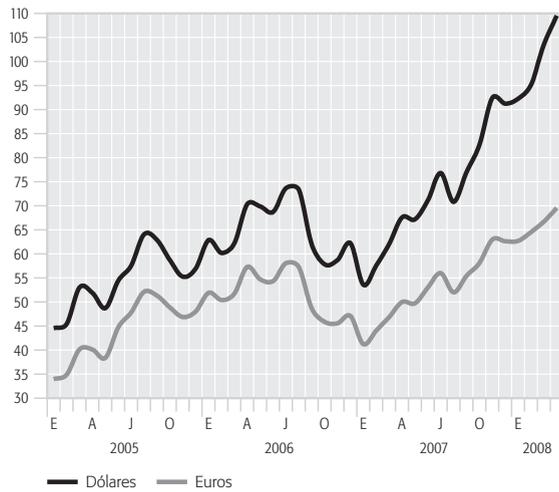
interanual en este último mes obedeció en mayor medida al efecto del diferente calendario de Semana Santa en este año, al adelantarse a dicho mes los aumentos de precios asociados a los servicios turísticos. Este efecto se descontó en abril, lo que unido a la desaceleración de los precios de los alimentos y de la energía se tradujo en una reducción de la tasa de inflación hasta el 4,2 por 100.

En contraste con la evolución de los precios energéticos y alimenticios, la inflación en los servicios se mantiene muy estable en el 3,8 por 100 desde el año 2004, con tan solo pequeñas fluctuaciones en torno a este nivel, mientras que la inflación de los bienes industriales no energéticos exhibe una pendiente descendente desde el último cuarto de 2006, que ha llevado su tasa al reducido nivel

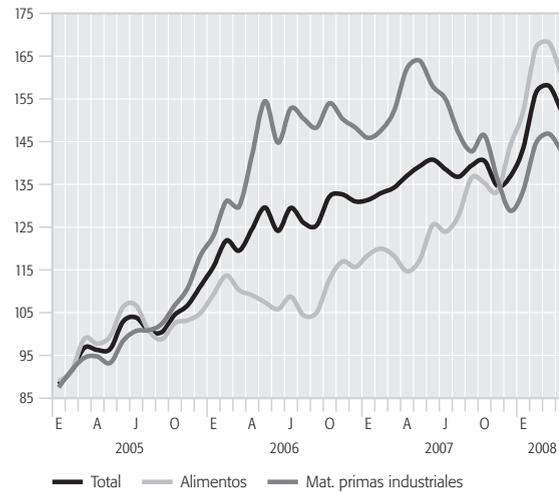
Gráfico 5

## PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

**5.1 Petróleo Brent**  
Dólares o euros por barril



**5.2 Otras materias primas**  
Índices 2005 = 100, en euros



Fuentes: Financial Times (Brent) y The Economist (otras materias primas).

del 0,3 por 100 interanual en los primeros meses de 2008. La reducida inflación de este componente, que desafía el constante aumento de los costes energéticos de los últimos años, se explica por la intensificación de la competencia internacional derivada de la globalización y de la incorporación de nuevos actores al escenario mundial, especialmente China y otros países asiáticos. También estaría reflejando el debilitamiento del consumo de este tipo de productos. La inflación subyacente, que hasta septiembre de 2007 se mantuvo bastante estable en torno al 2,5 por 100, un nivel ligeramente inferior al observado el año anterior, también se ha movido al alza a partir de dicho mes, hasta situarse en un 3,4 por 100 en marzo de este año, reflejando los aumentos de precios de los alimentos elaborados, a los que se han trasladado los mayores costes de las materias primas agrícolas. En abril descendió hasta el 3,1 por 100.

Durante esta etapa de repunte de los precios, el diferencial de inflación con la zona euro se incrementó desde 0,5 puntos porcentuales en agosto de 2007 hasta 1,2 pp en enero de 2008, descendiendo posteriormente hasta 0,9 pp en abril. Dicho aumento no fue sólo el resultado de un mayor diferencial en el componente energético, sino también en los productos alimenticios, por lo que la diferente fiscalidad de los combustibles constituye sólo una explicación parcial a este fenómeno. Es muy probable que buena parte de la responsabilidad proceda de otros facto-

res relacionados con la falta de competencia en el ámbito de la distribución de los productos agrícolas, e incluso en algún caso, de la producción.

El comportamiento del índice de precios industriales constituye otra evidencia de que el origen de las tensiones inflacionistas se sitúa en el lado de la oferta. La tasa de crecimiento del índice general presenta una acusada progresión ascendente desde el pasado mes de agosto, en el que registró un 2,3 por 100, hasta marzo de este año, con un 6,9 por 100. Si descontamos los productos energéticos y alimenticios, la tasa de inflación de este indicador se ha mantenido contenida en torno al 3,4 por 100 entre enero y marzo, un nivel ligeramente superior al del último trimestre de 2007, pero inferior a la media de dicho año.

Existen algunos indicios de que se están comenzando a producir efectos de segunda ronda sobre los precios en nuestro país, es decir, que la inflación se está empezando a trasladar a los salarios. El incremento de las remuneraciones pactado en los convenios colectivos registrados hasta marzo, antes de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda, se sitúa en el 3,4 por 100, frente a un 2,9 por 100 en el mismo período del año anterior. Si se añaden las cláusulas de salvaguarda, los aumentos alcanzan este año el 4,3 por 100, un punto más que en el año anterior. Otra evidencia al respecto procede de la encuesta de ventas, empleo y salarios de las grandes empresas elaborada por

la agencia tributaria, según la cual, las remuneraciones salariales medias en los tres primeros meses de 2008 crecieron un 6,4 por 100, muy por encima de los incrementos registrados los años anteriores, que no alcanzan el 4 por 100, y el más elevado de la serie histórica de este indicador, disponible desde 1996.

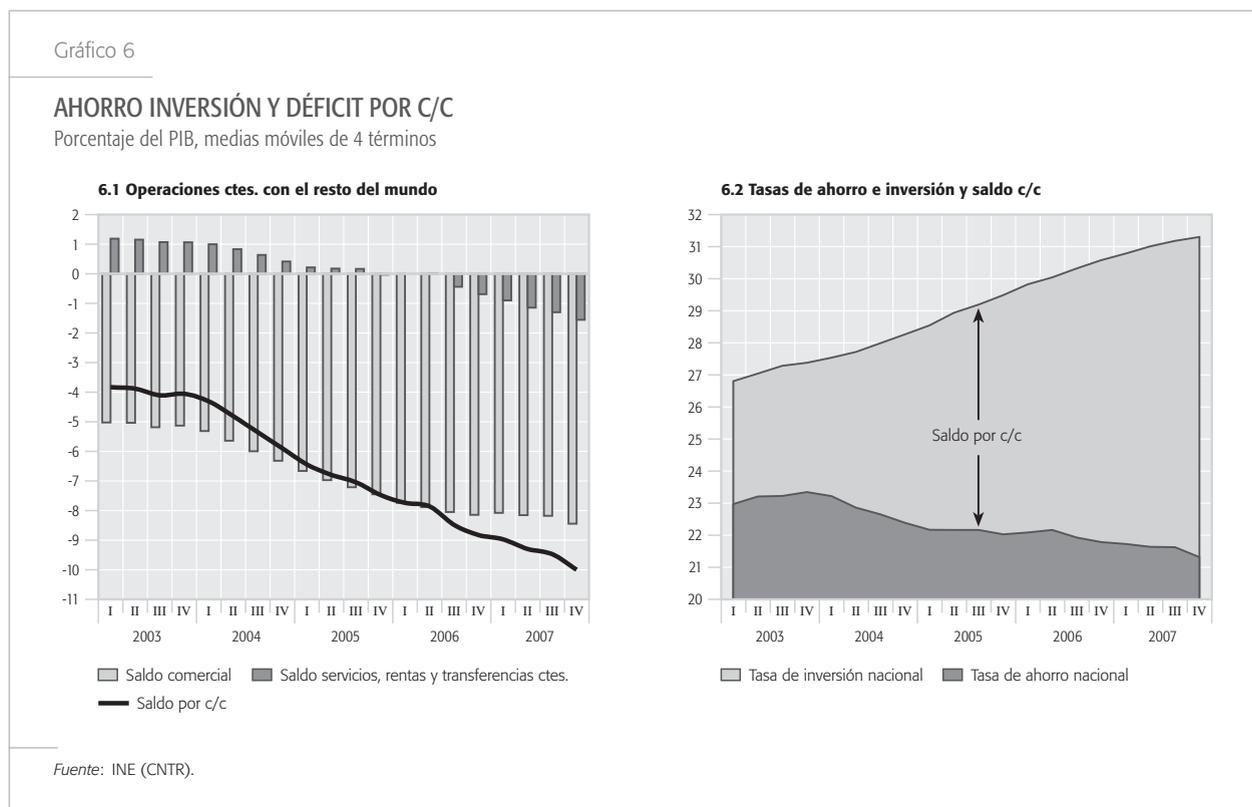
### 1.4. Desequilibrios financieros

El déficit comercial siguió aumentando en 2007, aunque a un ritmo bastante más moderado que en los años anteriores: si en 2006 creció un 21,4 por 100, en 2007 el incremento fue del 7,8 por 100. De acuerdo con los datos de la balanza de pagos, los ingresos netos por turismo también aumentaron, aunque menos que en el año precedente, pese a lo cual el excedente de la balanza de servicios se redujo en un 0,9 por 100 en comparación con 2006. Al igual que en los años anteriores, los déficit de las balanzas de rentas y transferencias continuaron ampliándose, en el primer caso a consecuencia del aumento del endeudamiento y de los mayores tipos de interés, y en el segundo debido a la creciente importancia de las remesas de emigrantes. Como resultado de todo lo anterior, el déficit de la balanza por cuenta corriente volvió a empeorar en 2007, aunque dentro de una tendencia a la desaceleración que se mantiene desde 2005, situándose en un 10,1 por 100 del PIB, 1,2 puntos porcentuales más

que en el año precedente (gráfico 6). La cuenta de capital, por su parte, volvió a recortar su saldo positivo, debido fundamentalmente al descenso de las transferencias procedentes de la UE.

En cuanto a la balanza financiera, el saldo neto de las inversiones directas, aunque siguió siendo negativo, ya que las inversiones españolas en el exterior volvieron a superar a las inversiones extranjeras en España, mejoró en comparación con el año anterior, gracias al fuerte ascenso de las segundas, que casi se duplicaron. El excedente del saldo de inversiones de cartera, por su parte, se redujo a la mitad, como resultado de la caída del flujo de inversiones procedentes del exterior, que a partir del mes de agosto cambió de signo y se volvió negativo, es decir, la llegada de capitales no solo se paralizó, sino que los inversores extranjeros comenzaron a deshacer sus posiciones en activos de cartera nacionales, como consecuencia de la desconfianza desatada en los mercados internacionales tras el estallido de la crisis de las hipotecas *subprime*. Finalmente, el saldo de la rúbrica de otras inversiones también fue positivo.

A diferencia de los años anteriores, el saldo positivo conjunto de todas las partidas que conforman la balanza financiera no fue suficiente en 2007 para cubrir el déficit de la balanza corriente y de capital, de modo que los activos del Banco de España frente al exterior sufrieron un



descenso. La principal partida equilibradora de nuestra balanza de pagos en los últimos tiempos ha sido la de inversiones de cartera, y el cambio de dirección de los flujos de entrada de la misma, que desde agosto se convirtieron en flujos netos de salida, ha obligado a recurrir a los activos del Banco de España frente al exterior para financiar el desequilibrio.

En el primer bimestre de 2008 se han mantenido básicamente las mismas tendencias, es decir, aumento de la brecha por cuenta corriente, saldo negativo en inversiones directas y brusca caída de los flujos de entrada netos en inversiones de cartera. El capítulo de otras inversiones, por el contrario, en el que se incluyen préstamos y repos, ha mejorado considerablemente su saldo positivo, pero el conjunto del superávit neto de la balanza financiera vuelve a ser insuficiente para equilibrar el déficit de la balanza por cuenta corriente y de capital, de modo que vuelve a producirse un descenso de los activos frente al exterior del Banco de España.

Esta situación, insostenible en el tiempo, pone de manifiesto los efectos limitativos sobre el crecimiento de nuestra economía que podrían resultar de la sequía de fondos en los mercados internacionales a raíz de la crisis financiera. No obstante, como ya se ha señalado, es probable que en estos momentos la menor disponibilidad de financiación exterior no esté ejerciendo en realidad un efecto limitativo importante, ya que la demanda de financiación está siendo mucho menor como consecuencia del debilitamiento del consumo y la inversión.

## 2. Previsiones 2008-2009

### 2.1. Contexto internacional

El escenario internacional dentro del que se inscribe la evolución de la economía española está dominado por una fuerte crisis financiera, cuyo origen se encuentra en el desplome, en el mes de agosto del pasado año, de los activos ligados a las denominadas hipotecas *subprime* o de alto riesgo de Estados Unidos. La dificultad de las entidades bancarias para encontrar financiación en los mercados interbancarios y de capitales internacionales, como consecuencia de la desconfianza generalizada tras el estallido de la crisis, está generando un retraimiento del crédito a escala mundial que podría inducir una contracción de la actividad económica global. Todavía existe una gran incertidumbre en cuanto al alcance y la duración de esta crisis, pero lo que es seguro es que el país norteamericano ya está sufriendo sus consecuencias en forma de una

acusada caída en el ritmo de crecimiento de su actividad económica, hasta el punto de que se espera que a partir del segundo trimestre del año entre en recesión, tras unos crecimientos acusadamente bajos en los dos trimestres precedentes. El sector inmobiliario continúa inmerso en un profundo ajuste, que se suma e interrelaciona con la crisis financiera, mientras que el consumo presenta síntomas de agotamiento y el número de empleos ha descendido en 260.000 en los cuatro primeros meses de este año. Las previsiones de los organismos internacionales, que se recogen en el cuadro 4, contemplan crecimientos del PIB de entre medio y un punto porcentual tanto para 2008 como para 2009.

A este lado del Atlántico, la repercusión de la crisis de las hipotecas de alto riesgo es, por el momento, limitada. Los daños sobre el sistema financiero europeo no han sido tan graves como en Estados Unidos, ya que el grado de involucración de las entidades comunitarias en ese tipo de inversiones ha sido, en general, mucho más reducido. Además, según se desprende de los indicadores disponibles y del avance del crecimiento del PIB publicado por Eurostat, la economía de la zona del euro repuntó fuertemente en el primer trimestre, pese a la persistencia de fuertes tensiones en los mercados interbancarios, demostrando una sorprendente resistencia que se explica fundamentalmente por el buen comportamiento de la economía alemana en dicho período y, en menor medida, de la francesa. La demanda externa proveniente de los países emergentes y la inversión fueron los agregados en los que se sustentó dicho crecimiento, mientras que el consumo se mantiene débil. No obstante, los indicadores adelantados, especialmente los de confianza, la fuerte apreciación del euro y la desaceleración de la economía norteamericana apuntan a que el ritmo de crecimiento se desacelere notablemente en la zona. A pesar de ello, parece bastante probable que se cumplan las mejores previsiones de crecimiento del PIB para 2008, que corresponden a la Comisión Europea con un 1,7 por 100, si bien, parecen altas (1,5 por 100) las de 2009, pues suponen una superación bastante rápida de los efectos de la crisis financiera y del severo ajuste del sector inmobiliario en varios países.

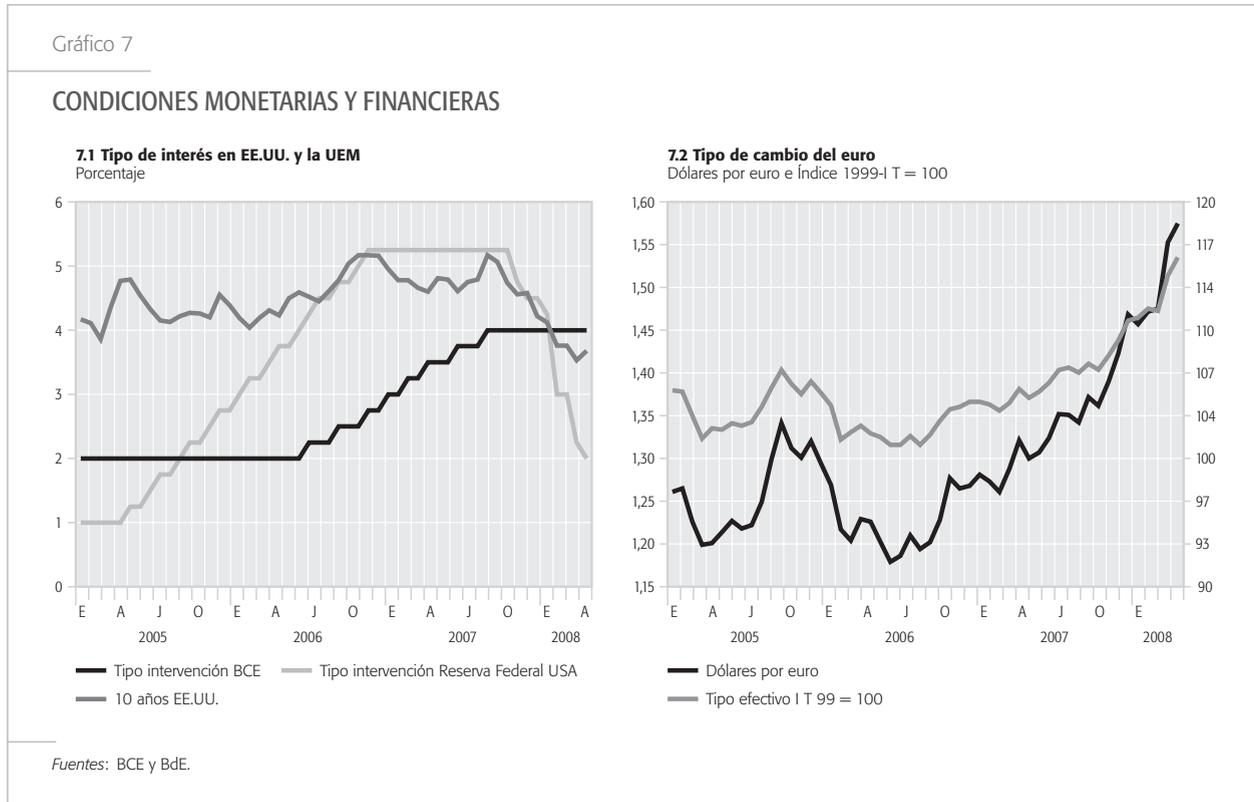
En cuanto a los países emergentes de Asia y Latinoamérica, el impacto directo de la crisis financiera ha sido inapreciable hasta ahora y, a diferencia de lo sucedido en crisis anteriores, no se ha producido una pérdida de confianza generalizada en las economías de estos países. China ha moderado algo su crecimiento en el primer trimestre del año, aunque la causa fundamental puede encontrarse en los temporales de nieve sufridos este invierno y, pese a todo, sigue avanzando a un ritmo muy elevado. En cuanto a los países de América Latina, las cotizaciones de sus monedas se han mantenido bastante estables, y los dife-

Cuadro 4

## PREVISIONES ECONÓMICAS INTERNACIONALES PARA 2008-2009

	2007		2008			2009		
	FMI	FMI	CE	Consensus Forecast	FMI	CE	Consensus Forecast	
<b>1. PIB real (porcentaje de variación):</b>								
Mundo	4,9	3,7	3,8	—	3,8	3,6	—	
Economías avanzadas	2,7	1,3	1,5	—	1,3	1,4	—	
— EE.UU.	2,2	0,5	0,9	1,3	0,6	0,7	2,1	
— UEM	2,6	1,4	1,7	1,5	1,2	1,5	1,7	
— Japón	2,1	1,4	1,2	1,3	1,5	1,1	1,7	
— España	3,8	1,8	2,2	2,3	1,7	1,8	1,9	
Economías emergentes y en desarrollo	7,9	6,7	6,9	—	6,6	6,6	—	
— Europa Central y del Este	5,8	4,4	—	6,0	4,3	—	5,9	
— Comunidad de Estados Independientes	8,5	7,0	7,8	—	6,5	7,5	—	
— China	11,4	9,3	10,0	—	9,5	9,1	—	
— India	9,2	7,9	8,0	—	8,0	8,0	—	
— América Latina	5,6	4,4	4,3	4,3	3,6	4,0	4,1	
<b>2. Precios de consumo (porcentaje de variación):</b>								
EE.UU.	2,9	3,0	3,6	3,6	2,0	1,6	2,3	
UEM	2,1	2,8	3,2	2,9	1,9	2,2	2,1	
Japón	0,0	0,6	0,7	0,7	1,3	0,6	0,5	
España	2,8	4,0	3,8	3,7	3,0	2,6	2,6	
<b>3. Tasa de paro (porcentaje de la población activa)</b>								
EE.UU.	4,6	5,4	5,4	5,3	6,3	6,2	5,7	
UEM	7,4	7,3	7,2	7,1	7,4	7,3	7,1	
Japón	3,9	3,9	4,0	3,9	3,9	4,2	3,8	
España	8,3	9,5	9,3	—	10,4	10,6	—	
<b>4. Déficit público (porcentaje del PIB):</b>								
EE.UU.	-2,5	-4,5	-5,0	—	-4,2	-5,9	—	
UEM	-0,6	-1,1	-1,0	—	-1,1	-1,1	—	
Japón	-3,4	-3,4	-1,9	—	-3,3	-2,7	—	
<b>5. Déficit por c/c (porcentaje del PIB):</b>								
EE.UU.	-5,3	-4,3	-5,0	-4,8	-4,2	-4,0	-4,2	
UEM	0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	
Japón	4,9	4,0	5,1	4,2	3,9	5,0	4,0	
España	-10,1	-10,5	-11,0	-9,9	-10,3	-11,2	-9,7	
China	11,1	9,8	—	—	10,0	—	—	
<b>6. Comercio mundial bienes y servicios (porcentaje de variación):</b>								
Total mundial	6,8	5,6	6,0	—	5,8	5,6	—	
UEM (importaciones)	—	—	4,3	—	—	3,9	—	
Total excluida UEM	—	—	6,6	—	—	6,3	—	
<b>7. Precios en \$ (porcentaje de variación):</b>								
Petróleo crudo	10,7	34,3	39,7	—	-1,0	-1,3	—	
Resto de materias primas	14,0	7,0	22,3	—	-4,9	-0,2	—	

Fuentes: FMI (WEO, abril 2008); CE (Previsiones económicas de primavera, abril 2008 y Consensus Economics, abril 2008).



renciales de su deuda soberana, aunque algo superiores a los existentes antes de la crisis, continúan en niveles muy reducidos históricamente. Además, muchos de estos países se están beneficiando de los elevados precios de las materias primas en los mercados internacionales y la cuestión que se plantea en estos momentos está en su capacidad para resistir el impacto de una recesión en Estados Unidos. Las previsiones contemplan crecimientos del PIB para el conjunto de países emergentes y en desarrollo del orden del 6,5 por 100 para 2008 y 2009.

Además de las crisis financiera e inmobiliaria, otro elemento de incertidumbre que contribuye a enturbiar el panorama económico internacional es el repunte de las tasas de inflación en todas las áreas económicas como consecuencia del encarecimiento del petróleo y de ciertos productos agrarios básicos. En Estados Unidos, el crecimiento de los precios al consumo se mantiene por encima del 4 por 100 desde noviembre pasado, mientras que en la zona euro llegó en marzo al máximo histórico del 3,6 por 100. Pese a ello, el temor a que la crisis financiera degenerara en una crisis sistémica ha empujado a la Reserva Federal estadounidense a actuar con contundencia, recortando los tipos de interés e inyectando grandes sumas de liquidez al sistema. También ha adoptado un conjunto de medidas insólitas, como la ampliación del tipo de activos admitidos como colateral en las operaciones de mercado abierto, la apertura de la ventanilla a bancos de inversión e incluso la

colaboración en el rescate de una de las entidades más afectadas (Bear Sterns). A esto hay que añadir un plan económico de estímulo fiscal aprobado por el gobierno, que incluye una devolución de impuestos a los contribuyentes y medidas para incentivar la inversión empresarial. El Banco Central Europeo también ha mantenido un fuerte apoyo al sector bancario a través de abundantes inyecciones de liquidez ante el colapso del mercado interbancario — aunque con escaso éxito, como pone de manifiesto la escalada de la referencia a un año hasta el 5 por 100 a mediados de mayo—, pero está siguiendo una política de tipos de interés muy diferente a su homólogo norteamericano, manteniéndolos sin cambios y acentuando el mensaje de dar prioridad a las amenazas inflacionistas. Esta diferente orientación de las políticas monetarias de ambos lados del Atlántico ha dado lugar a una ampliación del diferencial de tipos favorable al euro, impulsando la divisa europea al alza frente a la norteamericana, que ha llegado a intercambiarse en máximos históricos de 1,60 dólares (gráfico 7).

## 2.2. Previsiones para la economía española

A partir de las tendencias que muestran los indicadores españoles de producción, demanda, empleo y precios, y teniendo en cuenta los posibles escenarios para la economía internacional, incluidas las variables monetarias y la evolución de los precios de las materias primas, se ha re-

visado el cuadro de previsiones para 2008 y 2009. Dada la gran incertidumbre sobre los efectos de las tres crisis que afectan a la economía mundial y particularmente a la española (financiera, inmobiliaria y de las materias primas), se ha pensado que lo más adecuado era hacer al menos dos escenarios, a los que se ha denominado alto y bajo. Los principales resultados se recogen en el cuadro 6.

Antes, en el cuadro 5, se presenta un resumen con las principales previsiones más recientes del gobierno, los organismos internacionales y el consenso del panel de FUNCAS. El gobierno revisó a la baja en diciembre el crecimiento del PIB previsto para 2008 en los PGE-08 en dos décimas porcentuales, hasta el 3,1 por 100, y ya en abril, en el In-

forme sobre la posición cíclica de la economía española remitido a las comunidades autónomas en cumplimiento de la ley de estabilidad presupuestaria, ha vuelto a rebajar esta cifra hasta el 2,3 por 100, alineándose con las perspectivas de la Comisión Europea y el consenso del panel FUNCAS. El FMI, en su último informe de abril, se queda más abajo, un 1,8 por 100, básicamente al prever una caída de la formación bruta de capital de algo más de un 1 por 100 frente al crecimiento del orden del 1,5 por 100 del resto de previsiones. En cuanto al empleo, se contemplan aumentos de poco más del 1 por 100, tasa notablemente inferior a la que viene creciendo la oferta de trabajo, por lo que la tasa de paro aumenta hasta rozar el 10 por 100. Para 2009, el gobierno mantiene el mismo crecimiento del PIB que

Cuadro 5

**PRINCIPALES PREVISIONES PARA ESPAÑA 2008-2009**

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	2008										2009		
	Previsiones otoño 2007		Previsiones actuales										
	Gobierno, PGE-2008 (sep. 2007)	Consenso Panel de Previsiones FUNCAS (sep. 2007)	Gobierno, Informe sobre la posición cíclica (abr. 2008)	FMI (abr. 2008)	CE (abr. 2008)	Consenso Panel de Previsiones FUNCAS (mayo 2008)	Gobierno, Informe sobre la posición cíclica (abr. 2008)	FMI (abr. 2008)	CE (abr. 2008)	Consenso Panel de Previsiones FUNCAS (mayo 2008)			
PIB real	3,3	3,0	2,3	1,8	2,2	2,2	2,3	1,7	1,8	1,7			
Consumo privado	3,1	2,8	2,2	2,0	2,2	2,0	2,2	2,2	1,9	1,6			
Consumo público	4,4	4,7	4,8	5,7	5,0	4,9	3,8	4,9	4,3	4,7			
Formación Bruta de Capital Fijo	4,6	3,7	1,5	-1,1	1,4	1,3	1,5	-1,8	-1,5	-0,7			
– FBCF equipo	7,9	7,2	–	–	4,3	4,8	–	–	1,5	1,6			
– FBCF construcción	3,8	1,9	–	–	-0,7	-0,8	–	–	-4,8	-2,6			
– FBCF otros productos	2,6	3,3	–	–	–	3,1	–	–	–	1,5			
DEMANDA NACIONAL	3,7	3,4	2,4	1,7	2,4	2,4	2,3	1,6	1,4	1,6			
Exportaciones	5,0	4,8	4,0	–	4,0	3,9	3,9	–	4,9	3,4			
Importaciones	6,0	5,5	4,1	–	4,5	3,9	3,7	–	3,0	2,7			
SALDO EXTERIOR (1)	-0,6	-0,5	-0,3	0,0	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,0			
Deflactor del PIB	3,3	–	3,1	–	2,6	–	2,6	–	2,0	–			
IPC	–	2,6	–	4,0	3,8	3,9	–	3,0	2,6	2,7			
Empleo (cont. nac.)	2,2	2,0	1,2	–	1,3	1,1	1,1	–	0,7	0,3			
Tasa de paro (porcentaje pob. activa)	7,9	8,1	9,8	9,5	9,3	9,6	10,0	10,4	10,6	11,0			
Déficit B. P. c/c (porcentaje del PIB)	-9,0	-9,2	–	-10,5	-11,0	-10,1	–	-10,2	-11,2	-9,9			
Déficit/superávit público (porcentaje PIB)	1,2	1,0	–	–	0,6	0,5	–	–	0,0	-0,3			
Deuda pública (porcentaje del PIB)	34,3	–	–	–	35,3	–	–	–	35,2	–			

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda (PGE-2008 e Informe sobre la posición cíclica de la economía española), CE y FMI (previsiones de primavera 2008) y FUNCAS (Panel de Previsiones, septiembre 2007 y mayo 2008).

(1) Contribución al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

Cuadro 6

**PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2008-2009 (FUNCAS)**

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados			Previsiones			
	Media 1996-2007	2006	2007	Escenario alto		Escenario bajo	
				2008	2009	2008	2009
<b>1. PIB y agregados, precios constantes:</b>							
<b>PIB, pm</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,2</b>
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	3,8	3,2	2,0	1,5	1,3	0,4
Consumo final administraciones públicas	4,3	4,8	5,1	5,0	4,1	4,3	3,3
Formación bruta de capital fijo	6,2	6,8	5,9	0,2	-2,8	-1,1	-5,7
– Construcción residencial	7,7	6,4	3,1	-6,9	-14,6	-7,4	-19,3
– Construcción no residencial	3,9	5,5	5,1	3,4	6,7	2,5	3,8
– Equipo y otros productos	7,3	8,0	8,6	3,3	-1,6	1,0	-3,4
Exportación bienes y servicios	6,5	5,1	5,3	4,1	3,2	3,8	2,6
Importación bienes y servicios	9,0	8,3	6,6	3,7	2,3	2,1	0,2
<b>Demanda nacional (a)</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,8</b>
Saldo exterior (a)	-0,8	-1,2	-0,7	-0,1	0,1	0,3	0,6
PIB precios corrientes:							
– Millardos de euros	–	981,0	1.049,8	1.099,8	1.139,8	1.091,4	1.113,6
– Porcentaje variación	7,4	0,0	7,0	4,8	3,6	4,0	2,0
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>							
Deflactor del PIB	3,5	4,0	3,1	2,7	2,7	2,6	2,3
<b>IPC (media anual)</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>2,9</b>	<b>4,2</b>	<b>2,5</b>
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,2	3,2	3,0	0,9	-0,3	0,2	-1,6
Productividad por p.t.e.t.c.	0,5	0,7	0,8	1,1	1,2	1,1	1,4
Remuneración de los asalariados	6,9	6,7	7,1	5,1	2,7	4,3	1,2
Excedente bruto de explotación	7,5	8,8	8,3	4,4	4,7	3,6	2,9
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,0	3,0	3,6	4,1	3,1	4,1	3,1
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,5	2,3	2,7	3,0	1,9	3,0	1,7
<b>Tasa de paro (EPA)</b>	<b>11,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>9,9</b>	<b>11,6</b>	<b>10,3</b>	<b>12,4</b>
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB):</b>							
Tasa de ahorro nacional	22,2	21,8	21,3	19,7	18,2	19,7	18,2
– del cual, ahorro privado	18,9	15,2	14,4	14,1	13,9	14,4	14,7
Tasa de inversión nacional	26,6	30,6	31,3	30,7	29,4	30,3	28,3
– de la cual, inversión privada	23,1	26,9	27,4	26,8	25,2	26,4	24,3
<b>Saldo cta. cte. frente al resto del mundo</b>	<b>-4,3</b>	<b>-8,8</b>	<b>-10,0</b>	<b>-11,0</b>	<b>-11,2</b>	<b>-10,6</b>	<b>-10,1</b>
Cap. (+) o nec. (-) de financ. de la nación	-3,4	-8,1	-9,5	-10,6	-10,8	-10,2	-9,8
– Sector privado	-2,5	-10,0	-11,7	-11,2	-9,7	-10,5	-8,0
– Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	1,8	2,2	0,6	-1,2	0,3	-1,8
Deuda pública bruta	53,2	39,7	36,3	35,1	36,1	35,6	37,7
<b>4. Otras variables:</b>							
Tasa de ahorro hogares (porcentaje de la RDB)	12,1	10,5	10,4	10,2	10,6	10,5	11,5
Deuda bruta hogares (porcentaje de la RDB)	82,6	124,1	131,8	133,5	129,4	132,4	126,3
EURIBOR 3 meses (porcentaje anual)	3,9	3,1	4,3	4,5	3,9	4,5	3,5
Deuda pública española 10 años (porcentaje anual)	4,6	3,9	4,3	4,3	4,4	4,2	4,1
Tipo efectivo nominal euro (porcentaje variac. anual)	-0,4	0,3	4,0	5,2	-3,2	5,2	-3,7

Fuentes: 1996-2007: INE y BE. Previsiones 2008-13: FUNCAS.

(a) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

en 2008, un 2,3 por 100, frente al 3 por 100 que se incluía en el Programa de Estabilidad de diciembre. El resto de analistas contempla, sin embargo, cifras del orden de medio punto por debajo de la de este año, con caídas importantes para la construcción.

Partiendo del avance del INE para el primer trimestre, el crecimiento del 2,3 por 100 en media anual que prevé el gobierno supone que la tasa trimestral de los tres siguientes se mantiene en media en el 0,6 por 100, tres décimas más que la tasa del primero, es decir, que la tendencia de desaceleración iniciada suavemente a lo largo de 2007 e intensificada en el primero de 2008 se invierte. Aún así, la tasa interanual a la altura del cuarto trimestre se situaría en torno al 2 por 100. Para alcanzar en 2009 una media anual del 2,3 por 100, la tasa trimestral debería ir progresando suavemente hasta situarse en el último trimestre en el 0,9 por 100, que es el ritmo trimestral tendencial de la economía española en los últimos doce años y que supondría que la misma ya habría superado la fase de recuperación y se adentraba en una nueva fase expansiva. Todo ello parece en estos momentos bastante poco razonable, incluso para espíritus optimistas.

Las previsiones del escenario alto del Gabinete de Conjuntura de FUNCAS incluyen un crecimiento del PIB tres décimas por debajo del gobierno para 2008 (2 por 100) y 1,4 puntos porcentuales por debajo para 2009 (0,9 por 100). La media anual del 2 por 100 para 2008 implica que el crecimiento también se acelera ligeramente en la segunda mitad del año tras un segundo trimestre algo más flojo que el primero. La explicación estaría en una recuperación del consumo de los hogares (gráfico 8.2) momentánea y dentro de una tendencia general de desaceleración, como consecuencia de la reducción del IRPF en las nóminas a partir de junio con efectos retroactivos a primeros de año, lo que supone que en este mes los asalariados con derecho a deducción verán aumentar sus salarios en más de 200 euros. Sin embargo, este efecto será transitorio e incapaz de enderezar los efectos subyacentes de la fuerte caída de la actividad constructora y previsiblemente de la inversión en equipo, que irán trayendo cada vez más al crecimiento del PIB y del empleo. Por ello, se prevé que, una vez se vaya diluyendo el efecto fiscal, el ritmo de crecimiento vuelva a moderarse a tasas del orden del 0,2 por 100 trimestral en 2009, lo que daría un crecimiento medio anual del 0,9 por 100 en dicho año.

Como se ve en el gráfico 8.3, el agregado que arrastra fuertemente a la baja al conjunto de la economía es la inversión en construcción residencial, para la que se prevén caídas del orden del 7 por 100 en 2008 y del 15 por 100 en 2009. Estas tasas se obtienen bajo la hipótesis de que

la iniciación de viviendas nuevas, que en 2007 alcanzaron la cifra de 616.000, se reduce bruscamente a lo largo de 2008, como ponen de manifiesto los indicadores de visados y de viviendas iniciadas, hasta situarse en 312.000 en 2009. Dado el período de producción de unos dos años de una vivienda, la fuerte caída de las iniciadas en 2008 determina el máximo impacto negativo en obra en construcción y empleo en 2009. La hipótesis de reducción a la mitad del número de viviendas iniciadas hasta 2009 no parece pesimista si se tiene en cuenta la brusca caída de la demanda, el elevado y creciente *stock* de viviendas sin vender, la restricción crediticia y el encarecimiento de la misma. También la inversión en equipo y otros productos, que ha crecido fuertemente en los últimos años, frenará notablemente su avance en 2008 y podría caer moderadamente en 2009, como consecuencia del endurecimiento de la financiación, de la desaceleración de la demanda y de la caída de las expectativas. En cuanto al sector exterior, es de prever que reduzca a casi cero su aportación negativa de los años anteriores, no tanto por la recuperación de las exportaciones (ni el contexto internacional ni la posición competitiva española permiten contemplar a las exportaciones como recambio de la demanda interna) sino por el menor avance de las importaciones asociado al debilitamiento de la demanda interna (gráfico 8.4). No obstante, el déficit por cuenta corriente seguiría aumentando hasta el 11 por 100 del PIB, debido al encarecimiento relativo de las importaciones (energía y otras materias primas) y al aumento de los pagos por rentas de inversión.

La evolución de los distintos agregados del PIB en términos reales y sus correspondientes deflatores determina un cambio importante en la estructura de la demanda en 2008 y 2009. Como puede observarse en el gráfico 9, la inversión en viviendas reduciría su peso en el PIB desde el 9,2 por 100 en el último trimestre de 2007 al 6,4 por 100 dos años más tarde, tasa esta que aún se encontraría entre las más elevadas de los países avanzados. También pierde peso ligeramente la inversión en equipo y otros productos. Estas pérdidas las absorben el consumo, tanto privado como especialmente el público, y la inversión en otras construcciones, debido esto último a que se ha previsto un aumento importante del gasto público en infraestructuras.

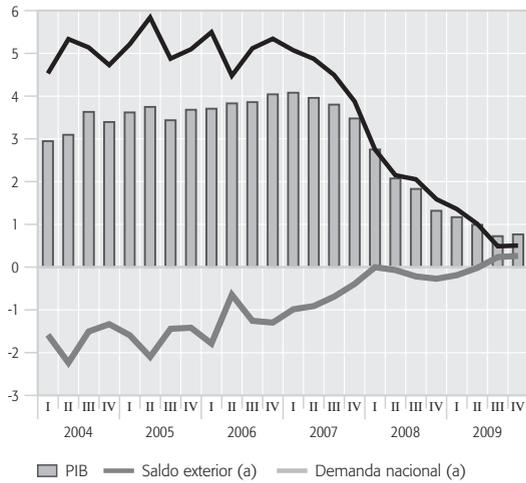
La fuerte reducción del crecimiento del PIB y una cierta recuperación de la productividad se traducirán en una ralentización notable del empleo, con el consiguiente aumento de la tasa de paro hasta cerca del 10 por 100 de la población activa en 2008 y 11,6 por 100 en 2009 (gráfico 10). En cuanto a los precios, es de prever una moderación en el aumento del deflactor del PIB, fundamentalmente por la desaceleración de los precios del sector inmobiliario. No obstante, el fuerte aumento de los precios

Gráfico 8

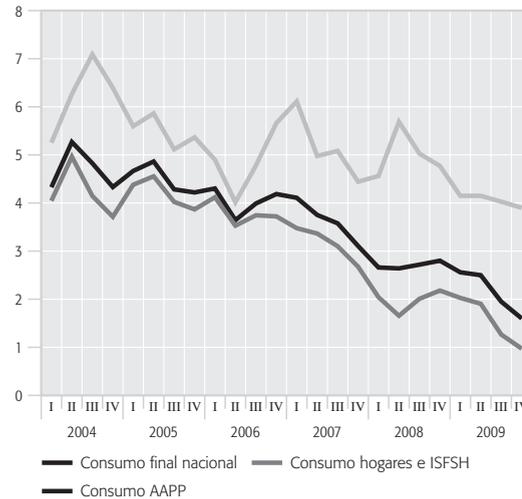
**PREVISIONES 2008-2009 (ESCENARIO ALTO): I. PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA**

Variación interanual en porcentaje

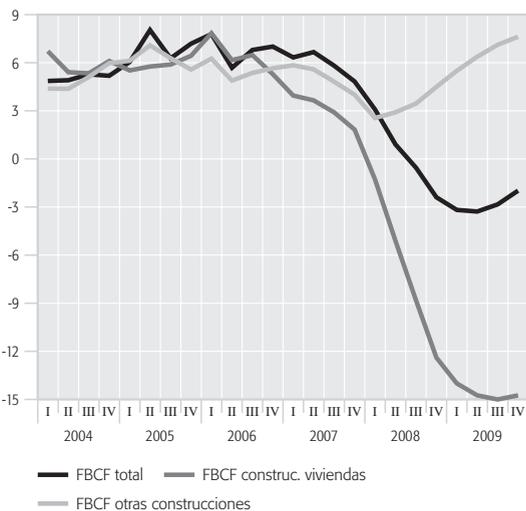
**8.1 PIB, demanda nac. y saldo exterior**



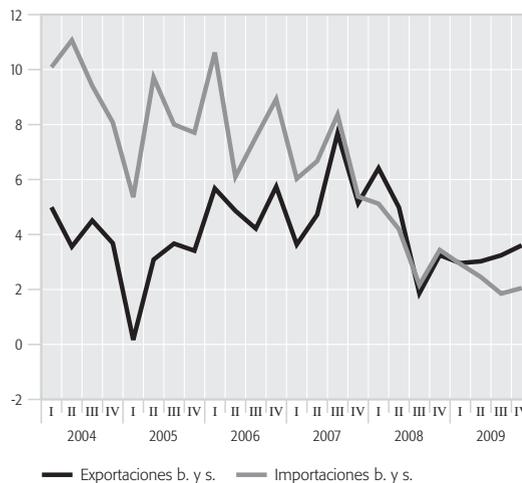
**8.2 Consumo final**



**8.3 Formación bruta de capital fijo**



**8.4 Exportaciones e importaciones**



Fuente: INE (CNTR).

(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

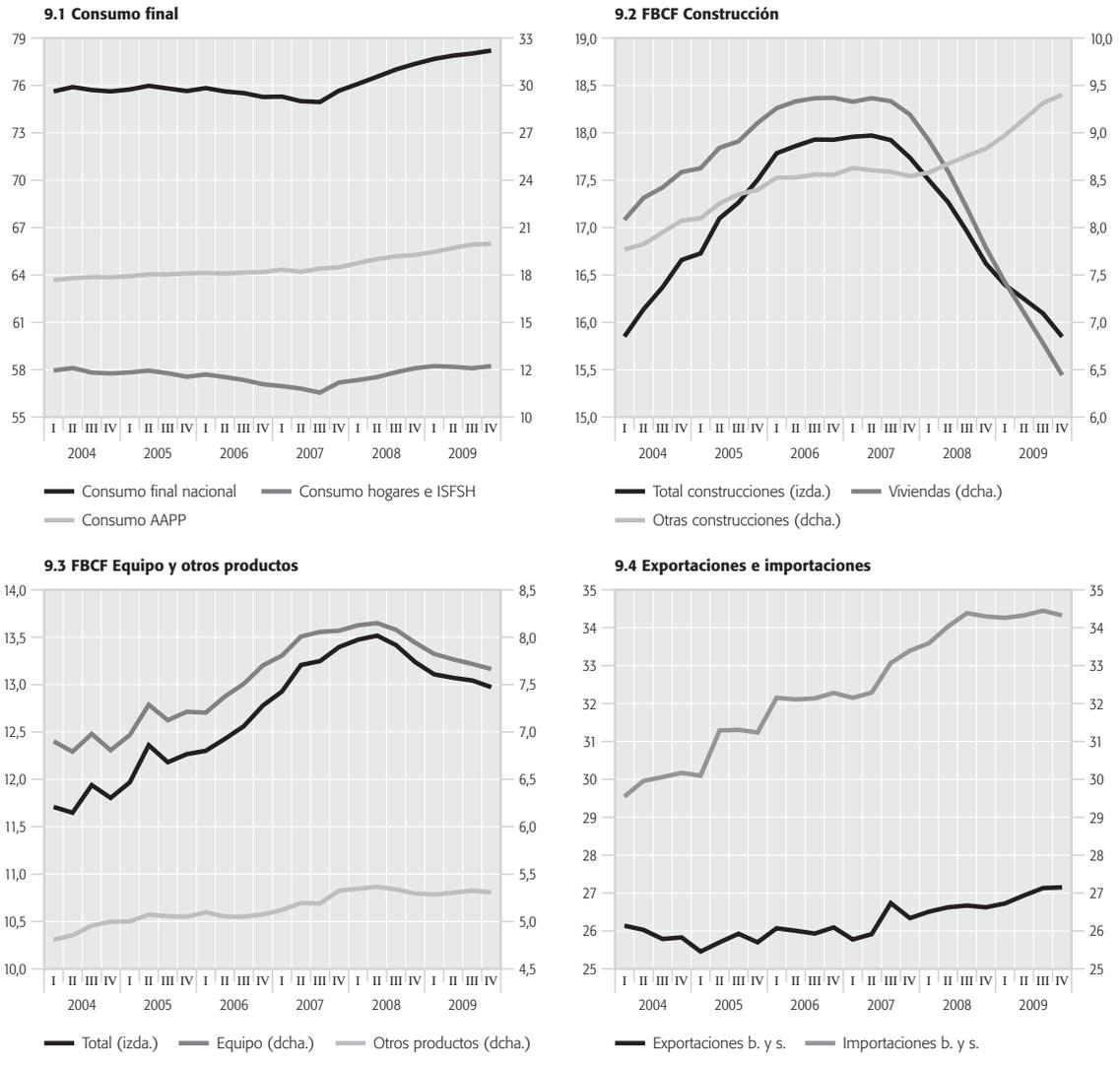
de la energía y otros productos importados mantendrán notablemente por encima de dicho deflactor los precios de consumo en 2008, previéndose un aumento medio anual para los mismos del 4,3 por 100, si bien, esta tasa debería reducirse por debajo del 3 por 100 en 2009 bajo la hipótesis de que los precios del petróleo y resto de materias primas se estabilicen. Los salarios registran en 2008 una aceleración, que se acentúa notablemente por el efecto de las cláusulas de salvaguarda del año anterior, lo que llevaría a que los costes laborales por unidad producida au-

mentasen por encima del deflactor del PIB, con la consiguiente pérdida de márgenes empresariales. Para 2009 se prevé la vuelta a la tendencia observada desde 1994 de caídas de dichos costes en términos reales.

El aumento de la necesidad de financiación frente al resto del mundo se origina por el fuerte deterioro de la posición del sector público, cuyo superávit del 2,2 por 100 del PIB alcanzado en 2007 se reduciría al 0,6 por 100 en 2008 y pasaría a un déficit del 1,2 por 100 en 2009.

Gráfico 9

**PREVISIONES 2008-2009 (ESCENARIO ALTO): II. ESTRUCTURA DE LA DEMANDA**  
Porcentaje del PIB, a precios corrientes



Fuente: INE (CNTR) Y FUNCAS.

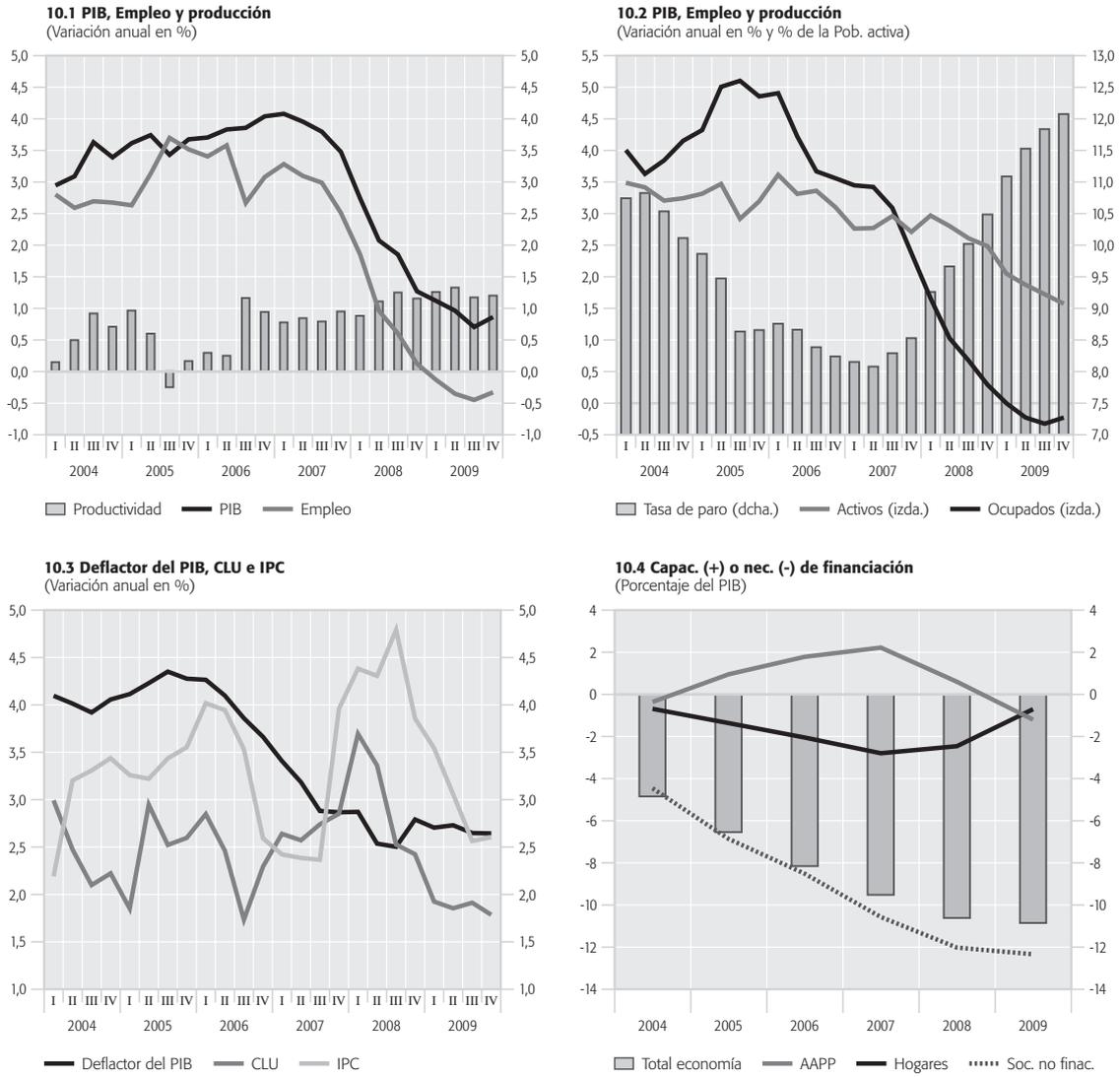
El 60 por 100 de este deterioro sería atribuible a las medidas fiscales adoptadas en 2007 (PGE-08) y 2008, y al previsible aumento de la inversión en infraestructuras, y el 40 por 100 restante, al cambio en la posición cíclica de la economía. En cambio, mejora el déficit del sector privado, aunque con evoluciones dispares en el ámbito de las familias, que lo reducen, y de las empresas no financieras, que continúan aumentándolo hasta cifras superiores al 12 por 100 del PIB.

Frente a este escenario, calificado como alto, se ha realizado otro, que supone la profundización de las ten-

dencias observadas en el primer trimestre del año en curso. Los indicadores disponibles para abril, especialmente los del mercado laboral (afiliados a la Seguridad Social y paro registrado), apuntan a un deterioro respecto al primer trimestre, lo que, de ser confirmado por los datos de mayo y junio, estaría indicando un notable retroceso del empleo y, por tanto, un estancamiento, o incluso ligero retroceso, del PIB en dicho trimestre. Si esto fuera así, el crecimiento medio anual del 2 por 100 sería prácticamente inalcanzable. En este escenario bajo, el consumo de los hogares apenas se ve impulsado por las rebajas impositivas, ya que los hogares destinan casi toda su mayor renta dis-

Gráfico 10

PREVISIONES 2008-2009 (ESCENARIO ALTO): III. EMPLEO, PARO, INFLACIÓN Y DÉFICIT



Fuentes: INE y FUNCAS.

ponible a recomponer su baja tasa de ahorro; la actividad de construcción de viviendas cae más (se supone que las viviendas iniciadas se reducen hasta 250.000 en 2009); el sector público, ante el deterioro de sus cuentas, aumenta en menor grado su inversión en infraestructuras y otros gatos corrientes; la crisis financiera tarda más en corregirse y se materializa en mayores dosis de restricción crediticia y en mayores diferenciales (*spreads*) en el precio de la financiación al sector privado. También contempla un contexto internacional en el que la recesión de la economía norteamericana es más prolongada y la europea roza el estancamiento.

En tales circunstancias, la economía española podría registrar tasas trimestrales negativas en la segunda mitad de este año y primera del próximo, quizás de no mucha entidad, pero suficiente para que el crecimiento medio anual de 2008 se reduzca a un 1,3 por 100 y pase a ser ligeramente negativo (-0,2 por 100) en 2009. La composición de la demanda registraría una notable caída de la formación bruta de capital, con la excepción de la construcción no residencial, y un crecimiento muy moderado del consumo privado. Ello acarrearía un avance de las importaciones claramente por debajo del de las exportaciones, con la consiguiente mejora de la aportación del saldo ex-

terior, lo que permitiría estabilizar el déficit por cuenta corriente en torno al 10 por 100 del PIB. La variación del empleo sería prácticamente nula en 2008 y pasaría a ser negativa en 2009 (-1,6 por 100), elevando la tasa de paro hasta el 12,4 por 100 en media anual en 2009 (13,6 por 100 en el último trimestre). La inflación no se vería afectada de forma importante en 2008, pero sí en 2009, tanto por lo que respecta al deflactor del PIB como a los precios de consumo, pues, coherentemente con el peor comportamiento de la economía internacional, los precios del petróleo y materias primas se reducirían.

En este escenario, la tasa de ahorro de los hogares se recupera apreciablemente, aunque sigue estando notablemente por debajo de la zona euro. Ello y la mayor caída de la inversión en vivienda logran pasar a positivo el saldo de los hogares, tras seis años en déficit, lo que se traduce en una disminución de su endeudamiento. Las empresas no financieras, sin embargo, no logran reducir su enorme déficit, pues aunque cae su inversión, más lo hace su ahorro bruto. El saldo de las administraciones públicas se deteriora profundamente, hasta alcanzar un déficit del 1,8 por 100 del PIB en 2009, a pesar de que la política fiscal es menos expansiva que en el escenario alto, lo cual se debe al mayor efecto del ciclo sobre los ingresos y gastos públicos.

Analizando la balanza de riesgos que pesan sobre la economía española, muchos de ellos de carácter exógeno y, por tanto, poco o nada controlables por los agentes económicos nacionales, da la impresión de que las probabilidades de que la coyuntura de este y el próximo años se desarrolle cercana al escenario bajo son más altas que el que lo haga siguiendo el alto. Varios factores, de carácter y efectos muy importantes, deberían cambiar su tendencia o estado actual para que el crecimiento se mantenga en línea con el del primer trimestre de este año. La crisis financiera y los mercados de crédito deberían normalizarse antes del verano, y la tendencia alcista de los precios del petróleo y materias primas debería invertirse, de forma que posibilitara una reconducción de la inflación en Europa a las tasas objetivo del Banco Central y éste pudiera reducir los tipos de interés. También tendría que producir un efecto inmediato e importante el paquete de medidas tomado por el gobierno español el pasado mes de abril, y mejorar el clima de confianza de los consumidores y empresarios. Por último, debería mantenerse un crecimiento suficiente en Europa, lo que requiere que el consumo se una a las exportaciones como motor de la demanda. Todo ello parece poco probable que se produzca en este año, mientras que la cada vez mayor merma de actividad y de empleo provocada por el fuerte ajuste de la vivienda es algo cierto e inevitable.