

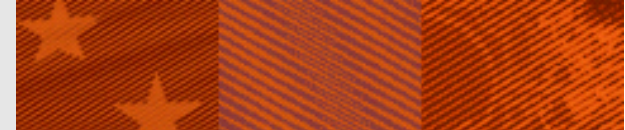
EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

José Luis Malo de Molina

Director General

Jornada de APD sobre “Perspectivas económicas y opciones de inversión en un escenario adverso”

Madrid, 6 de mayo de 2008



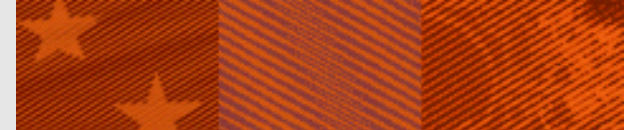
- **El inicio de la desaceleración de la economía española en 2007 y revisión de las previsiones**
- **La desaceleración más pronunciada a comienzos de 2008**
- **La maduración del fuerte ciclo expansivo**
- **El deterioro del clima internacional**
- **La respuesta del gasto interno y el ajuste del sector inmobiliario**
- **La respuesta del empleo**
- **El repunte de costes y de la inflación**
- **Los factores de resistencia**
- **Los riesgos**
- **Y las respuestas de política económica**

LA FASE DE DESACELERACIÓN



- **Se inició en 2007 con carácter gradual como consecuencia de la propia maduración del ciclo**
- **Y del cambio de las condiciones monetarias y financieras**
- **Se ha visto acentuada por la irrupción de las turbulencias financieras en el verano del 2007**
- **Revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento**
- **El escenario publicado por el Banco de España el 1 de abril apunta a un crecimiento del 2,4% en 2008 y del 2,1% en 2009**
- **Pero con incertidumbre mayor de la habitual y riesgos a la baja**

PROYECCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA: PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA



	2004	2005	2006	2007	Proyección		Diferencia con la previsión publicada el 30 de marzo de 2007 (*)	
					2008	2009	2007	2008
PIB	3,3	3,6	3,9	3,8	2,4	2,1	0,2	-0,7
Consumo privado	4,2	4,2	3,8	3,2	2,3	1,9	-0,3	-0,7
Consumo público	6,3	5,5	4,8	5,1	4,8	4,4	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,2	6,5	7,0	6,0	1,5	0,4	-0,2	-2,2
<i>Inversión en bienes de equipo</i>	5,1	9,2	10,4	11,6	4,4	2,6	2,6	-2,1
<i>Inversión en construcción</i>	5,4	6,1	6,0	4,0	-0,2	-1,2	-1,9	-3,0
Exportación de bienes y servicios	4,2	2,6	5,1	5,3	4,0	4,5	0,0	-1,4
Importación de bienes y servicios	9,6	7,7	8,3	6,6	4,1	3,4	-0,6	-1,9
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	4,9	5,3	5,1	4,6	2,7	2,0	0,0	-0,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-1,7	-1,6	-1,2	-0,7	-0,3	0,0	0,2	0,2

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE).

Tasas de variación anual salvo indicación en sentido contrario.

(*) Un signo "+" ("–") implica que la proyección actual es superior (inferior) a la proyección publicada en marzo de 2007.

Último dato publicado por el INE: IV trimestre de 2007.

PROYECCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA: OTRAS MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



	2004	2005	2006	2007	Proyección		Diferencia con la previsión publicada el 30 de marzo de 2007 (*)	
					2008	2009	2007	2008
PIB	3,3	3,6	3,9	3,8	2,4	2,1	0,2	-0,7
Deflactor del consumo privado	3,6	3,4	3,4	2,8	3,6	2,3	0,6	0,9
Costes laborales unitarios	2,4	2,5	2,3	2,7	3,4	2,5	0,0	0,8
Remuneración por asalariado	3,0	2,9	3,0	3,6	4,3	3,5	0,2	1,1
Productividad aparente del trabajo	0,6	0,4	0,7	0,8	0,9	1,0	0,2	0,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,7	3,2	3,2	3,0	1,5	1,1	0,0	-0,9
Tasa de paro (% de la población activa)	10,6	9,2	8,5	8,3	9,0	9,8	0,1	0,9
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	11,3	11,0	10,5	10,5	10,8	11,4	0,4	0,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-4,8	-6,5	-8,1	-9,5	-10,0	-10,0	-0,8	-0,6
Capacidad(+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-0,3	1,0	1,8	2,2	1,2	0,2	1,0	0,2

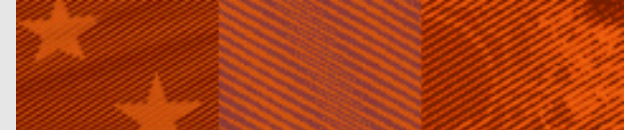
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE).

Tasas de variación anual salvo indicación en sentido contrario.

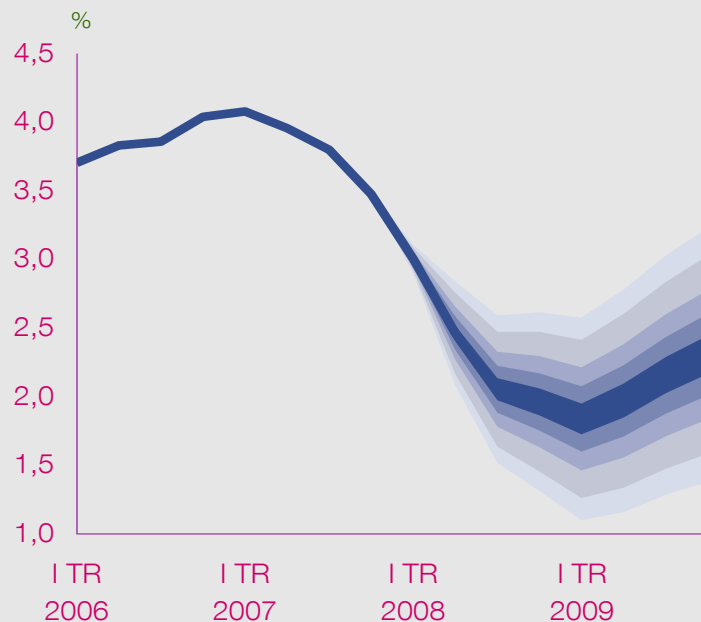
(*) Un signo "+" ("–") implica que la proyección actual es superior (inferior) a la proyección publicada en marzo de 2007.

Último dato publicado por el INE: IV trimestre de 2007.

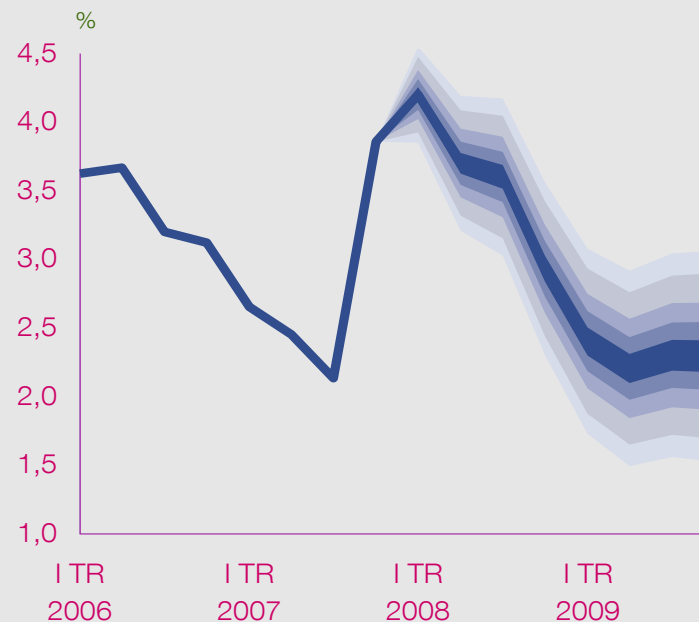
PROYECCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA: RANGO DE INCERTIDUMBRE



PRODUCTO INTERIOR BRUTO



DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO



PROBABILIDAD DE QUE EL PIB O EL DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO SE SITÚE DENTRO DEL INTERVALO (a)

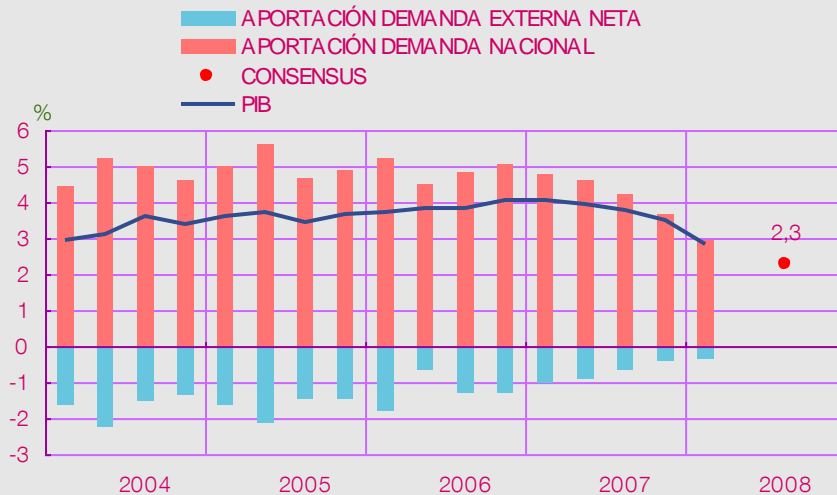
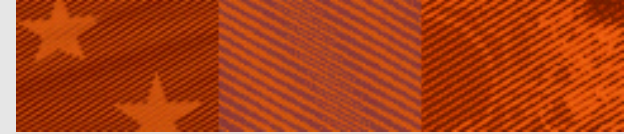


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

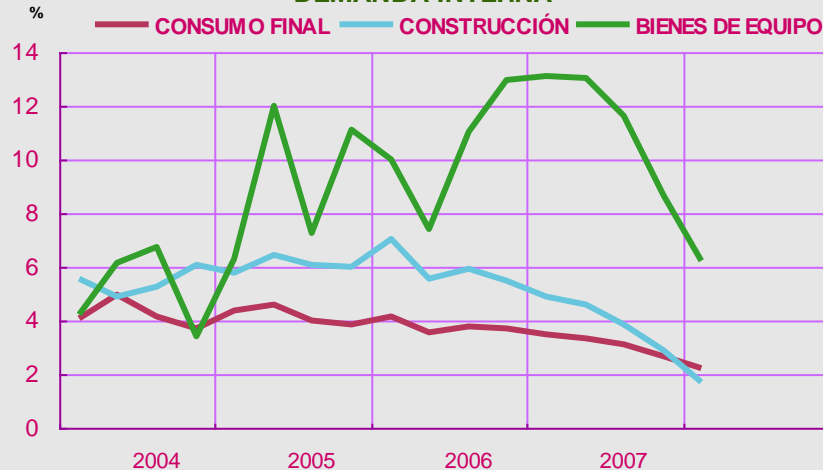
a. El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20, 40, 60, 80 y 90%, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

Último dato observado: IV trimestre de 2007.

LA DESACELERACIÓN SE HA ACENTUADO A COMIENZOS DE 2008

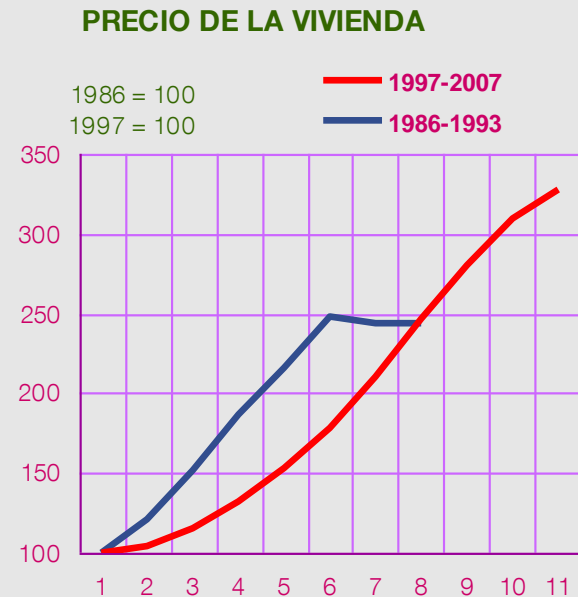
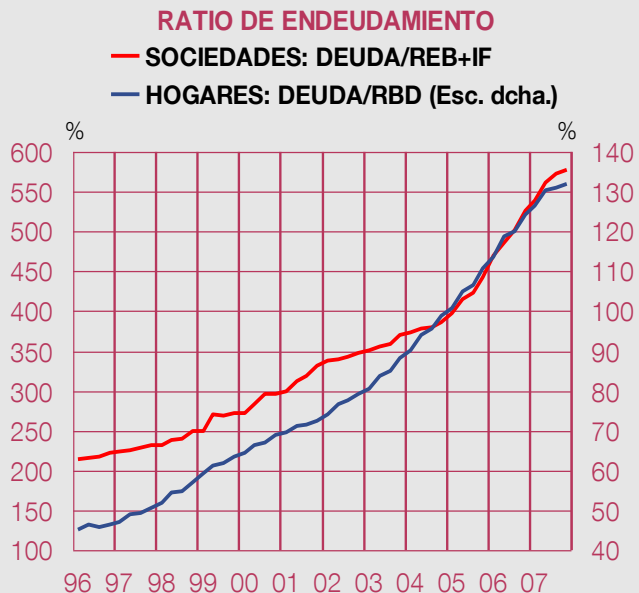
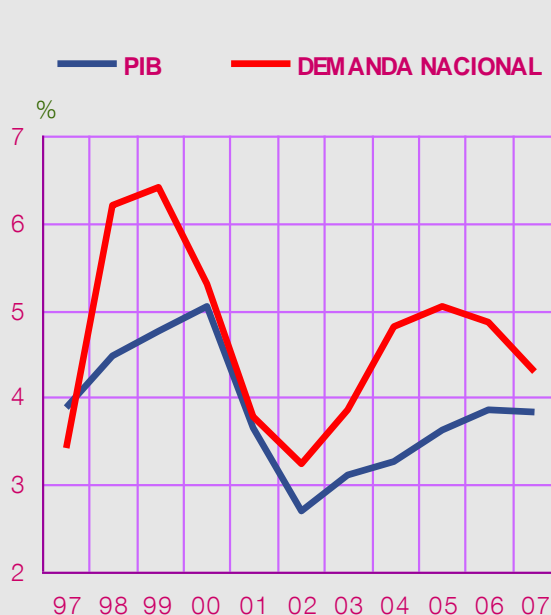


TASAS DE VARIACIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA INTERNA



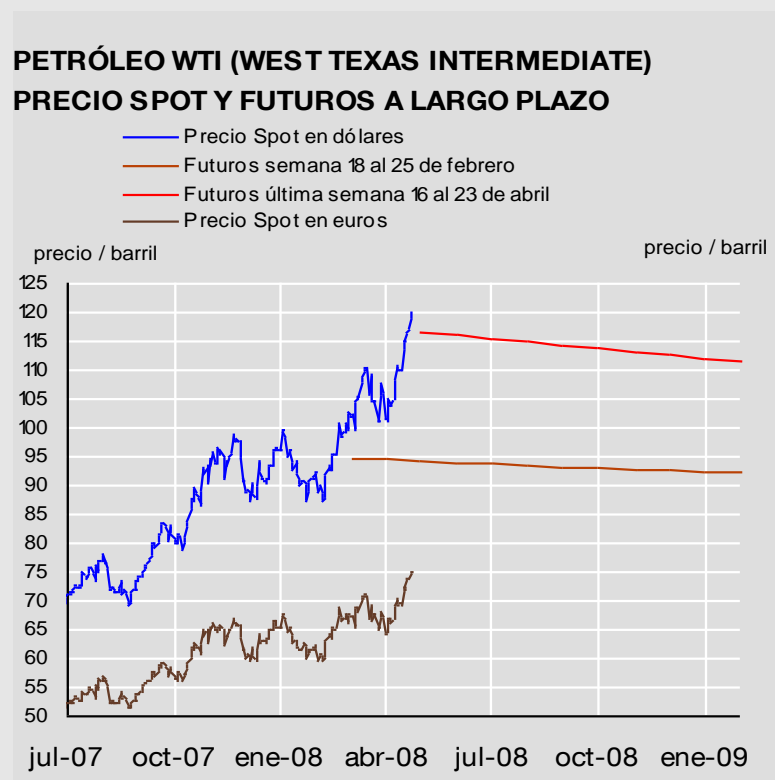
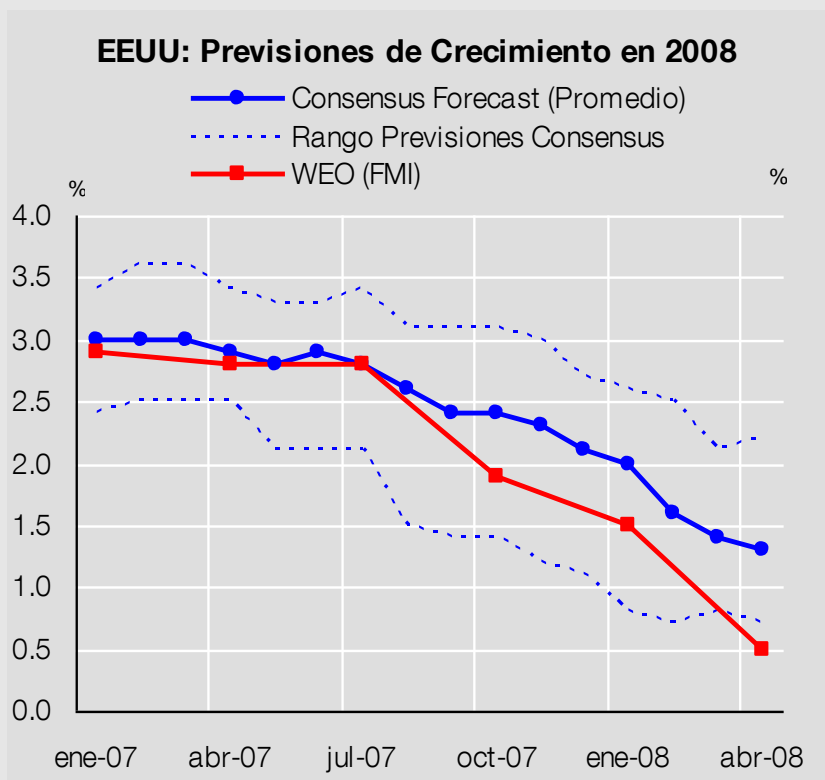
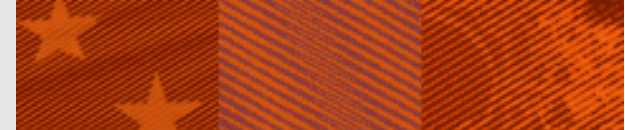
- La desaceleración en el primer trimestre ha sido más pronunciada que en trimestres anteriores
- La coincidencia de las turbulencias con el ajuste inmobiliario ha extendido un pesimismo excesivo de los analistas sobre la economía española
- La estimación del Banco de España es de un crecimiento del 2,8% en el primer trimestre, frente al 3,5% del trimestre anterior
- Con un recorte en todos los componentes de la demanda nacional, que pasó a crecer al 3% (3,6% en 4T 07)
- Este comportamiento es el resultado de la confluencia de la maduración del fuerte ciclo expansivo con un deterioro en el clima internacional

LA MADURACIÓN DEL CICLO



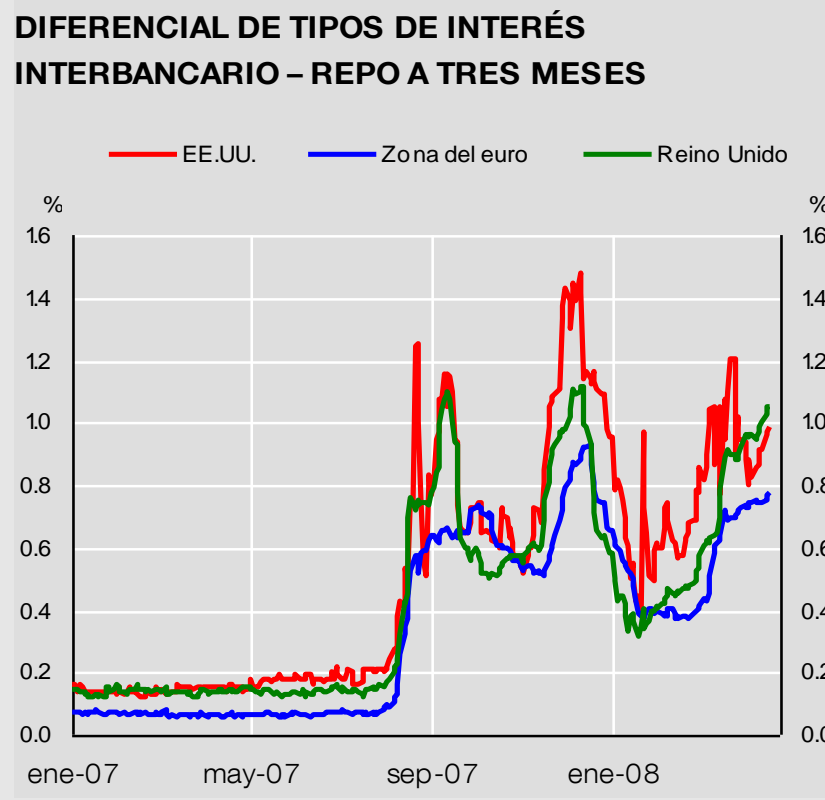
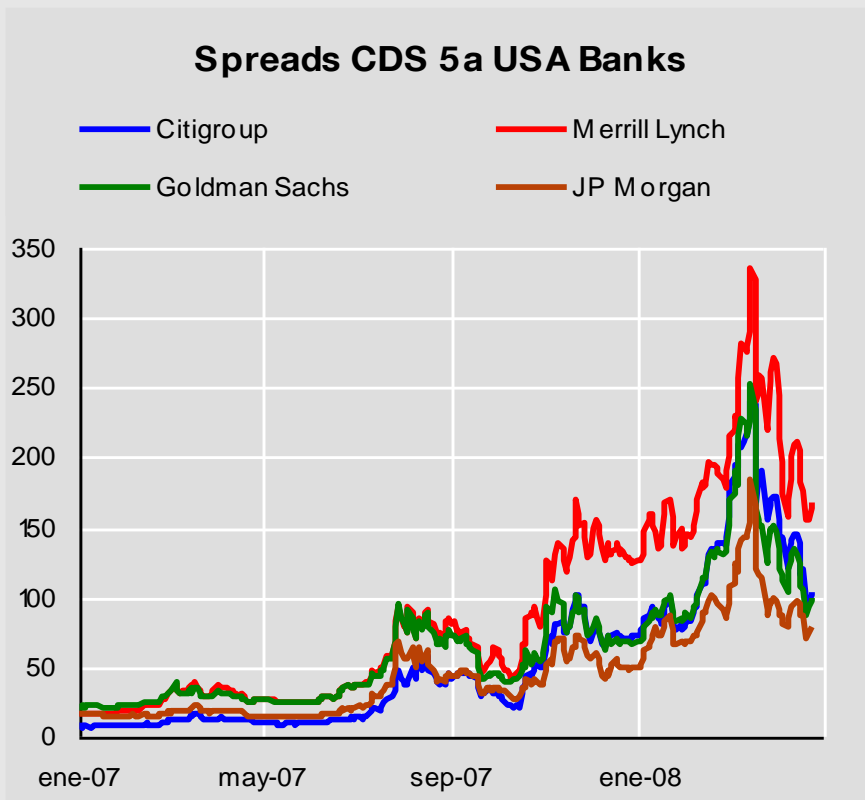
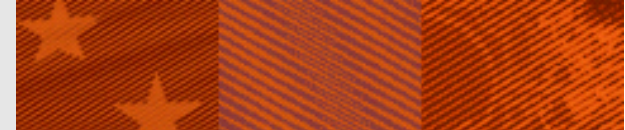
- El ritmo de expansión del gasto, el nivel de endeudamiento alcanzado y las alzas de precios de activos registradas requerían un ajuste
- La holgura de las condiciones monetarias y financieras y el fuerte crecimiento demográfico han venido prolongando la expansión y retrasando el inicio del ajuste
- El cambio de orientación de la política monetaria y la desaceleración del precio de la vivienda desencadenaron el cambio de fase cíclica
- Un cambio acentuado a finales de 2007 por el deterioro de la situación internacional

DETERIORO DEL CLIMA INTERNACIONAL



- Con una agudización de la crisis norteamericana
- Incremento de los precios de las materias primas (petróleo, alimentos, etc.)

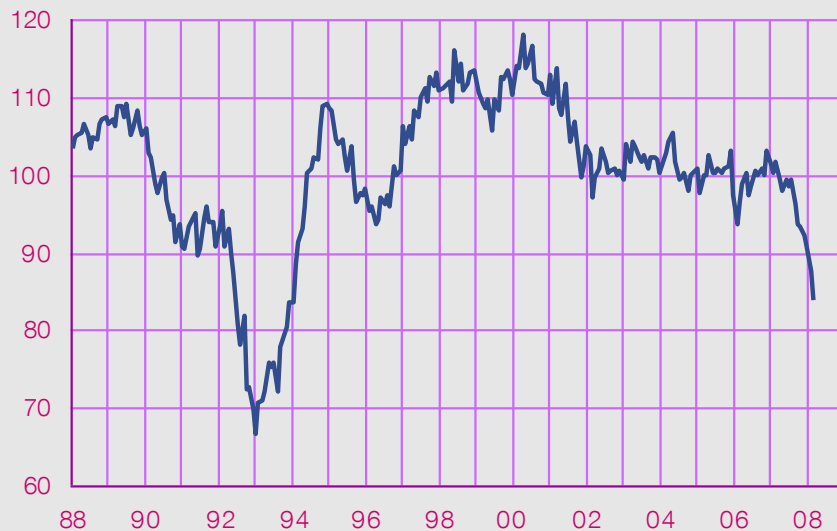
Y, SOBRE TODO, TURBULENCIAS FINANCIERAS



LA CONFLUENCIA DE LA MADURACIÓN DEL CICLO CON EL EMPEORAMIENTO DEL CLIMA INTERNACIONAL HA GENERADO UN DETERIORO DE LA CONFIANZA Y UN ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS...

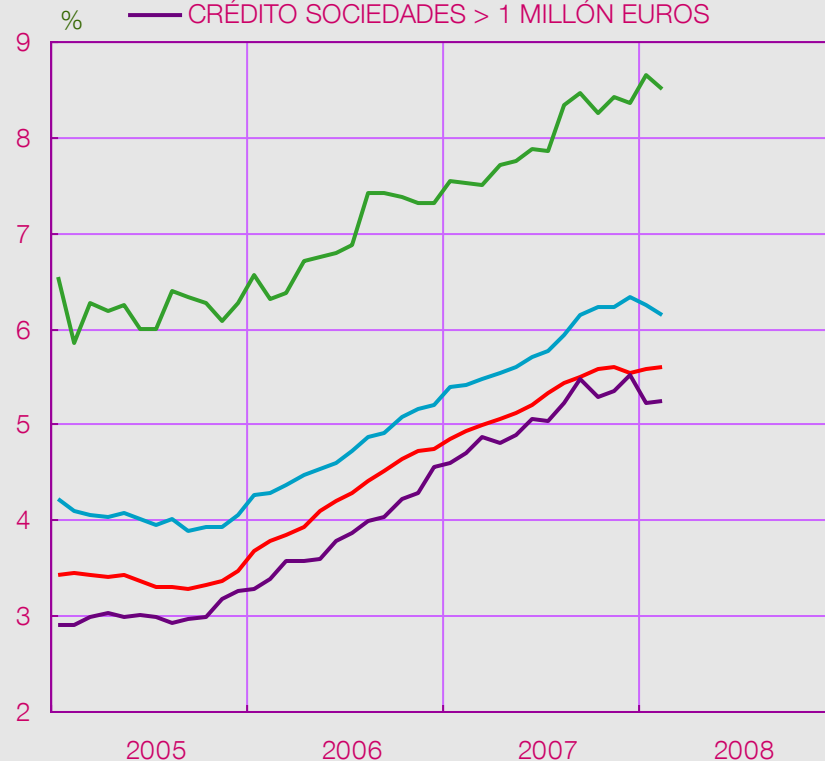


INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO EN ESPAÑA

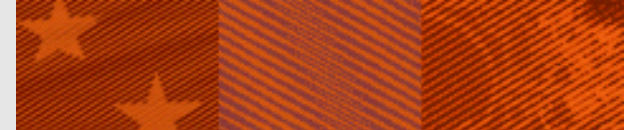


TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (Operaciones nuevas)

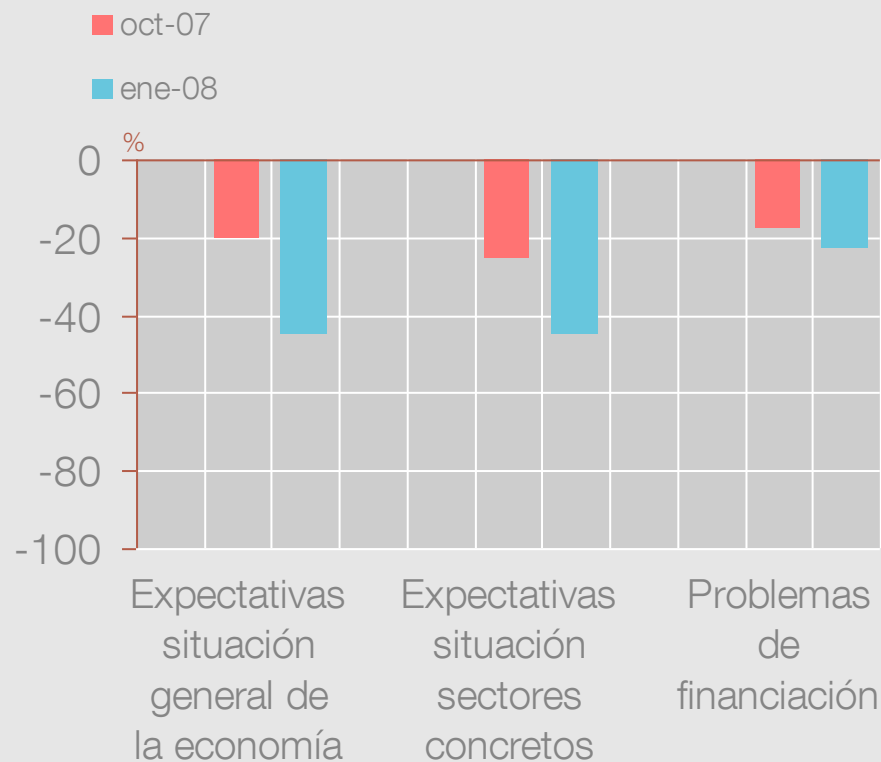
- CRÉDITO HOGARES VIVIENDA
- CRÉDITO HOGARES CONSUMO Y OTROS FINES
- CRÉDITO SOCIEDADES < 1 MILLÓN EUROS
- CRÉDITO SOCIEDADES > 1 MILLÓN EUROS



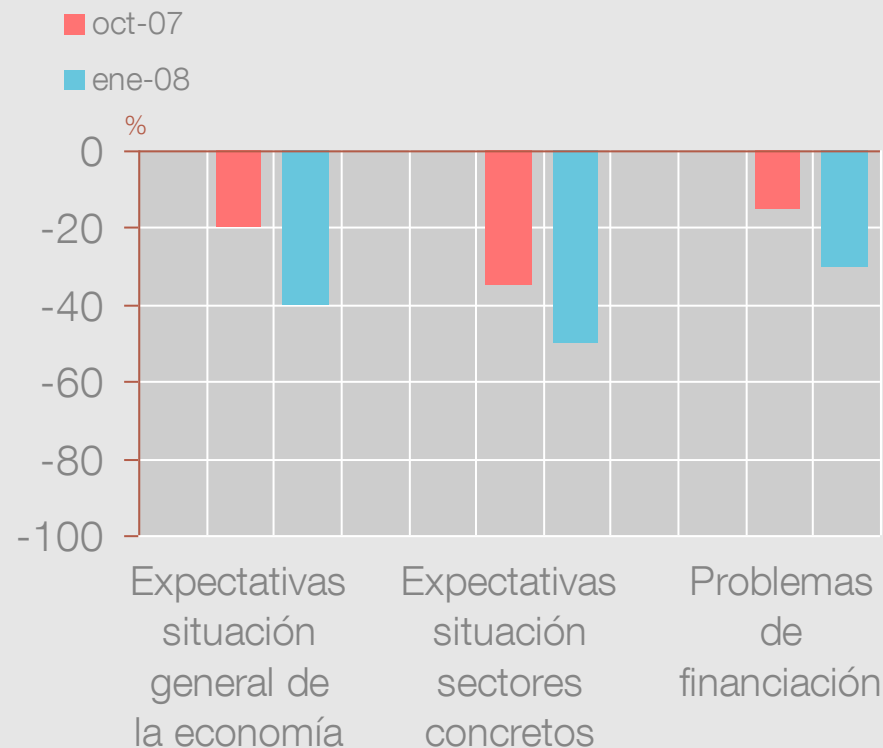
... CON EFECTOS SOBRE LAS CONDICIONES DE LA OFERTA DE CRÉDITO



ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. Oferta de crédito a sociedades no financieras



ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. Oferta de crédito a hogares para vivienda

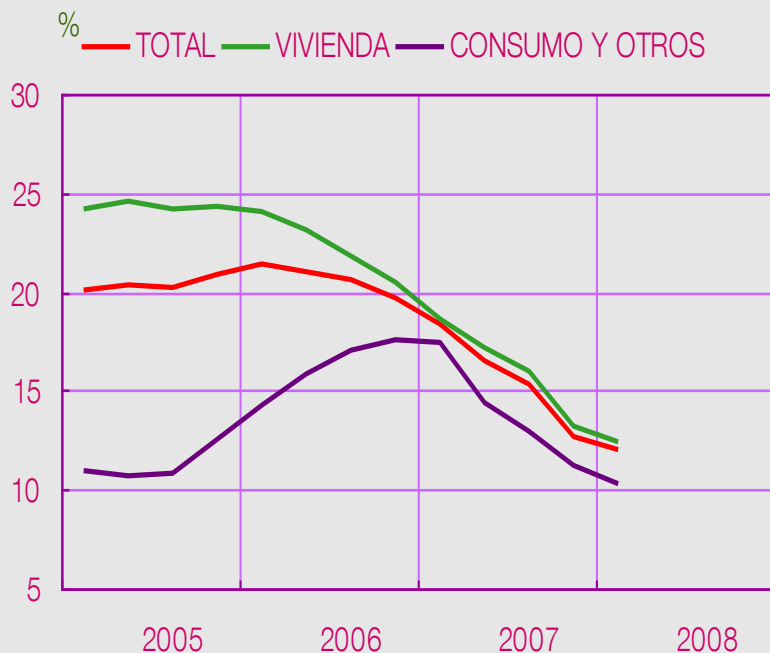


- **Si bien el efecto de las tensiones en los mercados financieros internacionales sobre la oferta de crédito ha sido hasta ahora moderado**

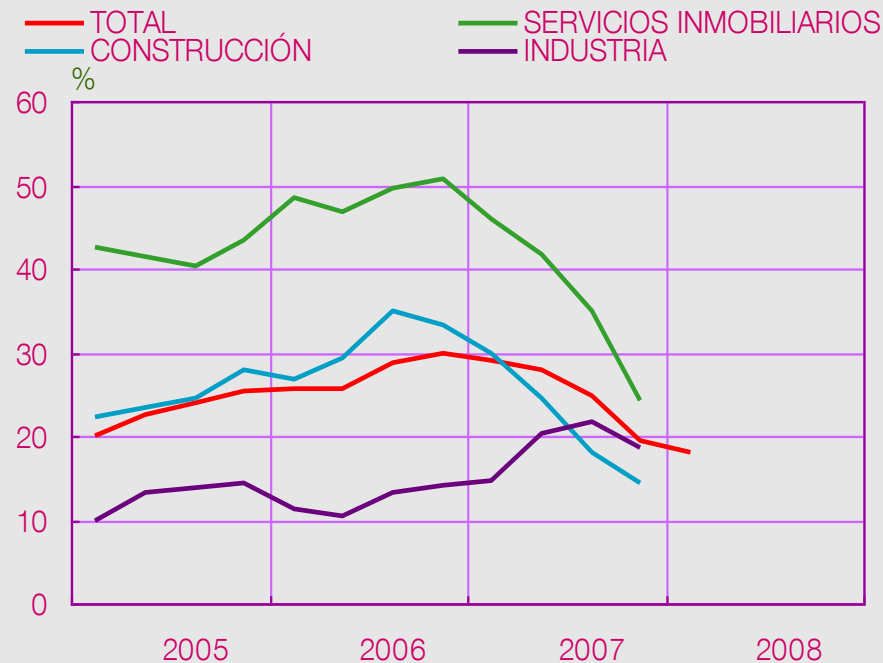
EL CRÉDITO HA INTENSIFICADO LA DESACELERACIÓN



CRÉDITO A HOGARES (Crecimiento interanual)

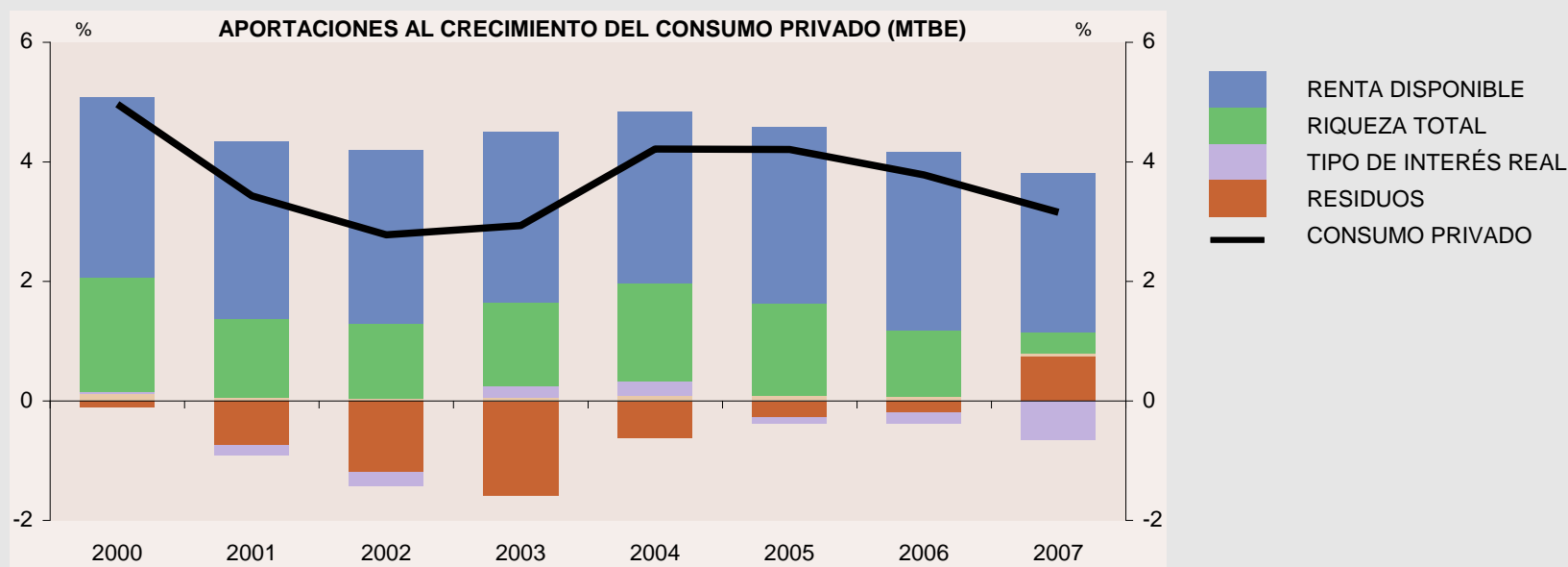


CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (Crecimiento interanual)



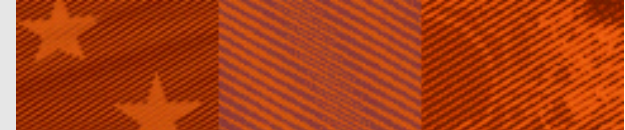
- El dinamismo del crédito, cuando se observan tasas cortas, tiende a converger con el crecimiento nominal de la economía
- Más claramente en el caso del concedido a las familias que en el de las empresas

LA RESPUESTA DEL CONSUMO

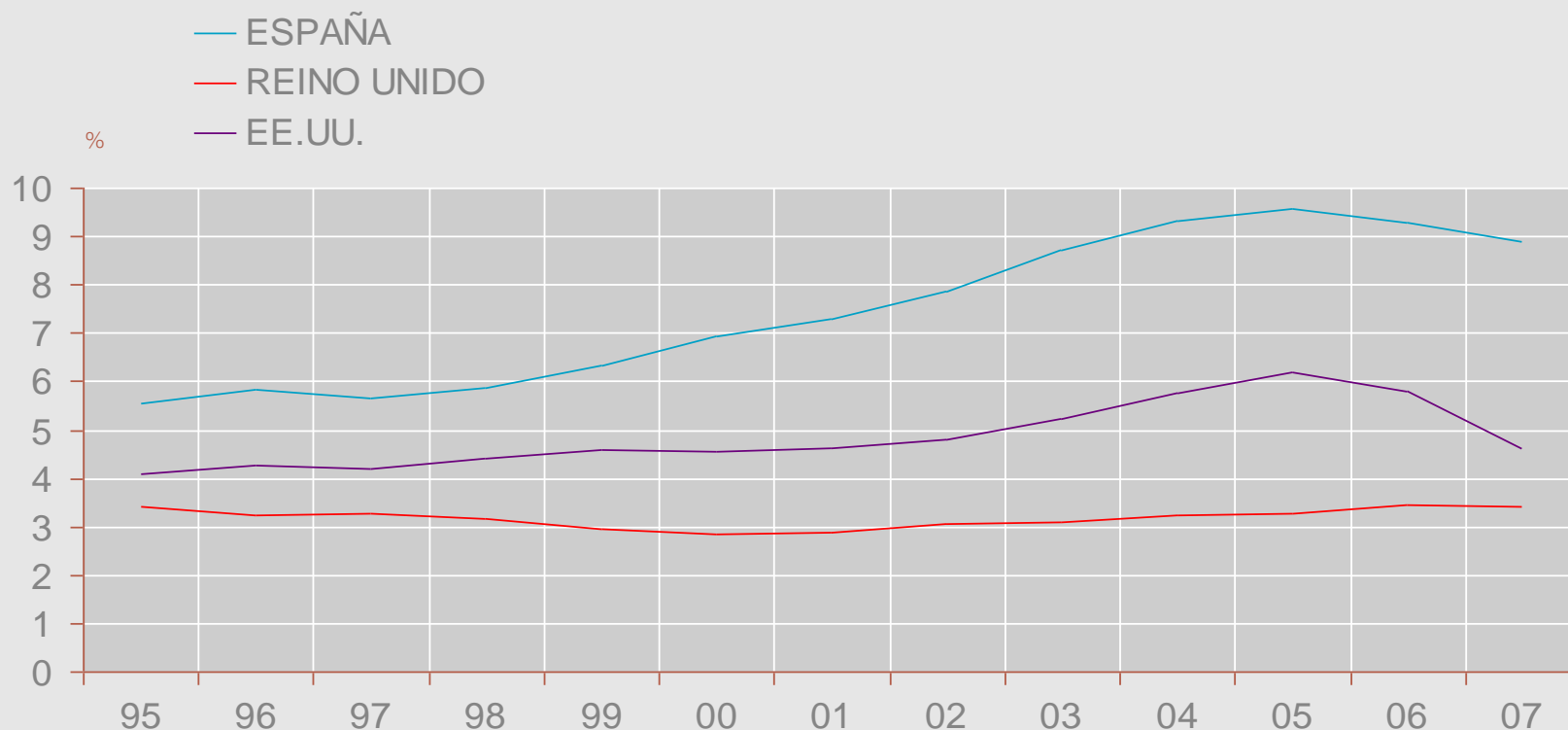


- **La desaceleración del consumo (2,2% en Q1 08 frente a 2,7% en Q4 07) responde tanto a la evolución de la renta real disponible, que se está viendo afectada por las altas tasas de inflación y por la desaceleración del empleo, aunque los elevados incrementos salariales y algunas medidas fiscales podrían compensar parcialmente esos efectos, como al clima de mayor incertidumbre y al deterioro de la confianza**

EL PRINCIPAL INDUCTOR DE LA DESACELERACIÓN ESTÁ SIENDO EL AJUSTE DEL SECTOR INMOBILIARIO, DESPUÉS DE UN PROLONGADO E INTENSO CICLO DE INVERSIÓN EN VIVIENDA

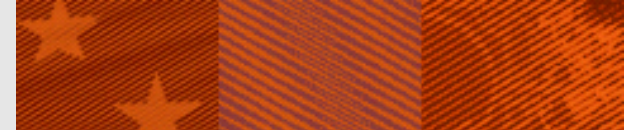


INVERSIÓN EN VIVIENDA/PIB

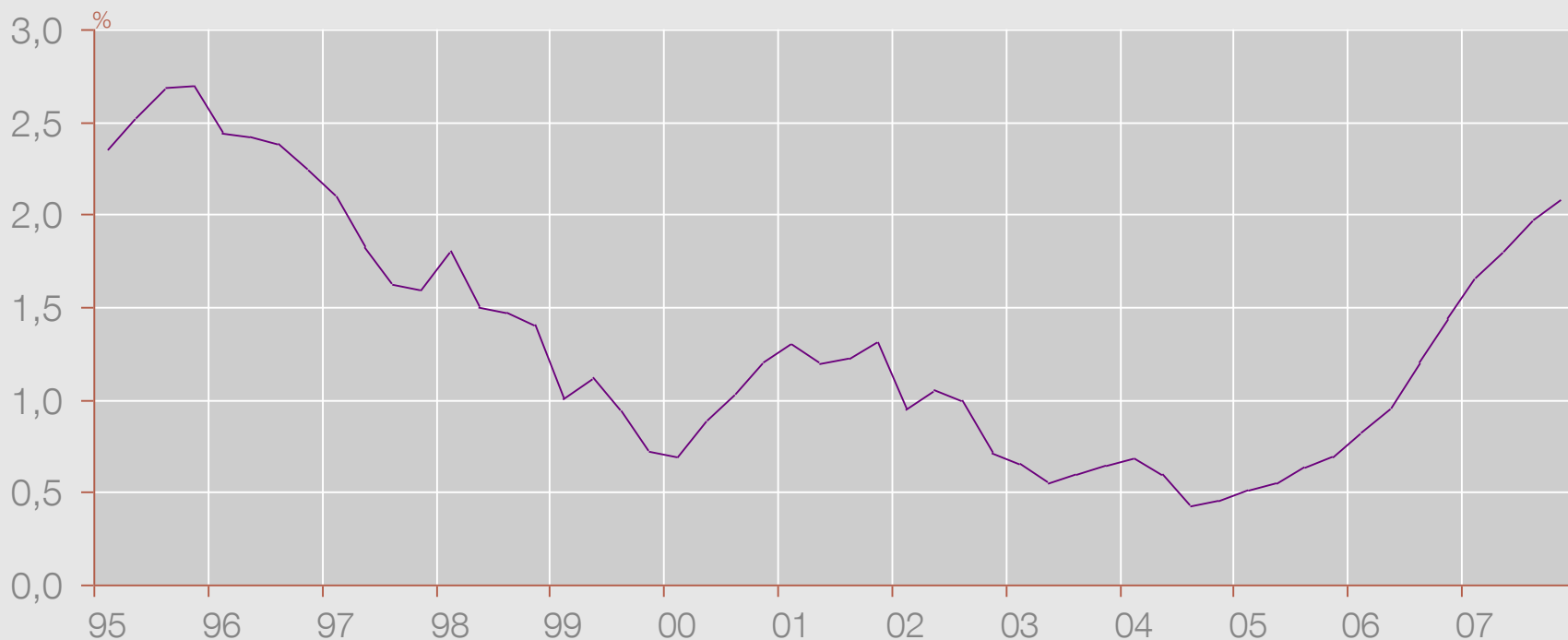


- **Las particulares características de este mercado hacen que durante las fases expansivas se tienda a producir cierta sobrerreacción en precios y cantidades, lo que hace inevitable un ajuste posterior**

SE INCREMENTA EL COSTE DE USO DE LA VIVIENDA Y SE INICIA EL CAMBIO DE CICLO

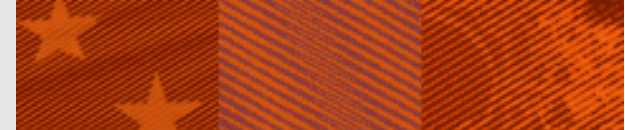


COSTE DE USO DE LA VIVIENDA (Estimado)

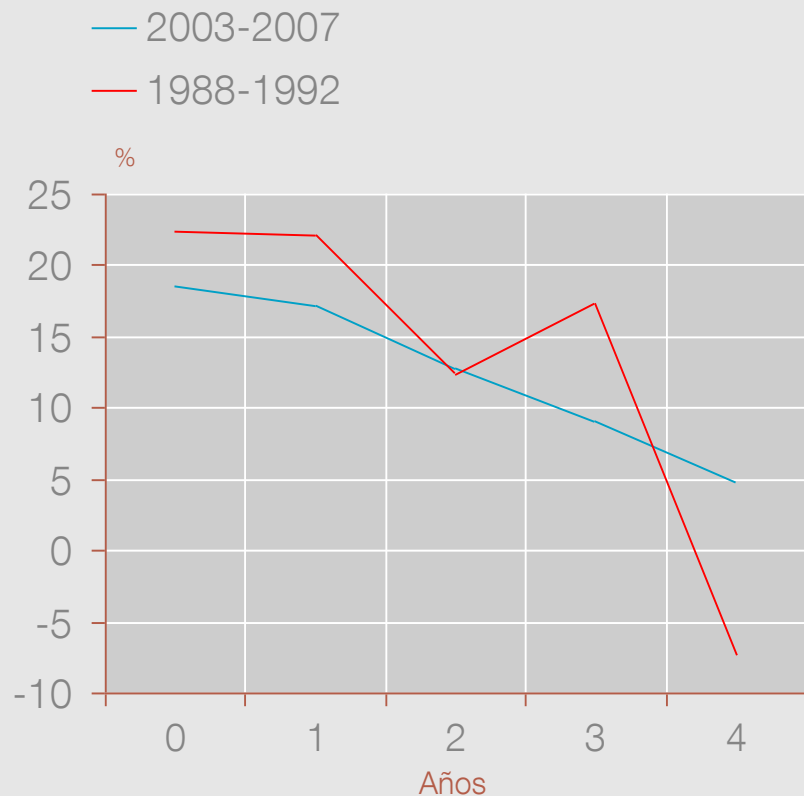


- **La desaceleración de los precios y el aumento de los tipos de interés elevan el coste de uso de la vivienda**

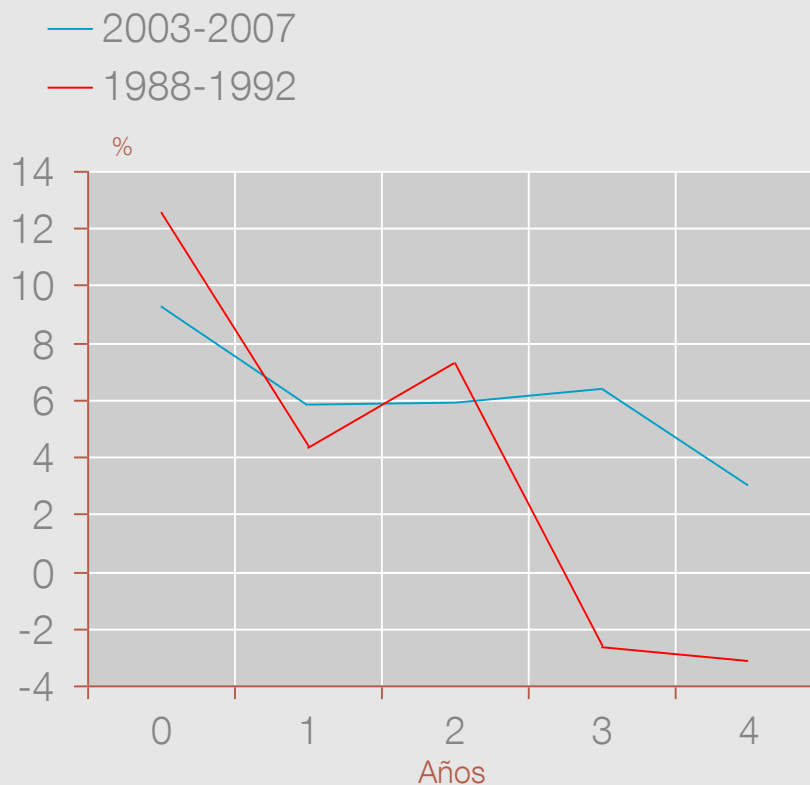
SE PRODUCE UN AJUSTE GRADUAL EN PRECIOS Y CANTIDADES



PRECIO DE LA VIVIENDA. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL



INVERSIÓN EN VIVIENDA. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL





EXISTEN FACTORES DE SOPORTE PARA EL AJUSTE, PERO TAMBIÉN RIESGOS DERIVADOS SOBRE TODO DE LAS TURBULENCIAS

- La desaceleración de la inversión residencial se ha acentuado durante el primer trimestre con un crecimiento anual del 0,5% frente al 1,8% del cuarto de 2007
- El proceso de ajuste cuenta con factores de soporte a medio plazo basados en:

Factores demográficos: tamaño y composición de la población

Modulación del dinamismo de los precios

Moderación de los costes de la construcción

- Pero las turbulencias han añadido elementos adicionales de incertidumbre y de riesgo a la baja

Canales directos, que dependen de la situación de las entidades financieras

Canales indirectos, que dependen de la existencia de financiación disponible para las entidades



- **Los canales directos no han tenido apenas incidencia en la economía española**

No hay exposición al *subprime*

El modelo bancario no es de *generar para distribuir*

Control eficiente de los riesgos

No hay adquisición de productos “tóxicos”

No hay vinculación a vehículos de inversión estructurada (SIVs) o similares

- **Las entidades españolas están en mejor disposición para enfrentarse a las turbulencias**

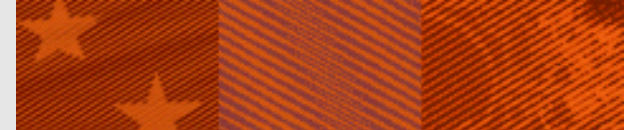
Provisiones elevadas: 204% del nivel de dudosos; 1,3% del total del crédito

Rentabilidad alta y comparativamente poco afectada por las turbulencias:

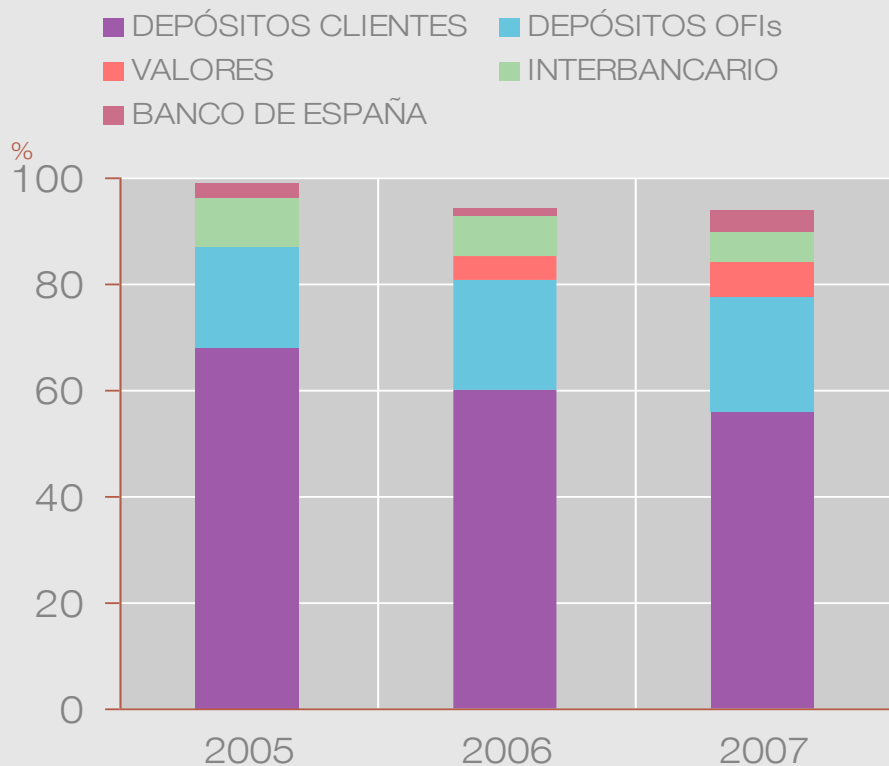
ROE = 19,9%; ROA = 1,05%

Ratios de solvencia holgadas: Ratio BIS = 11,4%

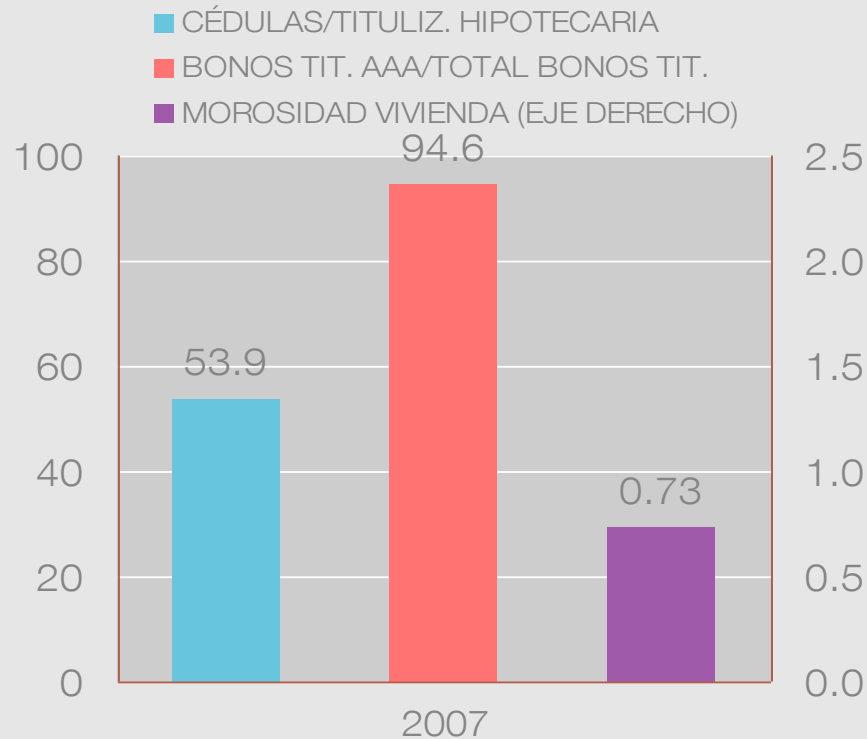
LOS EFECTOS INDIRECTOS DEPENDEN DE LA DURACIÓN DE LAS TURBULENCIAS, PERO LA SITUACIÓN DE PARTIDA OFRECE MÁRGENES RAZONABLES



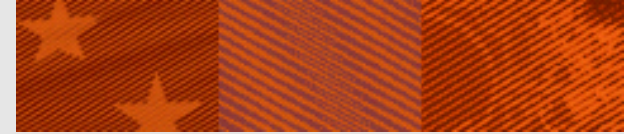
FINANCIACIÓN DEL CRÉDITO



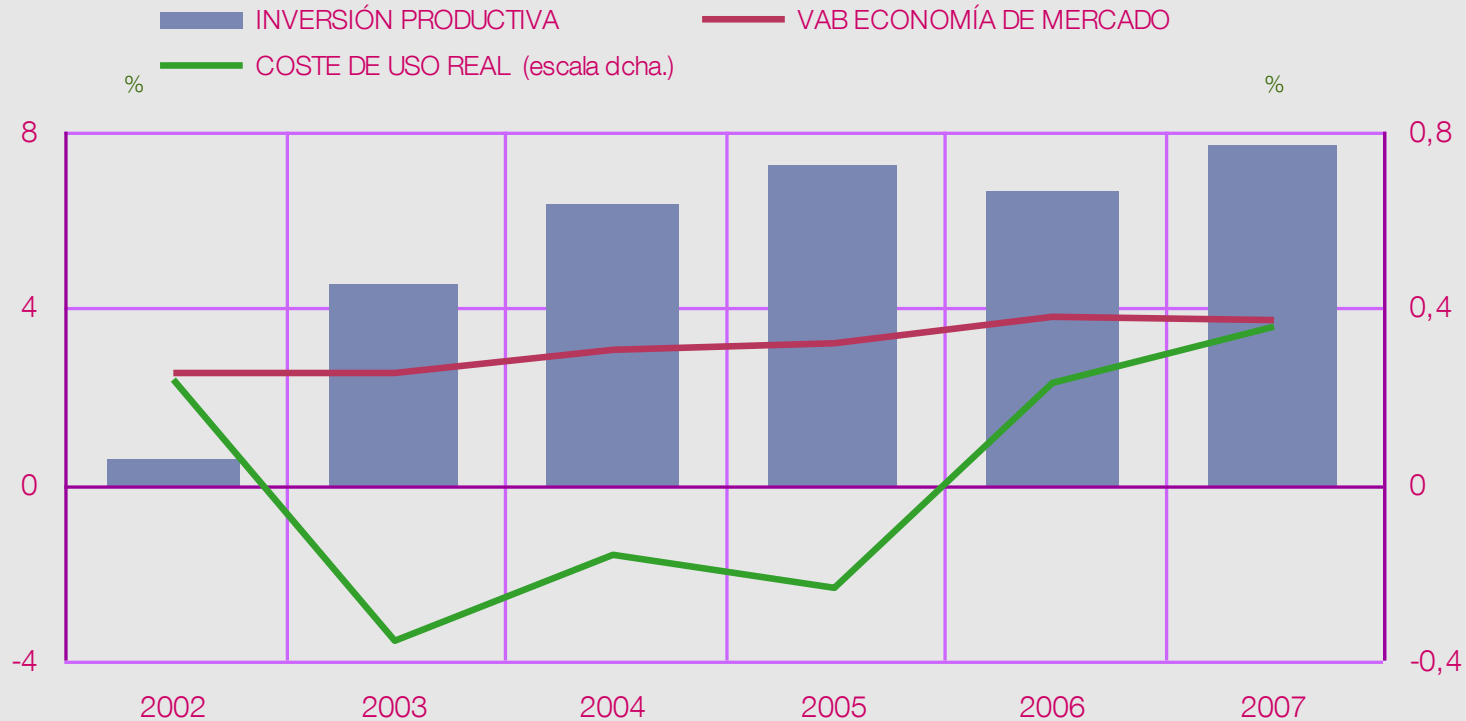
TITULIZACIÓN Y MOROSIDAD



- Estructura de la financiación del crédito y demanda decreciente
- Emisión de títulos sencillos, transparentes y de elevada calidad

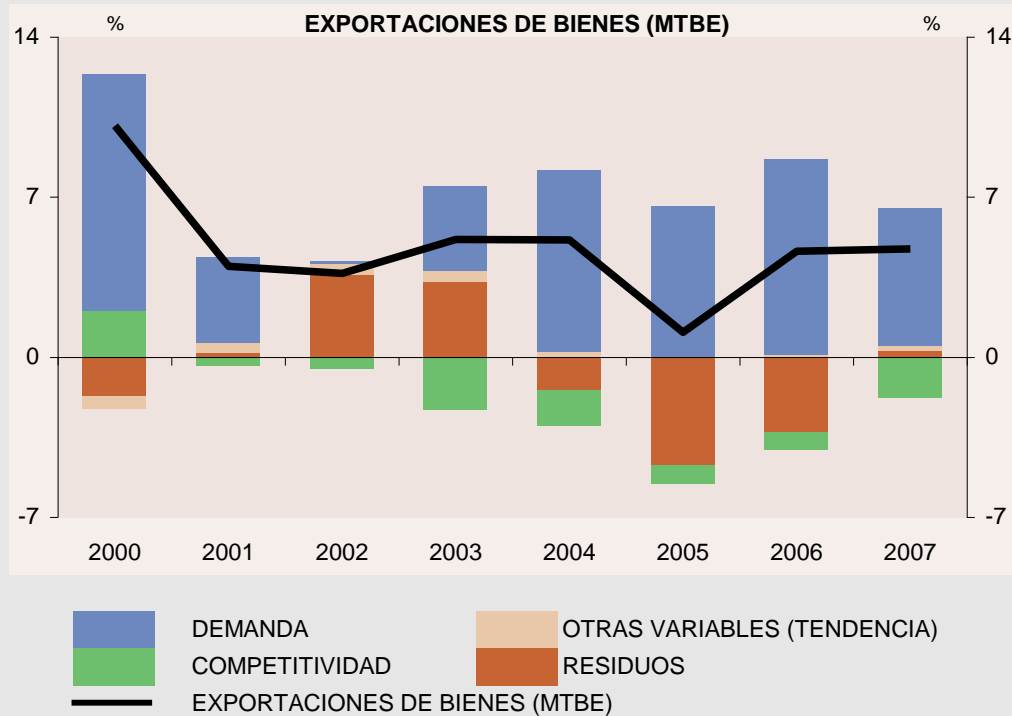
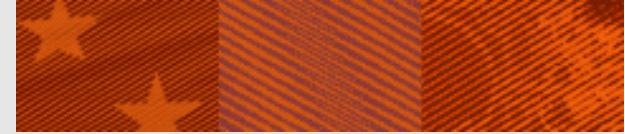


INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA Y SUS PRINCIPALES DETERMINANTES

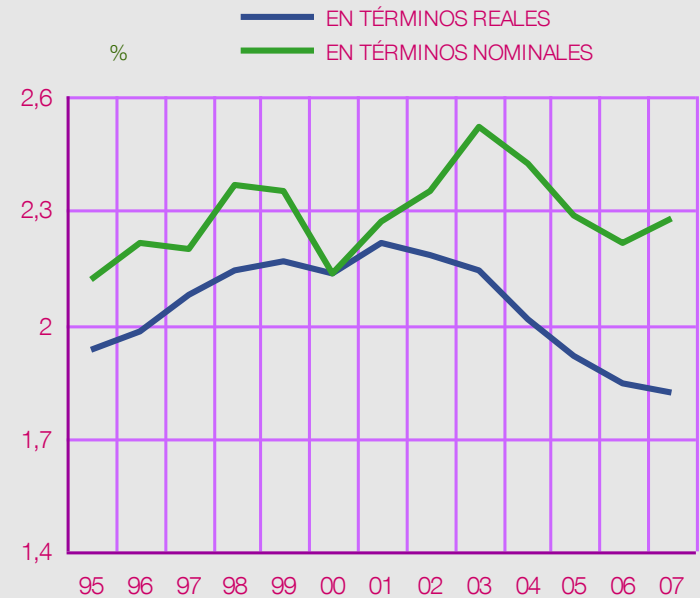


- **La inversión empresarial mantuvo un cierto dinamismo, aunque la confianza empresarial sufrió un severo deterioro y la rentabilidad comenzó a estrecharse**
- **En el primer trimestre de 2008 la inversión en equipo creció un 6,2% frente a un 8,6% del cuarto de 2007**

EL PAPEL COMPENSADOR DEL SECTOR EXTERIOR

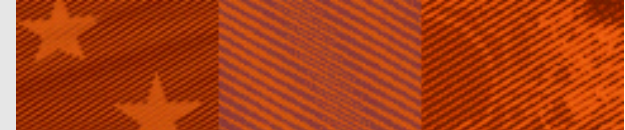


CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA EN EL MUNDO Bienes y servicios

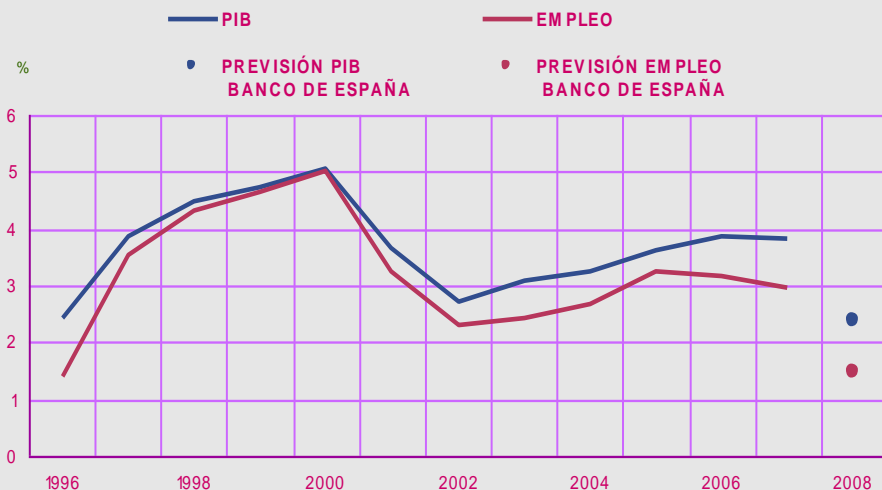


- **Comportamiento algo mejor de las exportaciones en 2007 y comienzos de 2008 que permite mejorar la aportación del sector exterior al crecimiento y frena el descenso de la cuota en los mercados mundiales**
- **Aunque no evita todavía que se siga ampliando el déficit exterior**

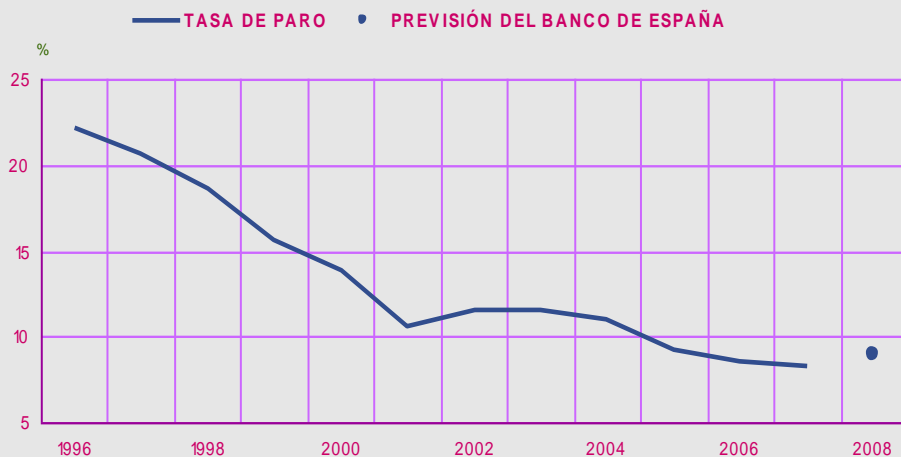
LA RESPUESTA DEL EMPLEO



CRECIMIENTO DEL PIB Y EL EMPLEO

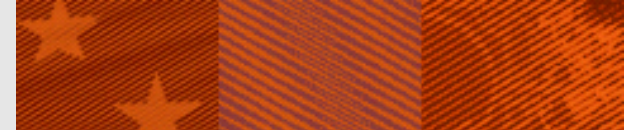


TASA DE PARO

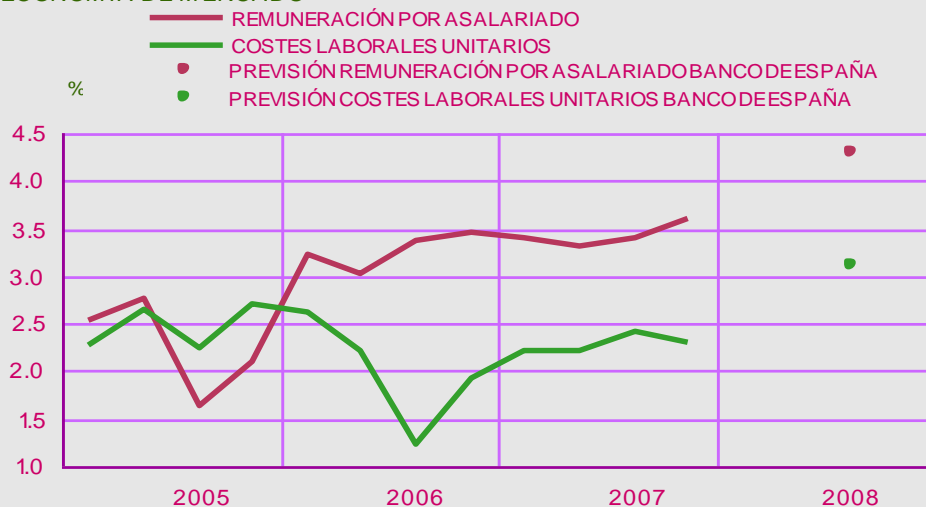


- La desaceleración del PIB se ha trasladado al empleo, de acuerdo con los datos de la EPA
- La mayor debilidad del empleo se centró en la construcción mientras que la industria y los servicios mostraron una mayor resistencia
- La tasa de paro, que había descendido a mediados de 2007 hasta el 8%, repuntó de forma especialmente intensa en el primer trimestre de 2008, hasta el 9,6%

EN UN CONTEXTO DE INCREMENTOS DE LOS COSTES

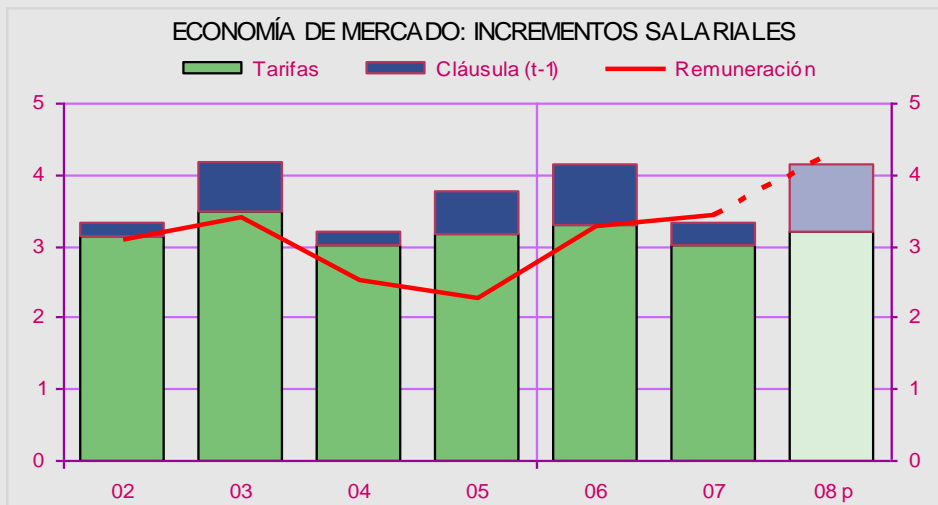


REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y COSTES LABORALES UNITARIOS EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

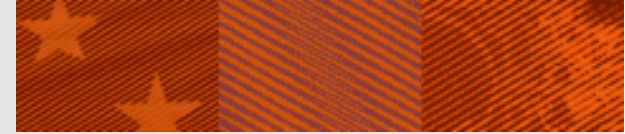


- El repunte de los costes laborales en 2007 va a hacerse más pronunciado en 2008, en parte a causa del mayor impacto de las cláusulas de salvaguarda

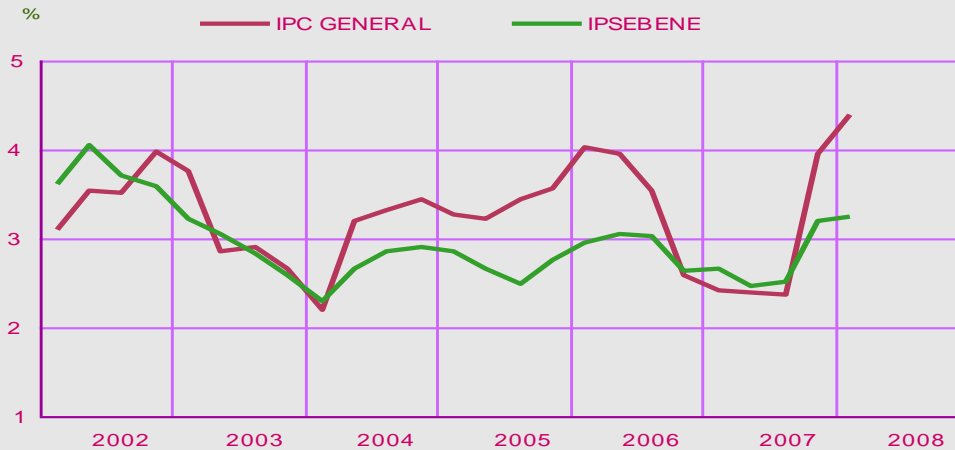
- El incremento de los costes es particularmente inoportuno, dado el debilitamiento de la actividad, la apreciación cambiaria y la debilidad de algunos de nuestros principales socios comerciales



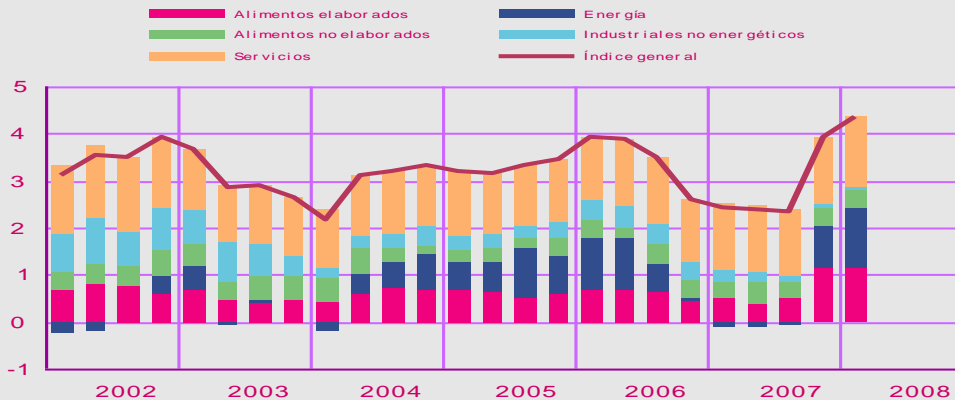
Y REPUNTE DE LA INFLACIÓN



ÍNDICES DE PRECIOS DE CONSUMO

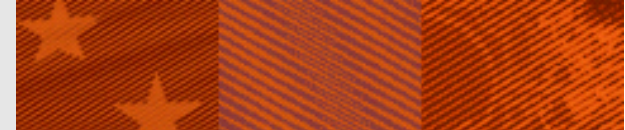


ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO: Tasa interanual y contribuciones

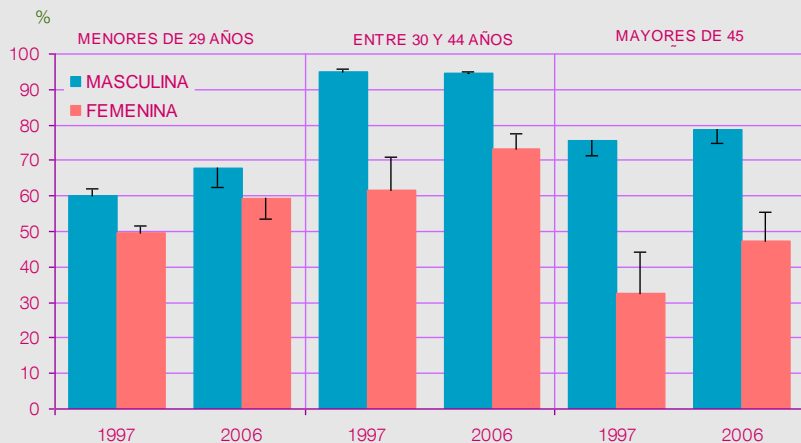


- La inflación repuntó sustancialmente a partir del verano de 2007
- Esta evolución ha estado marcada por dos factores:
 - Petróleo
 - Materias primas alimenticias
- El IPC ha iniciado 2008 con tasas de crecimiento interanual superiores al 4%
- Los precios de los industriales no energéticos apenas han aumentado y crecen por debajo de las tasas de la UEM
- Los incrementos de precios de los servicios, en cambio, continúan estabilizados en tasas muy próximas al 4%

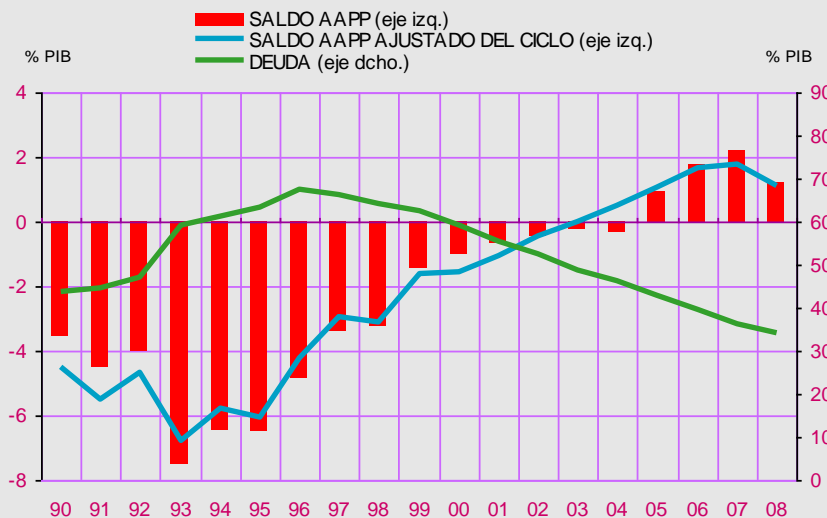
LA ECONOMÍA AVANZA EN LA FASE DE DESACELERACIÓN, AUNQUE CUENTA CON ELEMENTOS DE SOPORTE



TASA DE PARTICIPACIÓN EN ESPAÑA (Y DESVIACIONES RESPECTO A LA UME)



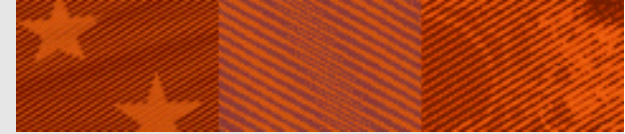
SALDOS DE LAS AA.PP Y DEUDA PÚBLICA



nota: 2008 corresponde a la actualización del Programa de Estabilidad 2008/2010

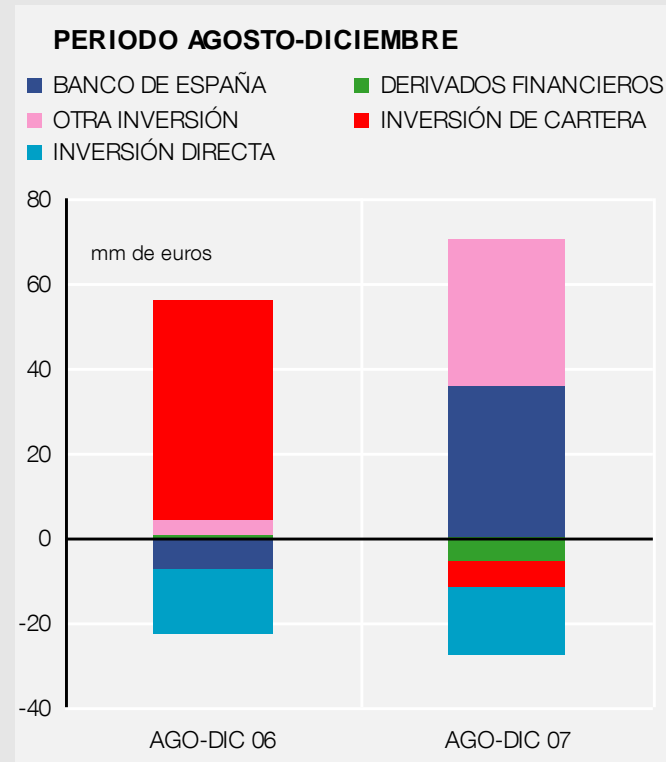
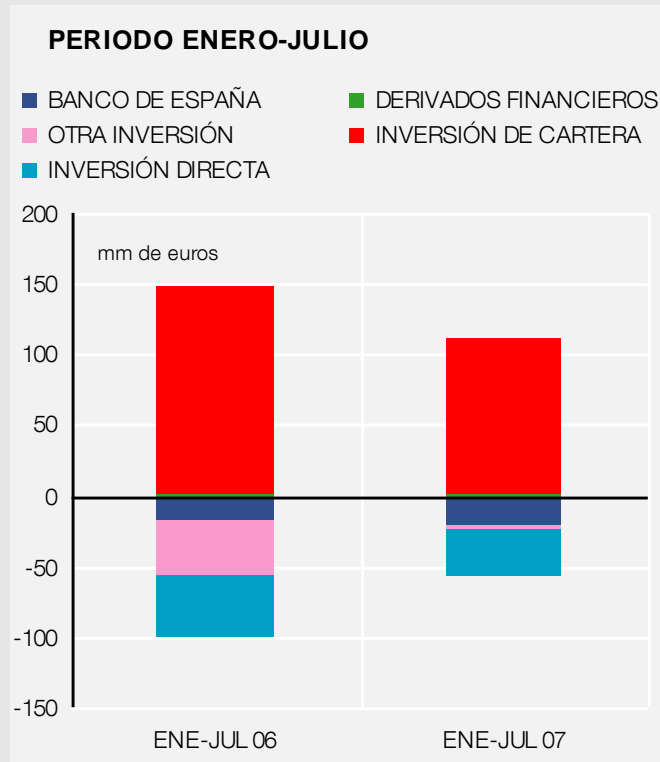
- **Dinamismo demográfico que sostiene la demanda y amplía la oferta laboral**
- **Mercado de trabajo más flexible debido en parte al efecto de la inmigración**
- **Situación presupuestaria muy saneada con superávit en los tres últimos años y recortes en la ratio de deuda pública**
- **Solvencia del sistema bancario (con alta rentabilidad, alto nivel de provisiones, elevado grado de solvencia)**

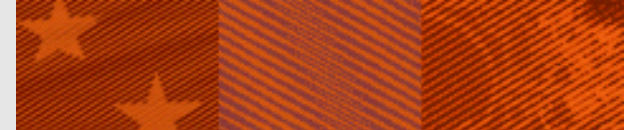
PERO EXISTEN RIESGOS QUE PUEDEN INHIBIR LA CONTRIBUCIÓN DE ESOS SOPORTES



- Contexto exterior más desfavorable
- Ajuste más intenso del sector inmobiliario
- Dificultades para la financiación exterior de la economía

FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA





▪ Política fiscal

La contribución fundamental de la política presupuestaria debería canalizarse a través del libre juego de los estabilizadores automáticos

Evitar medidas expansivas de política fiscal indiscriminadas, pues pueden resultar contraproducentes

Las medidas específicas que se diseñen para apoyar determinados sectores o colectivos específicos deberían ser financiadas con actuaciones compensatorias en otras rúbricas

Porque preservar el margen de actuación anticíclica de la política fiscal es un activo de primer orden

- **La moderación de costes y rentas resulta imprescindible, porque el principal canal acelerador de los impulsos contractivos es el empleo**
- **La mejora de los mecanismos de adaptación de la economía mediante medidas estructurales reduciría los costes del ajuste y anticiparía la recuperación de la actividad**



GRACIAS POR SU ATENCIÓN