

# Informe Mensual



NÚMERO 313

*Estanflación: ¿cómo frenar a Pandora?* Pág. 11

El estancamiento con inflación continúa planteando un desafío para las políticas macroeconómicas

*Burbujas financieras e inmobiliarias: lecciones de la experiencia japonesa* Pág. 16

El desplome de la bolsa y el inmobiliario a finales de los ochenta sumergió a Japón en una larga crisis

*Disminuir los tipos de interés: ¿un dilema para el BCE?* Pág. 28

Mientras la Fed ha recortado sus tipos de interés tres puntos, el BCE los mantiene inamovibles. ¿Por cuánto tiempo?

*Ben S. Bernanke: nuevas medidas para nuevos problemas* Pág. 37

La Fed despliega un abundante arsenal de medidas para hacer frente a la crisis financiera

# Previsiones

% de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2008	2007				2008	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	2,9	2,2	1,2	1,5	1,9	2,8	2,5	2,5	1,2
Japón	2,4	2,0	1,6	2,9	1,7	1,9	1,7	1,3	1,8
Reino Unido	2,9	3,0	2,1	3,0	3,2	3,1	2,8	2,5	2,1
Zona del euro	2,9	2,6	1,5	3,2	2,5	2,7	2,2	1,7	1,5
<i>Alemania</i>	3,1	2,6	1,5	3,7	2,6	2,5	1,8	1,5	1,6
<i>Francia</i>	2,2	1,9	1,4	1,9	1,4	2,2	2,1	1,6	1,4
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	3,3	2,8	3,4	2,5	2,5	2,4	4,0	4,2	3,5
Japón	0,2	0,1	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	1,0	0,3
Reino Unido	2,3	2,3	2,5	2,9	2,6	1,8	2,1	2,4	2,4
Zona del euro	2,2	2,1	3,0	1,9	1,9	1,9	2,9	3,4	3,3
<i>Alemania</i>	1,6	2,3	2,5	1,8	2,1	2,3	3,1	2,9	2,6
<i>Francia</i>	1,7	1,5	2,5	1,2	1,2	1,3	2,3	2,9	2,6
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	3,7	3,1	2,2	3,5	3,4	3,1	2,7	2,4	2,3
Consumo de las AAPP	4,8	5,1	4,4	6,1	5,0	5,1	4,4	3,5	4,0
Formación bruta de capital fijo	6,8	5,9	2,4	6,3	6,7	5,8	4,8	3,6	2,5
<i>Bienes de equipo</i>	10,4	11,6	5,1	13,1	13,1	11,6	8,6	7,5	6,0
<i>Construcción</i>	6,0	4,0	0,9	4,9	4,6	3,8	2,9	1,4	0,4
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	5,1	4,6	2,8	5,1	4,9	4,5	3,9	3,1	2,8
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,3	4,8	3,6	4,7	7,7	5,1	5,1	4,9
Importación de bienes y servicios	8,3	6,6	4,8	6,0	6,7	8,4	5,4	4,9	4,6
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	3,2	3,0	1,5	3,3	3,1	3,0	2,5	2,0	1,6
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,3	9,8	8,5	8,0	8,0	8,6	9,6	9,3
Índice de precios de consumo	3,5	2,8	4,0	2,4	2,4	2,4	4,0	4,4	4,2
Costes laborales unitarios	2,3	2,7	3,1	2,6	2,6	2,7	2,9		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,8	-10,0	-9,7	-10,1	-9,0	-10,2	-10,7		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-8,1	-9,5	-9,3	-9,5	-8,7	-10,1	-9,8		
Saldo público (% PIB)	1,8	2,2	0,9						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	5,0	5,0	2,0	5,3	5,3	5,1	4,5	2,8	1,9
Repo BCE	2,8	3,9	3,9	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Bonos EEUU 10 años	4,8	4,6	3,2	4,7	4,8	4,6	4,1	3,5	3,1
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	3,9	3,7
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,26	1,38	1,54	1,32	1,35	1,39	1,46	1,53	1,57

## Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Previsiones FMI
  - 8 Estados Unidos
- 11 *Estanflación: ¿cómo frenar a Pandora?*
  - 14 Japón
- 16 *Burbujas financieras e inmobiliarias: lecciones de la experiencia japonesa*
  - 20 Brasil
  - 22 Argentina
  - 24 Materias primas
- 26 Unión Europea
  - 26 Zona del euro
- 28 *Disminuir los tipos de interés: ¿un dilema para el BCE?*
  - 32 Alemania
  - 33 Francia
  - 34 Italia
  - 35 Reino Unido
- 36 Mercados financieros
  - 36 Mercados monetarios y de capital
- 37 *Ben S. Bernanke: nuevas medidas para nuevos problemas*
- 49 Coyuntura española
  - 49 Actividad económica
  - 55 Mercado de trabajo
  - 58 Precios
  - 63 Sector exterior
  - 65 Sector público
  - 67 Ahorro y financiación

## Hielo y fuego: ¿vuelve la estanflación?

«Nos encontramos entre el hielo y el fuego. El hielo es la desaceleración económica mundial y el fuego es la inflación». Dominique Strauss-Kahn, director gerente del Fondo Monetario Internacional, no podía ser más gráfico en su conferencia de prensa previa a las reuniones de primavera del Fondo y el Banco Mundial, a principios de abril. Tras unos años de expansión internacional extraordinaria, los analistas reconocen que la hora de la desaceleración ha sonado. En Estados Unidos ya se da por descontado que la economía ha entrado en recesión. En Europa, la pérdida de empuje es evidente. En España, el perfil descendente del crecimiento ha obligado a corregir a la baja las previsiones para 2008.

Por otra parte, la inflación parece estar de vuelta. Factores estructurales y cíclicos explican que en abril el barril de petróleo haya marcado nuevos máximos históricos. Y que los precios de los alimentos básicos —soja, arroz, maíz o trigo— se hayan disparado en el último año. La tasa de inflación en la eurozona alcanzó en marzo, último registro conocido, la cota más elevada desde la creación del euro, en 1999. En España, el crecimiento del índice de precios de consumo escaló hasta el nivel más alto en trece años. Pero el problema más preocupante está en los países en vías de desarrollo. El encarecimiento de los alimentos básicos de la dieta aboca a una mayor pobreza a extensas capas de población, incluso en los países emergentes que se están beneficiando de la globalización.

Hielo y fuego. Estancamiento económico combinado con inflación elevada. ¿Vuelve la estanflación? Retrocedamos en el tiempo hasta principios de la década de los setenta. En aquellos momentos, los economistas estaban convencidos de que el paro y la inflación evolucionaban en direcciones contrarias. Es decir, una subida del desempleo y un exceso de capacidad productiva llevaban a un descenso de los salarios y de la tasa de inflación. A la inversa, un incremento de la actividad y de los beneficios de las empresas se traducían tarde o temprano en mayores salarios y subidas de precios. Esta relación inversa se recogía en la denominada «curva de Phillips», uno de los ejes analíticos del enfoque macroeconómico derivado de la teoría keynesiana entonces dominante.

De pronto, la curva se estropeó. Cuando los países árabes exportadores de petróleo decidieron cartelizar sus ventas, generando así la primera crisis del petróleo, a finales de 1973, las economías occidentales frenaron su crecimiento, entrando en recesión en algunos casos, con una rápida subida del paro y, a la vez, un sostenido aumento de la tasa de inflación. Las políticas restrictivas apenas conseguían afectar a las tasas de inflación y acababan con subidas del paro. Las políticas expansivas apenas incidían sobre la tasa de paro y, en cambio, estimulaban las subidas de precios. Tuvieron que pasar unos cuantos años para entender mejor los mecanismos que relacionan paro e inflación y diseñar las políticas adecuadas para afrontar dichos desequilibrios.

¿Pueden establecerse paralelismos entre la estanflación de los setenta ochenta y la situación actual? En este ejemplar del Informe Mensual se plantea esta cuestión y se esbozan algunas de las claves que permiten diferenciar y distinguir entre ambas realidades. Además, y en estrecha relación con los problemas de la estanflación, se desgranar los dilemas que los bancos centrales tienen planteados ante sí y se revisa el caso de Japón, todavía un enigma desde el desplome de sus mercados de activos a partir de finales de los años ochenta. El veredicto no es fácil, pero las enseñanzas sacadas de la dura época estanflacionista deben servir para descartar caer de nuevo en los mismos errores.

## RESUMEN EJECUTIVO

**La economía mundial se enfría, Estados Unidos entra en una fase de bajo o nulo crecimiento, Europa puede resistir mejor y los emergentes salvan la situación, de momento.**

**La subida de los precios internacionales de los alimentos y del petróleo complica la coyuntura internacional.**

**El FMI cifra la crisis financiera en 945.000 millones de dólares.**

### La crisis del billón de dólares

La desaceleración de la economía mundial es un hecho y así lo constata el informe de perspectivas económicas del Fondo Monetario Internacional (FMI) hecho público este mes. Después de registrar avances en torno al 5% en los últimos ejercicios, se espera que en 2008 la economía mundial crezca un 3,7%, medio punto por debajo de la previsión efectuada en diciembre. Esta importante corrección es consecuencia del oscurecimiento de las expectativas sobre todo en Estados Unidos tras la constatación de que la crisis hipotecaria de la primera economía mundial ha derivado en una crisis financiera de amplio alcance y no va a resolverse fácilmente.

La economía estadounidense bordea la primera recesión desde que a principios de la década estallara la burbuja bursátil y se produjeran los ataques terroristas a las Torres Gemelas. Pero se estima que va a ser una recesión suave. Lo que cualifica de preocupante la situación es el hecho de que la salida de una eventual recesión va a ser lenta y trabajosa, de manera que 2009 también va a ser un mal año económicamente. Europa resiste algo mejor, sufriendo una desaceleración apreciable pero no de gravedad extrema. Y si la economía mundial todavía mantiene ritmos de crecimiento aceptables es gracias a que las potencias emergentes, con China en un papel destacado, salen relativamente indemnes de la crisis.

Otra preocupación internacional que el informe del Fondo recoge es la inflación, que está acelerándose hasta niveles inquietantes, especialmente en los países en desarrollo. Ya no sólo es el petróleo. Ahora parte del repunte deriva de la evolución de

los productos básicos, más concretamente de alimentos como el arroz, la soja, el maíz o el trigo. Se trata de alimentos que constituyen la base de la dieta de la población más pobre del planeta, aquella para la cual alimentarse es la principal prioridad.

En efecto, la cotización de las materias primas sigue sorprendiendo. Con el petróleo apuntando a los 120 dólares por barril y productos esenciales como el arroz en cotizaciones de vértigo, los ajustes a la baja de ciertos metales han pasado más desapercibidos. Tras este movimiento se encuentran factores de demanda, en especial la continuada presión compradora de las economías emergentes, restricciones de oferta (incluyendo la reacción política de limitar las exportaciones en ciertos países productores) y las reverberaciones de la crisis financiera, que se materializan en que las materias primas continúan contemplándose como una inversión atractiva frente a otras alternativas.

Con relación a la crisis financiera, en abril tanto el Fondo como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico han dado a conocer nuevos cálculos sobre el alcance de la misma. Con todas las cautelas necesarias, lógicas en un ejercicio en alto grado hipotético, el FMI cifra en 945.000 millones de dólares el coste de la crisis, incluyendo efectos directos e indirectos. Un billón de dólares en pérdidas no se digiere fácilmente. Se entiende mejor ahora porque el Fondo no cree que ésta vaya a ser una crisis que se despache simplemente en un año débil para después volver sin más a las tendencias de los últimos ejercicios.

Con relación a esta crisis, cabe destacar un cierto mejor tono en las bolsas en las últi-

mas semanas. Algo que cabe interpretar como la presunción de que la situación, si bien no mejora, tampoco va a empeorar significativamente. En este sentido, han sido valoradas favorablemente las últimas cifras conocidas de pérdidas y provisiones de los grandes bancos internacionales, ya que se entiende que reflejan que el grueso del proceso de afluencia de pérdidas por la crisis ya se está sustanciando.

De todas formas, en otros ámbitos se constata que los problemas están lejos de haberse conjurado. Persisten las restricciones de liquidez, como lo atestigua el sensible tensionamiento de los tipos del interbancario, con un euríbor a doce meses cerca del 5% a finales de abril. Pero los mercados parecen entender que la situación no va a peor. En este contexto, las acciones de los bancos centrales están siendo decisivas para asentar esta percepción al evitar que la crisis de liquidez vaya a más.

En el ámbito de la actividad real, todo apunta a que Estados Unidos está a las puertas de una recesión. Indicadores de consumo débil más la persistente crisis inmobiliaria, que todavía no tiene visos de finalizar, lo confirman. Lo que nadie sabe es cuál va a ser el perfil de la caída del crecimiento. También se torna verosímil un escenario de estancamiento prolongado.

China, por contra, está en una situación diametralmente distinta. Si Estados Unidos ha pinchado en el primer trimestre, el gigante asiático creció un 10,6% interanual en ese mismo periodo. Otros países emergentes han mantenido su dinámica, lo que ayuda a sostener el ritmo de la actividad global.

El dinamismo de los países emergentes beneficia a la zona del euro. La economía de la moneda única parece haber sorteado los primeros meses de 2008 con relativa holgura. Su superávit comercial –y aquí destacan los flujos con los países emergentes– sigue ampliándose, superando incluso el escollo de un euro extremadamente caro

(en máximos históricos respecto al dólar). Además, países como Alemania presentan una demanda interna que resiste. Aunque los indicadores adelantados confirman la tendencia a la desaceleración, de momento no hay que temer por una recesión de la actividad al estilo americano en los próximos meses.

Ahora mismo, el problema esencial de la eurozona es más de inflación que de actividad. Con el avance de los precios de consumo en máximos desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria en 1999, el Banco Central Europeo difícilmente podrá salirse de su mensaje antiinflacionista. La inflación se constata en los datos mes a mes, mientras que la desaceleración de la economía es un escenario de futuro. Además, con una inflación del 3,6%, un tipo de interés nominal del 4% no constituye una restricción monetaria demasiado importante, de manera que el anclaje de las expectativas inflacionistas sigue siendo indudablemente la prioridad del momento. Porque cabe recordar que no se trata sólo del petróleo y los alimentos frescos, ya que incluso descontando éstos la inflación resultante repunta de forma consistente en los últimos meses.

### **Economía española: la desaceleración se intensifica**

La economía española sufre también el fin del largo ciclo expansivo, si bien de forma más abrupta que sus socios europeos. También preocupa la inflación, que en marzo se situó en su máximo desde 1995. Pero en este caso el paralelismo con lo que está ocurriendo en la eurozona –el diferencial de inflación se mantiene– quita algo de gravedad al fenómeno.

En cambio, la evolución de la actividad en España refleja una acentuada pérdida de impulso. Los indicadores disponibles apuntan a que la desaceleración se intensificó en el primer trimestre. Esta tendencia se aprecia especialmente en el ámbito

**Aunque la tormenta financiera sigue causando estragos, la evolución de las bolsas parece indicar que tampoco va a peor.**

**China crece cerca del 11% en el primer trimestre mientras Estados Unidos se desacelera considerablemente.**

**En Europa, con una desaceleración incipiente, la preocupación se centra en la subida de precios.**

**En España, se acumula evidencia de que la desaceleración se está intensificando.**

**Inmobiliaria y consumo de bienes duraderos acusan el grueso de la ralentización.**

**El Gobierno revisa a la baja sus previsiones de crecimiento y lanza un programa de estímulo económico.**

de la actividad inmobiliaria y en el consumo de bienes duraderos. Así por ejemplo, ha sorprendido el fuerte ajuste de las ventas de automóviles, aunque conviene recordar que al celebrarse este año la Semana Santa en marzo (y no en abril como en el pasado), la comparación interanual puede estar sesgada.

La confirmación del cambio de tercio en el primer trimestre se constata en los datos del mercado laboral. Tanto la afiliación a la Seguridad Social como los parados registrados en las oficinas de empleo verifican un brusco freno en la generación de empleo en los tres primeros meses del año. Idéntico resultado recoge la encuesta de población activa que realiza el Instituto Nacional de Estadística. Según la encuesta, en el primer trimestre de 2008 se destruyeron 75.000 empleos y la tasa de paro aumentó en más de un punto porcentual respecto al trimestre anterior, hasta el 9,6%.

En esta tesitura, cabría esperar como un resultado beneficioso de la actual desaceleración una cierta corrección del desequilibrio exterior. Hasta febrero esto no ha sucedido. Los datos de comercio exterior de mercancías reflejan un nuevo aumento del déficit comercial, fruto de la aceleración de las importaciones, que bate la mejora de las exportaciones. Si bien se constata una incipiente desaceleración de las importaciones, acorde con una demanda interior menos dinámica, el aumento de los precios de las importaciones energéticas y alimentarias compensa dicha evolución.

También el repunte del índice de precios de consumo de los últimos meses se explica por las presiones alcistas derivadas de la escalada de los precios del petróleo y de las

materias primas agrarias alimenticias en los mercados internacionales. La inflación continuó elevándose en el mes de marzo por séptimo mes consecutivo, en esta ocasión en una décima, al igual que en los dos meses anteriores. El registro del índice de precios de consumo de marzo de 2008, del 4,5%, doblaba la tasa de variación anual del 2,2% anotada en agosto de 2007.

Menos crecimiento con más inflación es un escenario poco deseable para los responsables de la política económica. Ello explica que en la primera reunión del Consejo de Ministros de la legislatura se presentaran las líneas directrices de un Plan de acción frente a la crisis económica. Junto a ciertas medidas ya anunciadas en la contienda electoral, como la deducción de 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, se ha optado por la supresión del impuesto sobre el patrimonio, el alargamiento de los plazos de amortización de créditos hipotecarios en caso de familias con dificultades, estímulos a la financiación de vivienda protegida, refuerzo de la actividad de construcción de obra pública y facilidades para la recolocación de trabajadores.

Son medidas que deberían contener la desaceleración de la actividad pero que no evitarán el cambio de ciclo al que se ve abocada la economía española. El mismo Ministerio de Economía ha revisado a la baja las previsiones oficiales de crecimiento, situándolo en un avance del 2,3% en 2008, una revisión apreciable respecto a las que se habían mantenido hasta la fecha e inferiores en una décima porcentual a las efectuadas por el Banco de España a principios de mes.

28 de abril de 2008

## CRONOLOGÍA

### 2007

- abril** 13 Publicación en el Boletín Oficial del Estado de la Ley 6/2007 que modifica el régimen de **ofertas públicas de adquisición** (OPA) y que entrará en vigor a mediados de agosto.
- junio** 6 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 4,00%.  
14 El Congreso aprueba una nueva **Ley de defensa de la competencia**, creando la Comisión Nacional de Competencia.  
21 El Consejo de Ministros de la UE aprueba que **Malta y Chipre adopten el euro como moneda nacional** el 1 de enero de 2008.
- agosto** 9 El Banco Central Europeo inyecta liquidez extraordinaria en el mercado interbancario, en una primera operación de emergencia para aliviar las tensiones desatadas por la **crisis de las hipotecas subprime** de EEUU.  
13 La Reserva Federal de EEUU reduce el tipo de interés de descuento del 6,25% al 5,75%, a fin de aliviar los efectos de la **crisis de las hipotecas subprime**.
- septiembre** 18 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 4,75%.
- octubre** 9 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un récord histórico (14.164,5) con un alza del 13,7% en relación con el final del año 2006.  
19 El Consejo Europeo acuerda la adopción del **Tratado de Lisboa**, que sustituiría a la Constitución Europea.  
31 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 4,50%.
- noviembre** 8 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (15.945,7) con una ganancia acumulada del 12,7% con relación al final de diciembre de 2006.
- diciembre** 11 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 4,25%.  
13 Los bancos centrales de Estados Unidos, la zona del euro, Reino Unido, Suiza y Canadá anuncian un plan de **acciones coordinadas para aliviar las tensiones de los mercados monetarios** provocadas por las turbulencias financieras.

### 2008

- enero** 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Chipre y Malta, hasta quince estados miembros.  
22 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 3,50%.  
30 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 3,00%.
- marzo** 9 El Partido Socialista Obrero Español gana las **elecciones generales**.  
18 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,25%.
- abril** 18 El Gobierno aprueba un **Plan de medidas de estímulo económico**.  
23 El **euro** cotiza a 1,594 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.  
25 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 117,18 dólares por barril.

## AGENDA

### Mayo

- 6 Índice de producción industrial (marzo). Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).  
8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
13 IPC (abril).  
14 Avance del PIB (primer trimestre). IPC armonizado de la UE (abril).  
21 Contabilidad Nacional Trimestral (primer trimestre). Comercio exterior (marzo).  
26 Precios industriales (abril).  
27 Ingresos y pagos del Estado (abril).  
30 Balanza de pagos (marzo).

### Junio

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).  
5 Índice de producción industrial (abril). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
11 IPC (mayo).  
16 IPC armonizado de la UE (mayo).  
17 Encuesta trimestral de coste laboral (primer trimestre).  
24 Ingresos y pagos del Estado (mayo).  
25 Precios industriales (mayo). Comercio exterior (abril). Comité de Mercado Abierto de la Fed.  
30 Balanza de pagos (abril).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**El FMI reduce su previsión de crecimiento global para 2008 al 3,7%, con una desaceleración mayor en las economías avanzadas.**

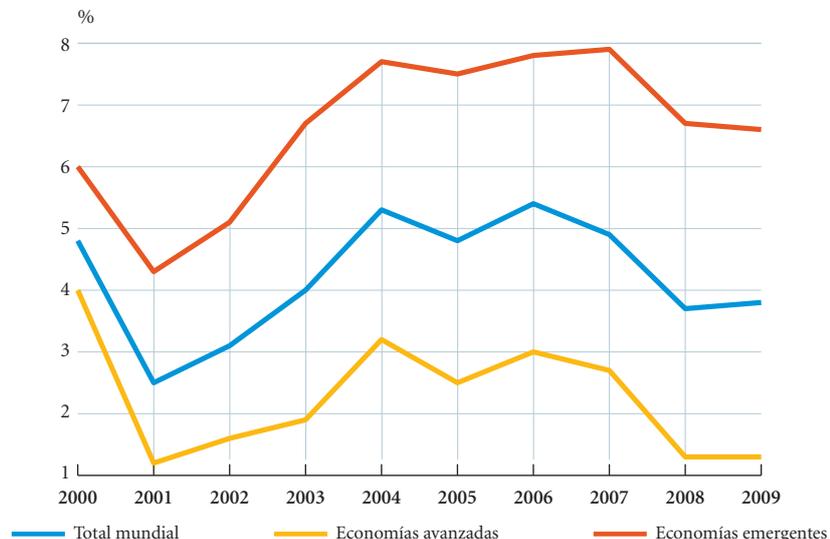
### Previsiones del FMI: la actividad global pierde fuelle

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe de perspectivas de abril, rebaja sus previsiones de crecimiento mundial para 2008 del 4,8% al 3,7% a causa de una crisis financiera que ha resultado más seria de lo que muchos pensaban. En 2009 se espera una muy leve recuperación, con un avance del 3,8%. Las tensiones, que inicialmente se consideraron limitadas al mercado de la vivienda, están teniendo importantes efectos sobre la actividad económica en general con una creciente morosidad, un deterioro de los activos que sirven de garantía y un endurecimiento de las condiciones de crédito.

La desaceleración ha sido mayor en las economías avanzadas, cuyo crecimiento esperado es del 1,3% para 2008 y 2009. Por su parte, las economías emergentes han sido menos afectadas por las turbulencias del crédito, con una proyección de crecimiento superior al 6,5% para el mismo periodo. Las consecuencias directas de la inestabilidad financiera han sido más mitigadas que en crisis pasadas gracias a la consolidación fiscal y a la vigorosa demanda interna. Simultáneamente, ha habido un aumento generalizado de la inflación. Los precios de las materias primas han seguido subiendo a causa de la robusta demanda de las economías emergentes y de haber sido éstas percibidas como activo refugio por determinados agentes financieros. El dólar se ha depre-

### LOS EMERGENTES SIGUEN YENDO POR DELANTE

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: 2008 y 2009 son previsiones.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

## PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje

	2006	2007 (1)	2008 (1)	2009 (1)
<b>PIB</b>				
Estados Unidos	2,9	2,2	0,5	0,6
Japón	2,0	1,9	1,4	1,5
Alemania	2,9	2,5	1,4	1,0
Francia	2,0	1,9	1,4	1,2
Italia	1,8	1,5	0,3	0,3
Reino Unido	2,9	3,1	1,6	1,6
España	3,9	3,8	1,8	1,7
<b>Zona del euro</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>Total mundial</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>
<i>Países en desarrollo</i>	7,8	7,9	6,7	6,6
<i>América Latina</i>	5,5	5,6	4,4	3,6
<i>Europa del Este y Central</i>	6,6	5,8	4,4	4,3
<i>Rusia</i>	7,4	8,1	6,8	6,3
<i>China</i>	11,1	11,4	9,3	9,5
<b>Precios al consumo</b>				
Estados Unidos	3,2	2,9	3,0	2,0
Japón	0,3	0,0	0,6	1,3
Alemania (2)	1,8	2,3	2,5	1,6
Francia (2)	1,9	1,6	2,5	1,7
Italia (2)	2,2	2,0	2,5	1,9
Reino Unido (2)	2,3	2,3	2,5	2,1
España (2)	3,6	2,8	4,0	3,0
<b>Zona del euro (2)</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>
<i>Países en desarrollo</i>	5,4	6,3	7,4	5,6
<b>Tasa de paro (3)</b>				
Estados Unidos	4,6	4,6	5,4	6,3
Japón	4,1	3,9	3,9	3,9
Alemania	9,8	8,4	7,9	7,7
Francia	9,2	8,3	7,8	7,9
Italia	6,8	6,0	5,9	5,8
Reino Unido	5,4	5,4	5,5	5,4
España	8,5	8,3	9,5	10,4
<b>Comercio mundial en volumen (4)</b>	<b>9,2</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>
<b>Precio del petróleo (\$/barril) (5)</b>	<b>20,5</b>	<b>10,7</b>	<b>34,3</b>	<b>-1,0</b>

NOTAS: (1) Previsiones de abril 2008.

(2) Índice de precios de consumo armonizado.

(3) Porcentaje de población activa.

(4) Bienes y servicios.

(5) Media de precios spot de las calidades *Brent*, Dubai and West Texas Intermediate oil. El precio medio del petróleo en dólares por barril previsto es de 95,5 en 2008 y 94,50 en 2009.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

**Los riesgos del escenario pintado por el FMI son a la baja.**

**Se espera que Estados Unidos crezca sólo un 0,5% en 2008 y un 0,6% en 2009.**

**Los países emergentes permiten mantener el ritmo de crecimiento económico mundial.**

**En Estados Unidos la recuperación puede hacerse esperar, ya que vivienda, crédito, mercado de trabajo y petróleo seguirán deteriorando el consumo privado.**

ciado con intensidad en 2007 a causa de una menor confianza en los activos y de la desaceleración de la economía estadounidense.

Los peligros para este escenario central siguen siendo a la baja, con posibilidades de que el crecimiento mundial sea inferior al 3% tanto en 2008 como en 2009. El principal factor de riesgo es que un mayor deterioro de las condiciones financieras interaccione con la economía real, especialmente en Estados Unidos. También Europa puede seguir este camino, aunque en menor grado. Al mismo tiempo, es posible un aumento de las presiones inflacionistas.

Por áreas geográficas, Estados Unidos es donde más a la baja evolucionan las previsiones, con una rebaja del crecimiento esperado para 2008 del 1,5% de enero al 0,5%. Para 2009 la previsión pasa del 1,8% al 0,6%, por lo que la recuperación se deja para más adelante. En Japón, la proyección de crecimiento también se ha reducido ligeramente para 2008, quedando en el 1,4% y en un 1,5% para 2009.

Para Europa, también se revisan a la baja las previsiones de casi todos los países. Alemania, después de crecer un 2,5% en 2007, reduce sus expectativas de avance al 1,4% para 2008 y al 1,0% para 2009. La perspectiva de crecimiento para Francia es muy similar, mientras que para Italia se pronostica un práctico estancamiento, con avances del 0,3% para los próximos dos años. España, debido a la importancia del sector de la construcción, sufre un apreciable reajuste de previsiones para 2008, pasando de esperar aumentos del 2,4% a un crecimiento del 1,8%. La situación no cambiará mucho para 2009, con un avance esperado del 1,7%.

Para los países emergentes, sin problemas de crecimiento, el principal reto será controlar la inflación. Según el FMI, Chi-

na y otros países con economías diversificadas, en términos de relaciones comerciales, se beneficiarían de una mayor fluctuación de sus divisas en relación con el dólar estadounidense obteniendo mayor libertad para ajustar la política monetaria a sus necesidades. En China y otros países de Asia Oriental, las cuentas públicas saneadas permiten, en caso necesario, una política fiscal contracíclica. En América Latina, los importantes volúmenes de deuda limitan la capacidad de estímulos fiscales.

### **Estados Unidos: ¿Cuánto durará la crisis?**

Los efectos de la crisis de las hipotecas *subprime* se van haciendo notar sobre la economía y «recesión» es la palabra clave estos días. Sin embargo, el término más relevante debería ser «duración», aplicado al periodo de debilidad económica. De forma simplista podemos decir que hay recesión cuando la actividad retrocede por un tiempo. Pero no existe gran diferencia entre un avance mínimo, sin recesión, y un retroceso leve, con recesión. En los últimos 20 años el producto interior bruto (PIB) ha crecido en promedio un 2,9% anual. Así, desde finales de 1987, si en cada año se hubiera avanzado a dicha tasa constante, el PIB de finales de 2007 sería el que hay ahora, al que se ha llegado con altos y bajos.

La pérdida de crecimiento acumulada de un periodo de debilidad se puede considerar como la diferencia entre un crecimiento teórico acumulado al 2,9% anual y el realmente registrado. Tomemos las dos últimas recesiones. La primera, a principios de la década de los años noventa, se registraron siete trimestres creciendo por debajo del 2,9%, de manera que el retraso acumulado respecto a la velocidad de cruce fue del 4,5%. La segunda, en 2001, fueron tres trimestres

alternativos con crecimiento negativo, pero tuvieron que pasar 11 trimestres antes que el incremento del PIB alcanzara el 2,9%. En este caso, la pérdida acumulada fue del 5,3%. En la actual situación de la economía estadounidense el crecimiento está por debajo del 2,9% desde marzo de 2006. El crecimiento acumulado desde entonces es del 3,9% mientras que a la velocidad de crucero hubiera sido del 5,1%. Por tanto, la pérdida acumulada hasta ahora es del 1,2% del PIB, una cifra aceptable pero que irá a más dependiendo de lo que se haga esperar la recuperación.

¿Qué determinará la duración de esta crisis? La respuesta es fácil: el consumo privado. En este sentido, la confianza del consumidor, en especial sus expectativas, está baja y la desaceleración de las ventas al por menor se intensifica. En marzo, las ventas, excluidos automóviles y gasolina, se incrementaron un escaso 0,9% interanual, lo que, descontando las variaciones de los precios no energéticos, significa un retroceso del 1,4%. La situación deberá ir a menos antes de ver la luz al fi-

nal del túnel, ya que cuatro factores frenan el consumo privado: la crisis inmobiliaria, la restricción del crédito, el mercado laboral y los precios de petróleo y alimentos. Vayamos por partes.

El mercado inmobiliario no ha tocado fondo. El índice Case-Shiller de precios de la vivienda, el elemento que más efectos directos tiene sobre los consumidores, estaba en enero un 11,4% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior. Por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas de marzo cayeron un 36,5% interanual y alcanzaron un mínimo al que no se había llegado en 17 años. Los permisos de construcción, que vienen a ser un indicador adelantado del anterior, descendieron un todavía más contundente 40,9%. Respecto a la segunda cuestión, el acceso al crédito ha sido un soporte cada vez más importante del consumo privado en un periodo donde los ingresos flaqueaban. Así, con un acceso fácil al crédito, el ahorro de las familias en relación con la renta disponible de los hogares ha ido disminuyendo hasta acabar 2007 en nada. Ahora, la caída de

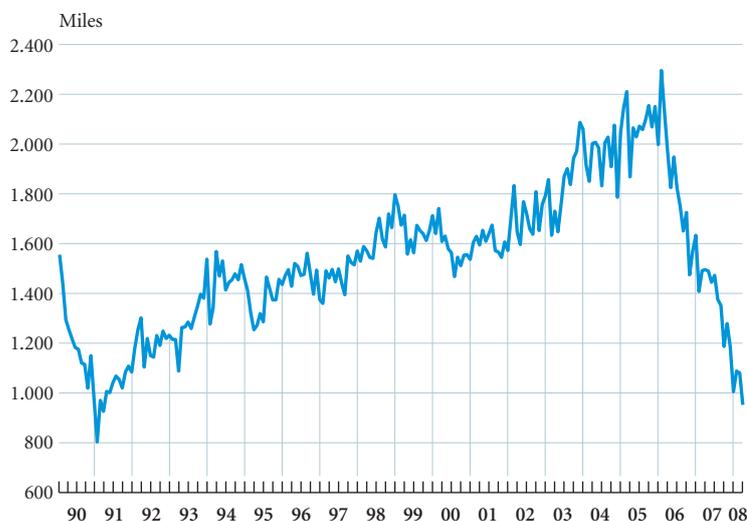
**Las ventas minoristas, descontado la inflación, retroceden.**

**Las viviendas iniciadas caen un 36% y los precios, un 11%.**

**Muchas familias se encuentran con deudas superiores al valor de sus inmuebles.**

## ESTADOS UNIDOS: LA CONSTRUCCIÓN, EN UN MÍNIMO DE 17 AÑOS

Viviendas iniciadas en términos anuales



FUENTES: Federal Housing Board, National Association of Realtors y elaboración propia.

**El mercado de trabajo intensifica su desaceleración y el petróleo merma poder adquisitivo.**

precios deja a muchas familias con deudas superiores al valor de sus inmuebles y esto crea un incentivo a la morosidad. La actitud de la banca en el futuro, aun cuando acabe de conjurar todos sus problemas, será de mayor cautela en la concesión de créditos, con lo que el consumidor deberá recuperar la costumbre de ahorrar.

El tercer factor, que afecta precisamente a los ingresos de los consumidores, es el mercado laboral, la principal fuente de éstos. El empleo sigue debilitándose: en marzo se destruyeron 80.000 empleos y se ampliaron los retrocesos de los dos meses previos. La ralentización, todavía relativamente lenta, va intensificándose. Así, el empleo aumentó un 0,4% en los últimos doce meses hasta marzo mientras que en el mismo periodo del año anterior lo hizo en un 1,2%.

**La inflación sigue en el 4%, el ISM se mantiene cerca del 50 y la corrección del déficit comercial es lenta.**

El cuarto factor tiene que ver con la inflación. El índice de precios al consumo (IPC) de marzo se incrementó en un 4,0% interanual. El componente subyacente, el

general sin alimentos y energía, repuntó ligeramente hasta el 2,4% interanual. El incremento del índice subyacente sin alquileres sigue cercano a un razonable 2,0% pero el riesgo es que alimentos y petróleo pueden seguir caros por un tiempo. La cuestión aquí está en ver que, si bien la traslación de estos precios a los otros sectores está siendo muy pequeña, el verdadero inconveniente es la merma que esto representa para el presupuesto de las familias, es decir, lo que queda después de pagar la gasolina.

La visión desde el lado empresarial es algo menos dramática. El índice de actividad del Institute for Supply Management (ISM) de marzo para el sector manufacturero aumentó ligeramente hasta los 48,6 puntos, un nivel inferior a 50 que indica cierto predominio de respuestas pesimistas. En el caso del ISM de servicios prosiguió la recuperación desde el fuerte descenso de enero llegándose en marzo hasta los 52,2 puntos. En ambos casos continúa la presión al alza de los precios y la debilidad del empleo.

### ESTADOS UNIDOS: EL AHORRO BRILLA POR SU AUSENCIA

Ahorro de las familias en porcentaje de la renta disponible



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

## ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB real	2,9	2,2	1,5	1,9	2,8	2,5	–	2,5	–
Ventas al por menor	6,2	4,1	3,6	4,0	4,1	4,6	4,0	2,9	2,0
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	109,9	106,7	105,7	91,2	87,3	76,4	64,5
Producción industrial	2,2	1,7	1,3	1,4	1,8	2,2	2,6	1,1	1,6
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	50,5	53,0	51,3	49,6	50,7	48,3	48,6
Venta de viviendas unifamiliares	–18,0	–26,3	–24,6	–21,2	–26,6	–33,5	–32,5	–29,8	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,5	4,5	4,7	4,8	4,9	4,8	5,1
Precios de consumo	3,2	2,9	2,4	2,6	2,4	4,0	4,4	4,1	4,0
Balanza comercial (3)	–758,5	–708,5	–747,4	–734,3	–707,6	–708,5	–710,1	–714,2	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,2	5,3	5,4	5,4	5,4	4,9	3,1	3,1	2,7
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	82,5	77,9	81,9	79,3	77,0	73,3	73,1	72,6	70,3

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

(4) Cambio ponderado por los flujos del comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

Por su parte, la balanza comercial de bienes y servicios arrojó en febrero un déficit de 62.321 millones de dólares, netamente superior al de enero a causa del repunte importador. La corrección del déficit, que excluyendo el petróleo,

está un 31% del máximo de octubre de 2005, seguirá. Otra cuestión es que el crecimiento de las exportaciones, que son un 12,5% del PIB, pueda compensar el letargo del consumo, que pesa un 71,5%.

## Estanflación: ¿cómo frenar a Pandora?

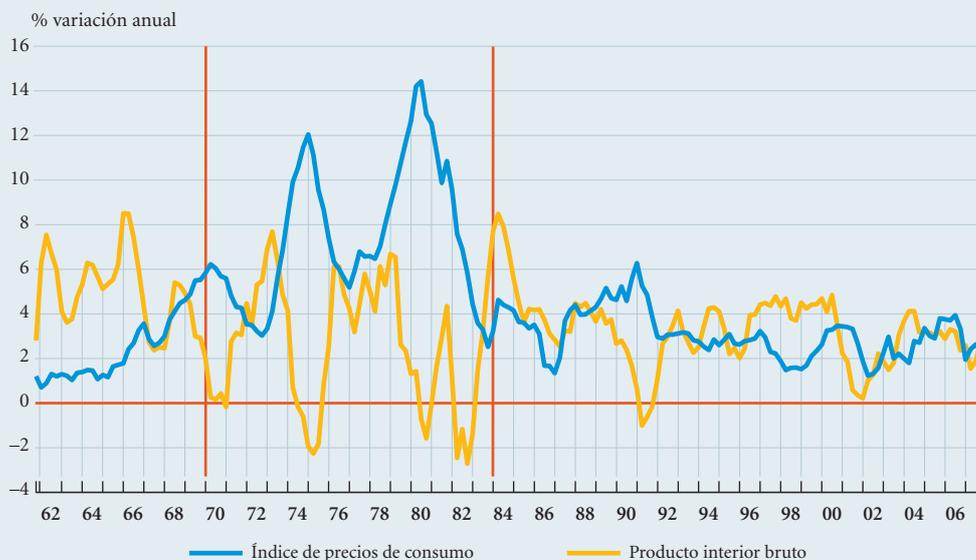
Cuenta la mitología que hasta que Pandora no abrió su célebre ánfora –convertida en caja por el Renacimiento– la humanidad había gozado de plena armonía en el mundo. Al destaparla, Pandora liberó todas las desgracias humanas. Hay quien teme que, tras un periodo de relativa tranquilidad, el conjuro entre la crisis *subprime* y los desajustes en los mercados de materias primas pueda liberar uno de los peores males económicos: ese demonio llamado «estanflación».

El origen del término (del inglés *stagflation*) se remonta a 1965. Durante un discurso ante el parlamento, Ian McLeod, quien más tarde sería ministro de finanzas británico, combinó los vocablos «estancamiento» e «inflación» para describir una situación económica que aglutinaba lo peor de dos mundos –alza de precios por un lado y estancamiento económico por otro– y que atormentó a muchos países durante más de una década. El reciente repunte de la inflación global y la ralentización del crecimiento económico en Estados Unidos (véase gráfico anterior) y otras economías avanzadas –sin ir más lejos, la española– han despertado en muchos el recuer-

do casi olvidado de esa época. Aunque las similitudes entre ambos periodos son notables, las diferencias existentes pueden aportar la clave para evitar el retorno a un nefasto pasado que tantos –y en especial las autoridades monetarias– quisieran sellar para siempre.

Justo estrenados los setenta, la coincidencia entre un periodo de elevado crecimiento económico y una serie de malas cosechas disparó los precios mundiales de las materias primas. El embargo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo en octubre de 1973 cuadruplicó el precio del petróleo y no hizo más que agravar una situación que acabó repercutiendo sobre el poder de compra de los hogares americanos. Todo ello llevó a Estados Unidos, y de rebote al resto de las principales economías, a una recesión en 1974-1975 al mismo tiempo que la inflación alcanzaba cotas históricas. En 1979, para ensombrecer aún más el panorama, la inestabilidad en Oriente Medio acarreó nuevas restricciones de crudo y el segundo *shock* del petróleo en menos de diez años.

### EEUU ¿HACIA OTRA OLA DE ESTANFLACIÓN?



NOTAS: PIB a precios constantes del 2000. Variación interanual, datos trimestrales.  
FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

De ese modo, y apenas concebida como problema, la estanflación se convirtió de pronto en una realidad que, según las teorías económicas de entonces, era del todo anómala. La escuela keynesiana tradicional –predominante desde la Segunda Guerra Mundial– consideraba muy improbable que estancamiento e inflación ocurrieran simultáneamente. De hecho, la experiencia histórica les había llevado a asociar una caída de la actividad económica (en concreto, un alza en la tasa de desempleo) a un retroceso de la inflación; una relación conocida como la «curva de Phillips».

La magnitud y duración de la estanflación de los setenta desmoronó la estabilidad aparente de la curva de Phillips y, con ella, los modelos económicos keynesianos al uso. Ello motivó un total replanteamiento de la teoría y de las fórmulas habituales de política macroeconómica. Los economistas Milton Friedman y Edmund Phelps, ambos laureados con el premio Nobel, fueron los primeros en aportar una hipótesis que explicaba la desaparición

ción de la relación tradicional entre inflación y desempleo. La clave está en las expectativas de inflación: cuando la autoridad monetaria permite un nivel excesivo de inflación durante demasiado tiempo, tanto empresas como trabajadores tienden a anticipar una inflación futura mayor y a incorporar esa expectativa en sus negociaciones de precios y salarios. En un entorno poco competitivo y con un mercado laboral poco flexible, ello presiona los salarios y precios al alza en un proceso que, de no controlarse, podría derivar en una espiral de inflación.

Aunque todavía no existe consenso absoluto sobre cuál fue el principal responsable de la estanflación de los setenta, dominan dos posibles causas: un *shock* de oferta negativo y una aplicación errónea y recurrente de políticas macroeconómicas keynesianas tradicionales. La perspectiva predominante invoca a ambas: el alza en los precios de las materias primas encendió la mecha y el uso de políticas monetarias expansivas dirigidas a frenar la recesión hizo el resto. La inflación resultante de la creación excesiva de dinero habría hecho mella en las expectativas y, en un entorno más regulado y menos sujeto a la competencia que el actual, se habría trasladado fácilmente a precios y salarios generando una espiral de inflación.

Volviendo al presente, hay quien ve notables similitudes entre la situación económica actual en Estados Unidos y la que allí se vivió en los setenta. Ciertamente, la ralentización del crecimiento económico en los últimos meses –a raíz de la crisis *subprime* y del subsiguiente desorden en los mercados financieros– es obvia y, a pesar de ello, la inflación se mantiene alrededor del 4%, es decir, elevada en relación con los últimos años (véase el gráfico anterior). Además, la Reserva Federal ha ido recortando tipos para intentar evitar la repercusión de la crisis financiera sobre la economía real. Todo ello hace que muchos se pregunten si estamos al borde de un nuevo brote de estanflación, y no sólo en Estados Unidos sino a escala mundial, como acabó ocurriendo en los setenta.

Aunque las coincidencias entre ambos periodos puedan parecer preocupantes y una versión moderada de estanflación en Estados Unidos entre dentro de las posibilidades, el retorno de un episodio tan severo, duradero y global como el de los setenta es muy improbable. La gran diferencia entre hoy y los setenta está en las expectativas de inflación. Para empezar, el nivel actual de inflación queda muy lejos de las cifras de dos dígitos alcanzadas entonces, aunque las políticas expansivas recientes podrían generar más inflación. Segundo, la regulación en Estados Unidos es más flexible y el entorno económico mucho más competitivo, con lo cual es más difícil generar espirales de inflación. Y por último, y razón principal, tanto la teoría como las políticas económicas han cambiado radicalmente desde entonces: la Reserva Federal, con una mejor comprensión de su capacidad de influir sobre las expectativas de inflación, ha demostrado su determinación de evitar un episodio similar. En los últimos años, el creciente énfasis de la mayoría de bancos centrales en mantener la inflación baja y estable ha sido clave para ganar credibilidad y disminuir así las presiones inflacionistas resultantes de los *shocks* de oferta. Es impensable que se toleren niveles de inflación como los de los setenta que hagan peligrar esa reputación.

Así pues, aunque la estanflación continúa planteando un dilema para las políticas macroeconómicas convencionales –habitadas a combatir un periodo recesivo con fórmulas expansivas y otro inflacionista con fórmulas restrictivas–, las teorías económicas de hoy en día incorporan cambios en las expectativas de inflación y ofrecen fórmulas alternativas a las que utilizaban los bancos centrales de los setenta. Hoy se parte de la hipótesis de que la estanflación a largo plazo es sólo consecuencia de un mal uso de esas políticas y la clave está en estimular la economía siempre que las expectativas de inflación se mantengan bien ancladas. Mientras continúen así (véase gráfico siguiente) es posible entender el énfasis actual de la Reserva Federal en prevenir la recesión pero, si llegara el momento en que la estabilidad de esas expectativas se tambaleara, no cabe duda de que la política monetaria volvería a ser restrictiva con el objetivo de evitar una espiral de inflación. Es precisamente la atención constante de la Fed a cualquier factor que pueda avivar la inflación lo que mantiene las expectativas controladas.

La leyenda cuenta que Pandora cerró el ánfora justo antes de que la Esperanza también saliera de la misma. Esperemos que las autoridades monetarias puedan frenar a su Pandora antes de que abra la caja o, al menos, a tiempo de que queden dentro la confianza en los bancos centrales, la experiencia pasada y lo aprendido desde entonces.

### LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS SE MANTIENEN ESTABLES, PESE A TODO



FUENTES: Universidad de Michigan (EEUU) y elaboración propia.

**Japón prosigue con su larga expansión pero sus consumidores no participan de ella y las arcas públicas siguen en números rojos.**

**El final de la deflación se debe al petróleo caro y no a la demanda interna.**

### Japón: una expansión con las arcas públicas agotadas

El pasado 31 de marzo, la oposición al primer ministro Yasuo Fukua tuvo una pintoresca victoria parlamentaria. Consiguieron que se retirara un impuesto «temporal» sobre el consumo de petróleo que había durando 30 años. Una victoria pírrica ya que el herario público japonés no puede permitirse muchas alegrías. Con las pasadas reducciones del consumo público, ya no quedan muchos ahorros por hacer y, según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el déficit presupuestario de 2007 alcanzó el 3,4% del PIB y la deuda bruta acumulada del sector público llegó a un 180% del total de la economía. Así, con la capacidad para expansiones fisca-

les limitada y con unos tipos de interés del 0,5% que no dejan lugar a muchas bajadas, lo realmente sorprendente es que Japón afronte el sexto año de su expansión, aunque de perfil bajo, creciendo al 1,7% interanual en el cuarto trimestre.

La deflación, la caída de los precios, ha sido una lacra de la economía en los últimos años. Las previsiones del Banco del Japón vaticinaban que el crecimiento de la demanda acabaría con el periodo deflacionista. Sin embargo, lo que ha terminado temporalmente con las caídas de precios ha venido de fuera: petróleo y alimentos caros. En este sentido, los precios de las importaciones crecieron en marzo un 8,3% interanual en contraste con el abaratamiento de las exportaciones, cuyos precios cedieron un 6,8%. Gracias a esto, el

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB real	2,4	2,0	2,9	1,7	1,9	1,7	-	...	-
Producción industrial	4,2	2,9	3,6	2,4	3,1	2,7	2,9	4,0	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	23,0	19,0	-	11,0	-
Viviendas iniciadas	4,5	-17,2	-1,9	-2,8	-36,9	-27,1	-5,7	-5,0	...
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	...
Precios de consumo	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,7	1,0	...
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	10,3	11,1	12,3	12,5	12,4	12,2	...
Tipo interbancario 3 meses (1)	0,3	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	81,1	77,1	77,6	75,7	76,9	78,4	82,0	82,3	85,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

(3) Saldo acumulado de 12 meses. Billones de yenes.

(4) Cambio ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa. Promedio de 2000 = 100.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

IPC de febrero subió un 1,0% interanual y el índice sin alimentos frescos avanzó otro tanto, lo que representa el mayor incremento de los últimos 10 años. Sin embargo, otro índice de inflación subyacente, el general sin energía ni alimentos, volvió a registrar un descenso del 0,1% respecto al mismo periodo del año anterior.

La tasa de paro sigue en niveles muy bajos a causa de la demografía menguante: en febrero quedó en el 3,9% de la población activa. Esto no se traduce en incrementos salariales y la confianza del consumidor sigue en niveles bajos. Sin embargo, en el mismo mes, las ventas minoristas continuaron con su repunte y crecieron un 3,2% interanual. También la compra de automóviles estabilizó sus descensos en marzo, aunque sigue un 15% por debajo de los máximos de 2005. Por el lado de la oferta, la producción industrial de febrero avanzó un 4,0% interanual, acercándose ya a los niveles de 2006. Destaca en este apartado el vigor de la producción de bienes de consumo, que se aceleró hasta llegar a tasas de crecimiento del 6,9% interanual. Sin embargo, los pedidos de maquinaria, indicador adelantado de la

demanda inversora, se incrementaron en el mismo periodo un magro 2,7% interanual y, como viene siendo norma, gracias a los pedidos destinados a la industria exportadora, cuyo peso sigue aumentando y llega ya al 49,9% del total.

La publicación del índice Tankan de actividad empresarial elaborado por el Banco del Japón correspondiente al primer trimestre de 2008 agitó estos tímidos repuntes. El índice para grandes empresas manufactureras descendió de 19 hasta el nivel de los 11 puntos y el índice para grandes empresas no manufactureras hizo otro tanto pasando de 16 a 12. Las expectativas para los próximos meses son de una disminución en la formación de capital, un capítulo que ha sido precisamente uno de los principales motores de la actividad en los últimos tiempos.

Por su parte, el mercado inmobiliario asiste a un descenso de la actividad que no está afectando los precios. En marzo, las ventas de inmuebles retrocedieron un 33,3% interanual en el área de Tokio y, sin embargo, los precios siguieron avanzando, con un incremento del 6,2% inter-

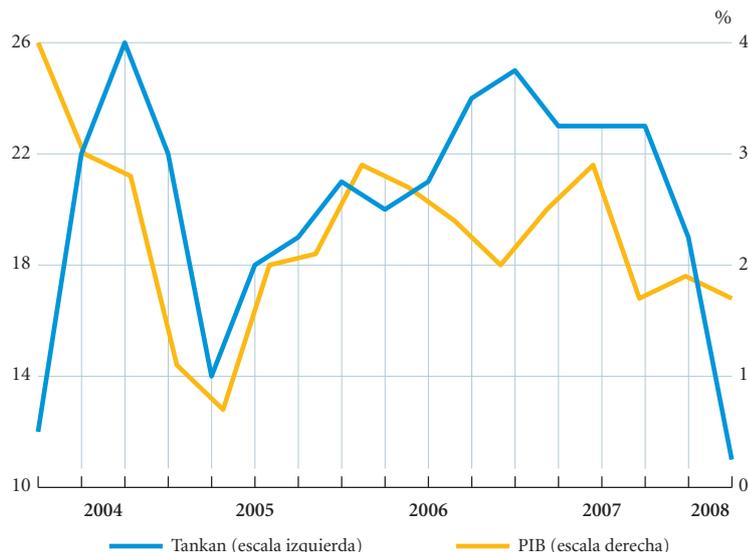
**La producción industrial repunta y el paro es bajo...**

**...pero los empresarios lo ven negro y no parecen dispuestos a invertir.**

**El mercado inmobiliario se estanca pero el superávit comercial se mantiene gracias a las exportaciones a Asia.**

## JAPÓN: EL TANKAN NO TRAE BUENOS AUGURIOS

Índice Tankan grandes empresas manufactureras y variación interanual del PIB



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficina Nacional de Estadística y elaboración propia.

anual. También continuó al alza el precio del suelo en las seis mayores ciudades, con una subida del 8,8% interanual en el tercer trimestre de 2007, un 21,6% por encima del mínimo de inicios de 2005. Por su parte, las viviendas iniciadas retrocedieron en febrero un 5,0% interanual, pero en términos absolutos se empezaron 95.866 viviendas, un 58% por encima del mínimo de septiembre.

En el lado positivo volvió a estar el superávit comercial, que en los doce meses hasta

febrero llegó hasta los 12,2 billones de yenes, gracias al vigor exportador. Así, tomando las cifras de febrero, la disminución del 6,0% interanual de las exportaciones destinadas a Estados Unidos fue compensada con un incremento del 13,8% de las destinadas al resto de Asia, donde destaca el crecimiento de los flujos dirigidos a India, los países de la Asociación de Naciones del Sureste Asiático (ASEAN) y China, indicando que, por el momento, Asia conserva su vitalidad pese a la debilidad de la economía estadounidense.

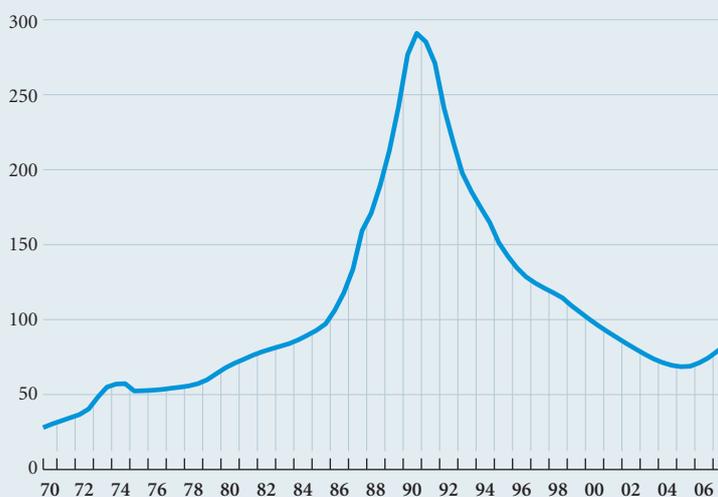
## Burbujas financieras e inmobiliarias: lecciones de la experiencia japonesa

A finales de la década de los ochenta la ascensión económica de Japón parecía imparable. En términos de paridad de poder de compra, el país del sol naciente era la segunda economía del planeta con un peso en la economía global que pasó del 8,4% en 1980 al 9,3% en 1991. Si la marcha económica era portentosa más lo era el valor que alcanzaron sus activos. En 1989, al abrigo de una divisa en continua apreciación, la capitalización del mercado bursátil, medida en dólares, superó la mitad del total mundial. El valor de los inmuebles tampoco parecía tener límite y muchos especulaban con el momento en que Japón tomaría el relevo de Estados Unidos

como líder de la economía global. Sin embargo, Japón estaba a punto de entrar en su década perdida. Desde inicios de 1991, la sólida promesa entró en un largo letargo del que no está claro haya despertado. En la década de los ochenta, el crecimiento acumulado del PIB en términos reales había sido del 43%, pero en el siguiente decenio el avance estuvo en un escaso 9,6%. Su cuota de la economía mundial ha bajado hasta poco más del 6%. Muchos se preguntan hasta qué punto el estallido de la burbuja bursátil e inmobiliaria japonesa se parece a lo que está sucediendo ahora en Estados Unidos. O si el prolongado periodo de estancamiento económico, como el atravesado por Japón, es lo que nos espera ahora, tras los fastos de los últimos años. ¿Hay lecciones que aprender de la experiencia japonesa?

### EL SUELO JAPONÉS: UN ESCARPADO CAMINO DE IDA Y VUELTA

Índice del precio del suelo en las seis mayores ciudades



FUENTES: Japan Real Estate Institute, Thomson Datastream y elaboración propia.

La respuesta no es nada fácil. Lo primero que habría que averiguar es por qué Japón sufrió una interrupción tan drástica de su ascensión. ¿Cuál fue la causa de la debilidad de la demanda interna y del largo periodo deflacionista? Una primera respuesta estaría en la combinación de dos elementos que forman parte de la propia idiosincrasia o manera de ser de Japón, a saber, una demografía estancada con tendencia al envejecimiento y una cultura que tiende al exceso de ahorro.

Sin embargo, la hipótesis de los factores idiosincrásicos es harto incompleta. La causa principal de la «década perdida» estuvo en el modo en que se gestionó la enorme burbuja financiera e inmobiliaria. Es en este punto, aunque sea en distinto grado, donde existe el riesgo de similitudes con la crisis de crédito originada en el mercado hipotecario estadounidense. Desde un máximo de diciembre de 1988, cuando la capitalización de la bolsa japonesa llegó a un increíble 51% del total mundial, empezó un largo periodo de descensos que, justamente diez años más tarde, la dejaría en un 11%. El índice Nikkei 225 tocó techo en diciembre de 1989 en casi 40.000 puntos; menos de tres años después, en agosto de 1992, no superaba los 15.000. En 2003, llegó a bajar de los 7.500.

## JAPÓN. VENTURAS Y DESVENTURAS DE LA BOLSA

Cuota de la capitalización de la bolsa japonesa respecto al total mundial



FUENTES: Economist Intelligence Unit y elaboración propia.

Más espectaculares serían todavía las pérdidas en el sector inmobiliario. Los precios, simplemente, se hundieron tras una alza que había sido espectacular. Entre inicios de 1991 y el segundo trimestre de 2005 el precio del suelo en el conjunto de las seis principales ciudades cayó un 75,9% y, en la propiedad comercial, los retrocesos llegarían al 86,9%. En el conjunto del país, los descensos fueron algo menos drásticos, pero eso no fue consuelo porque, en 2006, la pérdida llegó al 55,9% del valor que se había alcanzado en 1991.

Estos descensos en el valor de los activos tuvieron importantes efectos en los balances contables de quienes los poseían en abundancia: empresas y bancos. Las empresas japonesas, a través de un sistema de estrechas relaciones con los bancos que daba lugar a bajas primas de riesgo, habían tenido tradicionalmente unos altos niveles de endeudamiento para afrontar una fuerte inversión. Con la pérdida de valor de los activos, las ratios de endeudamiento se dispararon hasta niveles extremos, dejando en muchos casos el valor neto contable, el valor de los activos menos el de las deudas, en negativo. Sin embargo, y pese a este deterioro de los balances, muchas empresas japonesas seguían sabiendo hacer bien sus negocios. Electrónica de consumo, instrumentos de medida, ordenadores o automóviles seguían y siguen siendo altamente competitivos en los mercados internacionales.

Por lo tanto, muchas empresas que se encontraron en esta tesitura siguieron funcionando. Pero había un cambio crucial. Para ir poco a poco saneando sus maltrechos balances, con unos activos disminuidos y unas deudas desmesuradas, el primer objetivo pasó a ser la reducción de la deuda. La consecuencia de ello fue el descenso del endeudamiento empresarial.<sup>(1)</sup> Más allá de los balances, este fenómeno también se observa en el peso descendente de la inversión sobre el PIB.

Siguiendo, en parte, el razonamiento del economista estadounidense Irving Fisher, (que ya anticipó hace un siglo situaciones de desapalancamiento como la actual) la liquidación de las deudas trajo una avalancha de ventas

(1) Richard C. Koo, *Balance Sheet Recesion*; 2003. John Wiley & Sons (Asia) Ltd. Capítulo I.

de activos. La escasez de inversiones y el exceso de ahorro llevaron al país a una situación de deflación. El Banco Central de Japón aumentó la masa monetaria y los tipos de interés nominales bajaron pero el problema no estaba en la falta de liquidez sino en la falta de empresas dispuestas a tomar créditos e invertir.

En el sector bancario, el panorama no era mejor. Según Anil Kashyap<sup>(2)</sup> los bancos japoneses, sin productos rentables a escala internacional, tenían sus ventajas comparativas en el empresariado japonés, pero como éste estaba poco dispuesto a endeudarse, no quedaban muchas opciones. Además, sus balances estaban plagados de deudas de dudoso cobro. Las inyecciones de liquidez del Banco de Japón servían para recomponer el balance, pero no para conceder créditos y relanzar el crecimiento económico. Además, con los tipos de interés nominales a largo plazo en niveles del 1% o 2% como mucho, la curva de tipos quedó prácticamente plana, y sin una diferencia entre el interés a largo y el corto, la recuperación de los bancos se hizo más difícil. El rompecabezas se acababa de complicar porque, con deflación, los bajos tipos de interés nominales se convertían en tipos reales relativamente altos, más elevados generalmente que en Estados Unidos o en Europa, lo cual desincentivaba definitivamente la inversión.

Sólo quedaba un camino por probar: forzar un aumento de la demanda agregada a través del gasto público y del déficit público. El peor riesgo era generar inflación, pero en esas circunstancias la subida de los precios se habría considerado una bendición. Pero ni por esas. En pocos años, enormes déficits se sucedieron y la deuda pública escaló a tasas siderales con un resultado, en términos de crecimiento, decepcionante. Es como si los ciudadanos japoneses hubieran contrarrestado el mayor déficit de su gobierno con un mayor ahorro privado, anticipando los futuros impuestos que acabarían sufragando los gastos públicos.

En los últimos años, la situación de la economía japonesa parece volver poco a poco a una situación de normalidad. De su larga crisis, algunas lecciones para la situación actual se derivan. La primera, la necesidad de reac-

### JAPÓN ACABÓ RECURRIENDO A LA EXPANSIÓN FISCAL

Saldo presupuestario del sector público en relación con el PIB



FUENTES: Economist Intelligence Unit y elaboración propia.

(2) Anil Kashyap, «Japan's route to safety», *Financial Times*, Dec. 5, 2001.

cionar con rapidez y contundencia contra el estallido de burbujas inmobiliarias y financieras. La segunda, el papel clave que juega un saneamiento rápido del sector bancario, para de este modo restablecer con prontitud los mecanismos de financiación de la economía.

**Brasil crece un 6,1% apoyado en consumo privado e inversión, pero el sector exterior sigue débil.**

**Brasil: demanda interna al alza y superávit comercial a la baja**

El PIB brasileño prosiguió su robusto avance con un incremento del 6,1% inter-

anual en el cuarto trimestre, lo que deja el crecimiento para el total de 2007 en el 5,4%, el ritmo más alto desde 1990, excepción hecha de 2004. El principal protagonismo de la actividad estuvo en la de-

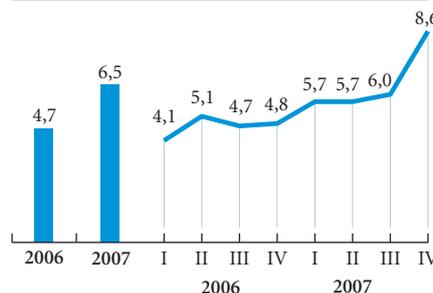
**EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES**

Porcentaje de variación interanual en términos reales

PIB



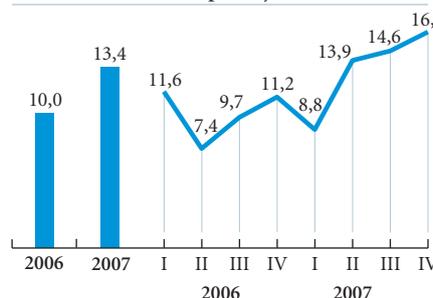
Consumo privado



Consumo público



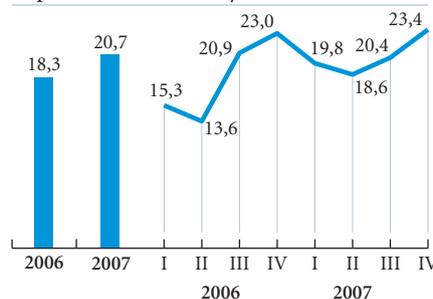
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

manda interna. Así, consumo privado avanzó al 8,6% mientras que la inversión, que sigue acelerando, se incrementó en un 16,0%. Sin embargo, el hasta hace poco vigoroso sector exterior siguió evidenciando un perfil de cierta crisis. El leve repunte de las exportaciones, que las llevó a crecer un 6,3% interanual, fue contrarrestado en primer lugar por el avance del 23,4% de las importaciones. También hay que considerar que, al abaratare sus precios, las exportaciones siguieron descendiendo en términos nominales respecto al mismo periodo del año anterior.

Entre los últimos indicadores de actividad, la producción industrial prosiguió el repunte de principios de año y en febrero avanzó un 9,7% interanual. Por su parte, la producción industrial de bienes de capital, crucial para la continuidad de la expansión, conservó la fuerza que prevaleció en 2007 y en febrero creció un 25,0% interanual. A pesar del repunte de la industria, la utilización de la capacidad productiva tuvo un aumento casi imperceptible, situándose en el nivel de los 81,7 puntos.

Por el lado de la demanda, las ventas minoristas crecieron en febrero un 12,2%

interanual y mantuvieron el tono robusto de 2007. Sin embargo, las compras de automóviles de marzo se incrementaron en un 9,9%, una tasa netamente inferior a lo que venía siendo normal. Con esta pujanza de la demanda interna, el IPC continuó su tendencia al alza llegando a un incremento del 4,7% en marzo, cuando a inicios de 2007 se había llegado a un mínimo de 3,0%. Estos niveles continúan siendo aceptables en una economía como la brasileña. Sin embargo, la tendencia alcista podría incrementarse a la vista de la evolución de los precios mayoristas, que prosiguieron su aceleración subiendo en febrero un 10,6% interanual.

El descenso del desempleo pierde fuerza a pesar de que el crecimiento de la demanda sigue siendo robusto. Así, en febrero, la tasa de paro del distrito de São Paulo quedó en el 13,6% de la población activa, estancada por tercer mes consecutivo, aunque el valor sigue siendo netamente inferior a lo que predominaba hace tan solo un par de años. La frugalidad continúa en el terreno fiscal y en los doce meses hasta febrero, el ahorro del sector público siguió compensando en más de dos terceras partes los pagos de intereses de la deuda externa, dejando el déficit del

**La industria avanza con fuerza, especialmente en bienes de capital, pero la inflación repunta hasta el 4,7%.**

**Las finanzas públicas siguen el camino de la austeridad pero el descenso del paro se estanca y el superávit comercial se diluye con rapidez.**

## BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB real	3,7	5,4	4,4	5,6	5,6	6,1	-	...	-
Producción industrial	2,8	6,0	3,8	,8	6,3	7,9	8,7	9,7	...
Tasa de paro São Paulo (*)	15,9	15,0	15,2	15,6	15,0	14,0	13,6	13,6	...
Precios de consumo	4,2	3,6	3,0	3,3	4,0	4,3	4,6	4,6	4,7
Balanza comercial (**)	46,3	40,0	45,7	47,4	43,1	40,0	38,5	36,4	34,1
Tipo SELIC del banco central (***)	15,1	12,0	12,9	12,3	11,4	11,3	11,3	11,3	11,3
Reales por dólar	2,2	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

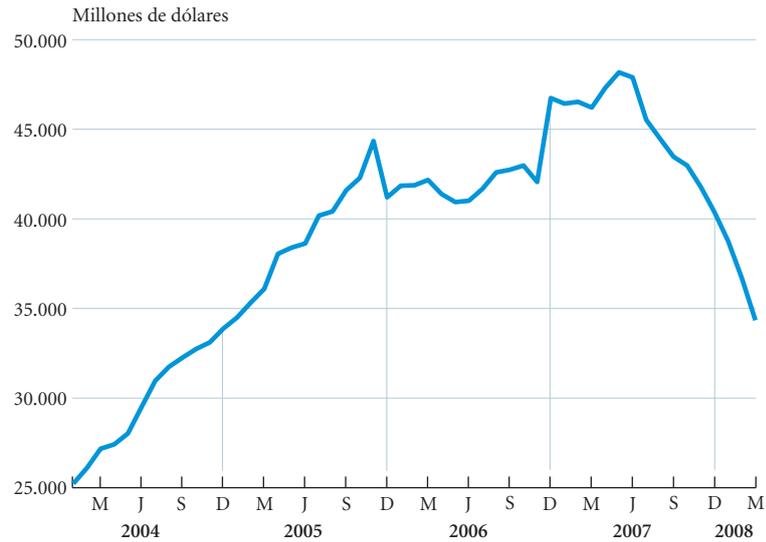
(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

(\*\*\*) Valor del tipo del banco central del Sistema Especial de Liquidação e Custodia (SELIC).

FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

## BRASIL: EL SUPERÁVIT COMERCIAL SE REDUCE CON RAPIDEZ

Saldo comercial acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Instituto da Pesquisa Economica Aplicada y elaboración propia.

**Argentina crece un 9,1% gracias a su demanda interna, mientras que el sector exterior evoluciona a la baja.**

periodo en el 2,1% del PIB, en línea con el proceso de corrección de los últimos años. En el sector exterior, el real parece haber encontrado cierta estabilidad pero prosigue el rápido deterioro del superávit comercial, que en los últimos doce meses hasta marzo fue de 34.100 millones de dólares, 10.600 millones menos que en el mismo periodo del año anterior. Aquí, la desaceleración de las exportaciones coexiste con la pujanza de las importaciones, que en el mismo periodo crecieron un 35,9% interanual.

### Argentina: crecimiento con inflación

La expansión mantiene su elevado tono, con un PIB que en el cuarto trimestre del año creció un 9,1% interanual. La actividad sigue dominada por la demanda interna, con un consumo privado que se incrementó en un 9,3% y una inversión que se aceleró notablemente alcanzando un ritmo de avance del 17,7% y cuya contribución al crecimiento económico se acerca a la mitad del total. El sector exte-

rior, por su parte, siguió detrayendo fuerzas al avance, un 1,6% del 9,1% total, con unas importaciones que crecen muy por encima de las exportaciones, aunque éstas tuvieron cierto repunte a finales de año.

Pero el gran peligro de la economía argentina sigue siendo el control de la inflación. El avance del IPC en marzo se situó en un 8,8% interanual. Los precios de los alimentos, que subieron un 7,7%, parecen relativamente moderados dada la coyuntura global y los precios al por mayor, con incrementos del 13,1%, se desaceleraron levemente. Sin embargo, la inflación real podría estar muy por encima de las estadísticas oficiales. La comparación con las inflaciones relativamente moderadas de otros países de la zona supone una clara merma de la competitividad argentina.

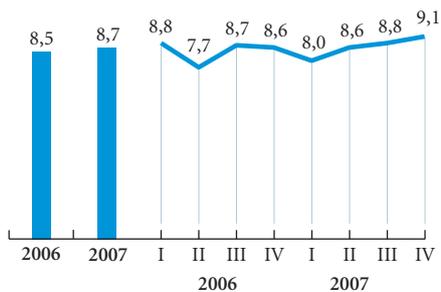
Ajenos en apariencia a los problemas de precios, los indicadores de demanda más recientes siguieron apuntado a la continuidad del ciclo expansivo. Las ventas minoristas crecieron en febrero un 28,1%

**La inflación, cercana al 9%, es el mayor riesgo de la economía.**

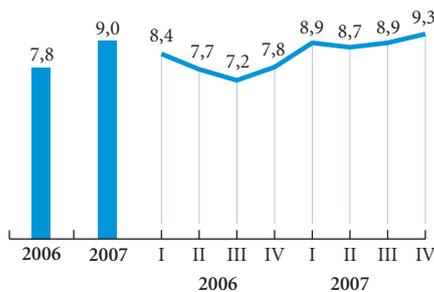
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ARGENTINA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

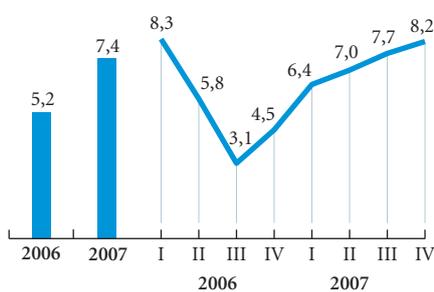
PIB



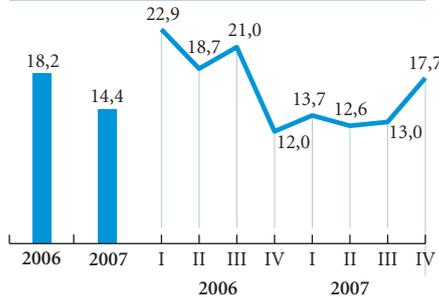
Consumo privado



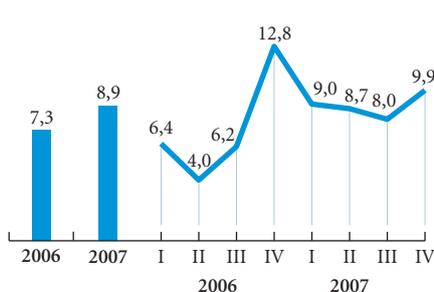
Consumo público



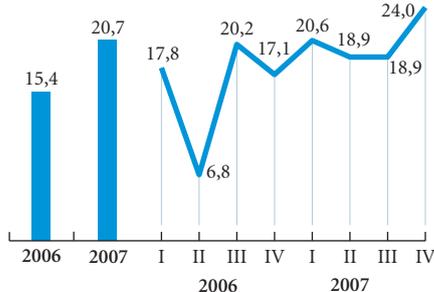
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC) y elaboración propia.

interanual en la región de Buenos Aires y un espectacular 43,1% en el total de grandes almacenes, aunque habría que considerar aquí que la subida de los precios está abultando las cifras. La venta de automóviles de los últimos doce meses hasta marzo se desaceleró aunque conservó un respetable ritmo del 18,6% interanual. El nivel queda un 14,7% por debajo del máximo histórico que parece ya algo más difícil de alcanzar de lo que parecía hace unos meses. En el lado de la oferta, la producción industrial dio continuidad

al repunte iniciado en octubre con un avance del 8,5% interanual.

Por sectores, el automóvil se tomó un respiro después de unos meses de crecimiento explosivo, pero cogió el relevo la aceleración de la industria química, que en febrero se incrementó un 7,3% interanual, y de los metales en general, que avanzaron un 36,6%, y del acero en particular, con una subida del 12,2%. Por su parte, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción intensificó el re-

**El consumo minorista sigue vigoroso y la industria mantiene el tono.**

## ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB real	8,5	8,7	8,0	8,6	8,8	9,1	–	...	–
Producción industrial	6,8	6,1	7,9	5,9	3,0	7,7	8,6	8,5	...
Tasa de paro (*)	10,2	8,5	9,8	8,5	8,1	7,5	–	...	–
Precios de consumo	10,9	8,8	9,5	8,8	8,6	8,5	8,2	8,4	8,8
Balanza comercial (**)	12,3	11,2	11,8	11,5	10,5	11,2	11,9	12,1	...
Tipo interbancario 3 meses (***)	9,9	11,3	9,7	9,4	12,6	13,7	11,1	10,2	10,9
Pesos argentinos por dólar	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

(\*\*\*) Valor.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC) y elaboración propia.

**La tasa de paro está en el 7,5% y el superávit comercial se mantiene momentáneamente gracias a los incrementos de precios.**

punte de los meses previos con un incremento del 13,9% en febrero, mientras que el Indicador de la Actividad Industrial del mismo periodo perdió algo de fuerza con un avance del 5,9%.

En el mercado laboral, ayudada por la fortaleza de la demanda, la tasa de paro del cuarto trimestre descendió al 7,5% de la población activa, aunque la revisión periódica de la Encuesta Permanente de los Hogares la dejó por encima de las cifras anteriormente publicadas. Por su parte, el superávit comercial de febrero siguió repuntando hasta los 12.100 millones de dólares, el valor más alto desde 2004. Es significativo que el incremento coincida con la pujanza de la demanda interna. Sin embargo, éste se debe en gran parte al incremento del precio de las exportaciones después de un periodo de abaratamiento, lo que plantea dudas sobre su continuidad.

**El petróleo anota nuevos máximos.**

### Materias primas: el petróleo rompe sus máximos

El petróleo ha registrado nuevos máximos históricos en abril. El mes se iniciaba en la zona de los 99,8 dólares por barril

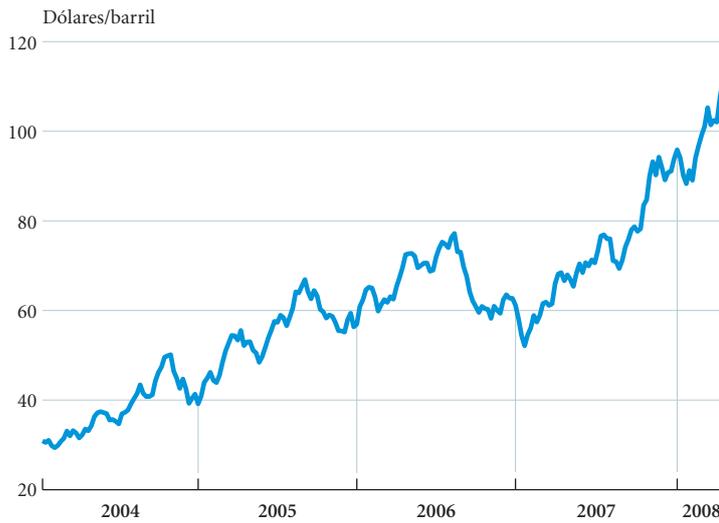
(crudo de calidad *Brent* para entregas a un mes) para, en una escalada sin prácticamente interrupciones, atravesar la cota de los 117 dólares a finales de abril. En un proceso paralelo, el barril de *West Texas* cotizaba el primero de abril a 100,6 dólares y a casi 120 en los últimos días de ese mismo mes.

Algunas de las restantes materias primas siguen derroteros similares. En particular, las materias primas alimentarias replican de forma bastante ajustada el patrón de demanda en crecimiento, limitaciones de oferta (en este caso incluyendo decisiones políticas de restringir las exportaciones de productos como el arroz o el trigo en ciertos países productores) y entrada de inversores.

Todo ello ha impulsado las cotizaciones del conjunto de las materias primas agrícolas que, según el índice CRB, han aumentado un 5% en abril. Entre los productos que componen dicho índice cabe señalar el crecimiento de los precios de soja (15,9% en abril), cacao (10,4%) y maíz (5,8%). No obstante, ha sido el arroz, un producto que no está incluido en este indicador, el protagonista del mes, con un crecimiento del 26,7%.

## EL PETRÓLEO SUBE EN VERTICAL DURANTE ABRIL

Cotizaciones de barril de calidad *Brent* para entregas a un mes, en medias semanales



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

Por el contrario, el grupo de los metales, que hasta la fecha había protagonizado un ascenso muy dinámico, corrigió en abril parte de su tendencia reciente. Por pro-

ductos, cabe mencionar las caídas del níquel (descenso del 3,9% en abril) y del zinc (retroceso del 3,6%) y, en sentido contrario, el ascenso del aluminio (4,1%).

## UNIÓN EUROPEA

**La zona del euro ha resistido hasta la fecha la crisis, pero cada vez las defensas son más débiles...**

### Zona del euro: además de inflación, desaceleración

Hasta la fecha, la economía de la zona del euro había sorprendido resistiendo en mejor tono de lo esperado la situación de incertidumbre global derivada de la crisis financiera. En particular, los primeros meses de 2008 han arrojado mejores indicadores de actividad de lo previsto. No obstante, al avanzar el primer trimestre se empiezan a vislumbrar señales incipientes de empeoramiento. Uno de los más significativos, por su carácter sintético, ha sido el paulatino deterioro del indicador de sentimiento económico. En marzo, dicho indicador se situaba por debajo del nivel de los 100 puntos por primera vez desde noviembre de 2005. El retroceso desde enero es de un par de puntos.

¿Dónde se está reflejando dicha pérdida de actividad? De entrada, en aquellos componentes que ya venían arrastrando mayor debilidad. El ejemplo paradigmático es el del consumo privado, cuyos dos indicadores principales (ventas al por menor y confianza del consumidor) empeoraban. Concretamente, las primeras se situaban, en febrero, en niveles un 0,5% menores a los de un año antes. Por su parte, la confianza de los consumidores perdía medio punto en febrero y una décima adicional en marzo. Si las familias no lo ven claro, difícilmente podrá esperarse una contribución apreciable del consumo. Y ello a pesar de que el mercado de trabajo sigue proporcionando apoyo al gasto de los hogares en forma de una tasa de paro relativamente reducida (7,1% en febrero) y una creación de empleo todavía positiva.

### PRÓXIMA PARADA: DESACELERACIÓN

Valor del índice de sentimiento económico de la eurozona



FUENTE: Comisión Europea.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	2,9	2,6	3,2	2,5	2,7	2,2	–	...	–
Ventas al por menor	1,5	0,8	1,8	0,9	1,3	–0,5	0,4	–0,5	...
Confianza del consumidor (*)	–9,1	–4,9	–5,4	–2,6	–3,9	–7,7	–11,5	–12,0	–12,1
Producción industrial	4,0	3,5	3,9	2,9	4,0	3,2	3,3	3,2	...
Sentimiento económico (*)	106,3	108,4	109,4	111,0	108,7	104,3	101,7	100,2	99,6
Tasa de paro (**)	8,3	7,4	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	7,1	...
Precios de consumo	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,3	3,6
Balanza comercial (***)	–10,4	20,1	–0,9	15,6	31,4	34,3	25,1	26,8	...
Tipo de interés									
Euríbor 3 meses	3,1	4,3	3,8	4,1	4,5	4,7	4,7	4,4	4,4
Tipo de cambio efectivo									
nominal del euro	103,6	107,7	105,5	107,1	107,6	110,5	112,1	112,1	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

Cuando centramos nuestra atención en la dimensión de la oferta se vislumbran dos tendencias relativamente contrapuestas. Aunque la tónica dominante es de debilidad, la industria muestra una inesperada

resistencia mientras que servicios y construcción apuntan con mayor claridad hacia abajo. Así, la producción industrial crece en febrero un 3,2% interanual, una cifra sólo levemente peor que el 3,3% de

**...como refleja la atonía del consumo y la debilidad de servicios y construcción.**

## LA EUROZONA PRESENTA UN SERIO PROBLEMA DE INFLACIÓN

Variación interanual del índice de precios de consumo armonizado



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

## La escalada inflacionista alarma por su intensidad.

enero y en línea con el promedio del cuarto trimestre. Aunque la evolución de los pedidos industriales sugiere que el sector secundario va a perder ritmo en tiempos venideros, su buen momento actual no lo hubiésemos anticipado meses atrás. Por el contrario, como decíamos antes, los retrocesos en más de un punto de la confianza de los servicios y de la construcción en marzo, señalan que en estos dos sectores el ajuste ya se está produciendo.

A pesar de estos síntomas incipientes de desaceleración, la preocupación principal sigue centrada en la inflación más que en la actividad. No es de extrañar, ya que mientras la ralentización es una novedad que sólo ahora empieza a vislumbrarse, el tensionamiento de precios nos viene acompañando desde hace meses. En enero, el repunte inflacionista encaramó el índice de precios de consumo (IPC) por encima del 3% interanual, y ahí se mantiene. En marzo, el IPC armonizado crecía un 3,6% interanual, una tasa nunca alcanzada durante los prácticamente diez años de moneda única. Al empuje del petróleo se

le están sumando otros componentes, como la alimentación y ciertos servicios. Visto este enquistamiento de las tensiones en múltiples grupos, y no sólo en los más volátiles, se entiende que la inflación subyacente anotase un avance del 2,7% en dicho mes de marzo (2,4% en febrero).

Otro frente que preocupa, aunque ciertamente en menor medida, es la resistencia de la demanda externa al peaje que representa un euro muy caro. Las cifras apuntan que, en términos de tendencia, el sector exterior está sufriendo ya la pérdida de competitividad en precios, siendo su constatación más palmaria la disminución de ritmo de las exportaciones. No obstante, en su evolución de corto plazo, las cifras de febrero sorprendieron favorablemente al reflejar una pequeña aceleración del crecimiento de las exportaciones y un ligero aumento del superávit comercial (hasta los 26.800 millones de euros). No creemos que se trate de un movimiento más que coyuntural y, en este sentido, cabe esperar que el retroceso vuelva a imponerse en meses venideros.

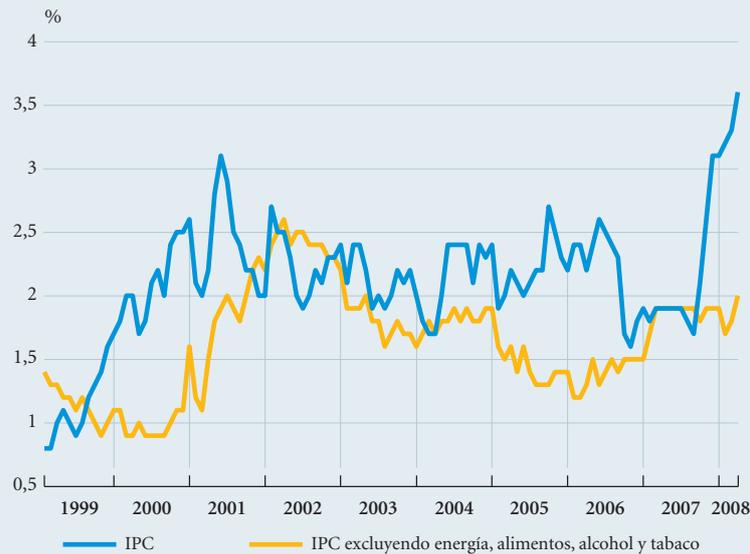
## El sector exterior exhibe una tendencia de fondo de menor crecimiento.

### Disminuir los tipos de interés: ¿un dilema para el BCE?

No muchos querrían estar en la encrucijada en la que se encuentra Jean-Claude Trichet. La inflación en la zona del euro se ha disparado muy por encima del objetivo del Banco Central Europeo a la vez que la actividad económica se está desacelerando. Ante este panorama, el BCE ha mantenido los tipos invariables en el 4% desde el verano pasado mientras al otro lado del Atlántico, en respuesta a una economía al borde de la recesión, la Reserva Federal ha rebajado los tipos de interés desde el 5,25% al 2,25%. Este aumento en el diferencial de tipos entre Europa y Estados Unidos ha sido, en parte, responsable de la apreciación del euro frente al dólar (15% desde agosto). En este contexto, las presiones de políticos, exportadores y muchos otros para que el BCE reduzca los tipos de interés se han intensificado aunque, con un banco celoso de su independencia, estos esfuerzos sirvan de poco o sean incluso contraproducentes. De todas maneras, es de prever que a medida que la inflación y el ritmo de crecimiento económico disminuyan, el BCE se incline por relajar la política monetaria. Lo más probable es que ello ocurra antes de final de año, aunque la incertidumbre es muy elevada puesto que coexisten presiones inflacionistas con la inestabilidad asociada a la crisis de los mercados financieros internacionales.

## LA INFLACIÓN ALCANZA NIVELES RÉCORD

Variación interanual en la zona euro



FUENTE: Eurostat.

El pasado mes de marzo la inflación en la zona del euro alcanzó el nivel más alto desde el nacimiento de la nueva moneda (3,6%). La razón principal es de sobras conocida: el fuerte aumento en los precios de los alimentos y la energía. La situación doce meses antes era muy distinta, con una tasa de inflación del 1,9%, justo por debajo del objetivo del 2% del BCE. Nunca antes la inflación había subido tanto en tan poco tiempo. Una cifra más positiva, aunque no tan comentada, es la de la inflación subyacente (excluyendo alimentos, energía, alcohol y tabaco), que se ha mantenido bastante estable en el último año y sólo ha aumentado una décima, hasta el 2,0% (véase gráfico anterior). Parece pues que, por ahora, la transmisión de los *shocks* de precios de la energía y los alimentos al resto de la economía ha sido modesta. La preocupación principal del BCE en estos momentos es garantizar que continúe así.

El BCE teme los denominados efectos de segunda ronda. Estos efectos se dan cuando un aumento temporal de la tasa de inflación, por ejemplo a raíz de un *shock* en el precio del petróleo, se traslada de manera generalizada al precio de los bienes y servicios producidos en la economía, bien sea porque las empresas suben los precios en respuesta al aumento de costes o porque los salarios se fijan teniendo en cuenta la inflación pasada, y ello acaba repercutiendo sobre el precio final de los bienes y servicios. Eventualmente, estos efectos pueden desencadenar una espiral de precios y salarios perjudicial para el crecimiento de la actividad económica y del empleo. En general, los efectos de segunda ronda tenderán a ser mayores cuando una economía está operando con poca capacidad ociosa y la tasa de desempleo es baja.

¿Cuál es la situación en la zona del euro? Pues bien, los últimos datos disponibles revelan que la tasa de crecimiento del PIB fue del 2,2% en el cuarto trimestre de 2007, en línea con el crecimiento potencial del área, y que la tasa de desempleo se encuentra en estos momentos en el nivel más bajo de los últimos veinticinco años (véase gráfico siguiente). En definitiva, una situación que tiende a justificar el estado de alerta del BCE.

## CRECIMIENTO TODAVÍA SÓLIDO Y DESEMPLEO RELATIVAMENTE BAJO

PIB y tasa de desempleo en la zona euro



FUENTE: Eurostat.

La mejor estrategia para minimizar los efectos de segunda ronda sobre la inflación es anclar las expectativas de inflación a medio y largo plazo –en el caso del BCE, en el 2%–. No en vano, el avance más importante en la teoría macroeconómica de los últimos treinta años ha sido, seguramente, reconocer el papel crucial de las expectativas en el funcionamiento de la economía y sus implicaciones para la política económica, en particular, la política monetaria. Si los agentes económicos están convencidos de que la inflación volverá pronto al 2%, no es tan probable que se inicie un proceso de renegociación de precios y salarios. Convencer a los agentes sociales de que el aumento es temporal es la tarea principal de un banco central, algo que se consigue gracias a una buena comunicación y a una buena reputación. Ello explica, seguramente, la dureza del discurso actual del BCE –no descartando, por ejemplo, una subida de tipos si se detectan efectos de segunda ronda–. En cuanto a la reputación del BCE podemos apuntar que, siendo rigurosos, la inflación ha estado por debajo del 2% poco más de uno de cada tres meses desde el nacimiento del euro (36% del tiempo para ser exacto), lo cual no parece un desempeño brillante. Bajo un criterio menos estricto, el BCE lo ha hecho bastante mejor: la inflación de la eurozona ha estado por debajo del 2,3% dos de cada tres meses. Gracias a esta reputación, las expectativas de inflación en la zona del euro se han mantenido bastante estables cerca del 2% (véase gráfico siguiente).

¿Qué ocurrirá entonces con los tipos de interés en los próximos meses? Lo más probable es que se mantengan en el 4% hasta que las presiones inflacionistas amainen, algo que se prevé tras el verano: la disminución del crecimiento global debería poner freno al alza de los precios de las materias primas; la desaceleración económica prevista para la zona del euro también reducirá las presiones por el lado de la demanda y en el mercado laboral, y las turbulencias financieras tenderán a moderar la expansión de las variables monetarias que el BCE vigila. La experiencia sugiere que no será necesario que la inflación llegue al 2% para que el BCE reduzca los tipos de interés. En mayo de 2001, por ejemplo, tras el pinchazo de la burbuja tecnológica, el tipo de interés de referencia disminuyó a pesar de que la inflación se encontraba en el 2,8% y el último dato disponible de crecimiento era de un 3% (véase tabla siguiente). La evidencia de que la economía se desaceleraba fue suficiente para que el BCE decidiera actuar.

## LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A MEDIO PLAZO PERMANECEN BIEN ANCLADAS

Previsiones de inflación a dos años vista



NOTA: Encuesta del BCE a profesionales expertos.  
FUENTE: BCE.

En suma, el comportamiento del BCE en los últimos meses parece lógico. Con una inflación muy alta y ante la falta de datos confirmando el alcance de la desaceleración económica, el BCE ha adoptado un discurso duro para mantener bajo control las expectativas de inflación. Pero la rebaja de tipos seguramente llegará, como agua de mayo, aunque con algunos meses de retraso.

## ¿EN QUÉ CIRCUNSTANCIAS HA DISMINUIDO EL BCE LOS TIPOS DE INTERÉS?

	▼ Tipo de referencia BCE (puntos básicos)	Inflación (%)	Crecimiento del PIB (%)	Crecimiento de M3 (%)	Crecimiento del crédito al sector privado (%)
Abril 1999	50	1,1	2,1	5,6	7,0
Mayo 2001	25	2,8	3,0	3,9	8,6
Septiembre 2001	75	2,4	2,0	5,9	7,2
Noviembre 2001	50	2,2	1,7	7,3	6,4
Diciembre 2002	50	2,3	1,2	7,0	3,2
Marzo 2003	25	2,4	1,1	8,1	3,6
Junio 2003	50	1,9	0,9	8,7	3,2
<i>Promedios</i>		2,2	1,7	6,6	5,6
Últimos datos disponibles en abril 2008:		3,6	2,2	11,3	11,5

NOTA: Los datos de inflación y de crecimiento de M3 y del crédito al sector privado se refieren al mes anterior a la bajada de tipos de interés. La cifra de crecimiento del PIB se refiere al trimestre anterior.

FUENTES: Eurostat, BCE y elaboración propia.

**La economía alemana sorprende positivamente en el primer trimestre.**

**La industria aguanta el tipo, pero el euro no ayuda.**

**Tensionamiento en precios de consumo y al por mayor.**

## Alemania: resistiendo los envites de la crisis

La economía alemana sigue escapando en gran medida del empeoramiento internacional de la actividad. Aunque esto es algo sorprendente en una economía tan integrada en la globalización, no por ello deja de ser una buena noticia. La primera nota positiva la arroja el consumo de las familias. Frente a un descenso de las ventas al por menor del 9% interanual en el cuarto trimestre de 2007, el promedio de enero-febrero se ha saldado con un avance del 0,2% interanual.

Además, la confianza del consumidor, aunque oscilando notablemente, ha sido capaz de sumar un incremento de un punto en marzo, lo que es indicativo de unas perspectivas del consumo no excesivamente negativas. Esta evolución del consumo se puede vincular, indudablemente, a que la economía alemana sigue rebajando la tasa de paro. Así, en marzo, ésta se situó en el 7,8% de la población activa, una reducción de dos décimas respecto a febrero y de 1,5 puntos porcentuales en relación con un año antes.

Otro frente que evoluciona mejor de lo previsto es el industrial. Aunque la producción industrial cedió levemente en febrero, al crecer un 5,9% interanual (a comparar con el 6,4% de enero), su ritmo de avance confirma que el dinamismo de 2007 se extiende al presente ejercicio. Si a esto se le suma el inesperado rebote del indicador IFO de actividad empresarial en febrero y marzo, se constata que tanto la situación actual como las perspectivas que manejan los industriales son buenas.

Esta situación no deja de antojarse temporal, habida cuenta del hecho que la exportación cede impulso progresivamente. En febrero, las exportaciones, en saldo acumulado de doce meses, avanzaron un 8,2% interanual, una cifra todavía importante pero que no resiste la comparación con el ritmo del 10% de tres meses atrás. Esta evolución es tributaria, en parte al menos, de una cotización del euro que resta competitividad a las exportaciones germanas. Con todo, el hecho de que las importaciones estén creciendo en menor medida está permitiendo que el superávit comercial siga ampliándose en los doce meses que finalizan en febrero.

### ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	3,1	2,6	3,7	2,6	2,5	1,8	—	...	—
Ventas al por menor	6,1	-7,7	-6,2	-7,7	-7,5	-9,0	0,7	-0,3	...
Producción industrial	6,0	5,8	7,6	5,4	5,4	5,2	6,4	5,9	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	107,5	108,0	105,5	103,7	103,4	104,1	104,8
Tasa de paro (**)	10,7	9,0	9,5	9,2	8,9	8,5	8,1	8,0	7,8
Precios de consumo	1,6	2,3	1,8	2,1	2,3	3,1	2,9	2,8	3,0
Balanza comercial (***)	151,5	183,5	165,5	178,3	192,0	198,1	199,9	202,0	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

Todo ello permite concluir que la preocupación en Alemania, como en prácticamente todas las economías europeas, se sitúa más en el ámbito de la inflación que en el de la actividad. El principal indicador de precios, el IPC, repuntó en marzo hasta el 3% interanual (2,8% en febrero). Ello implica que se lleva medio año en tasas de avance del orden del 3%, una situación que empieza a considerarse como demasiado prolongada. Además, los precios que pagan los consumidores no recogen toda la presión inflacionista. Así, por ejemplo, los precios al por mayor se dispararon en marzo hasta el 7,1% interanual, frente al 6,0% de febrero. Demasiado para una economía que depende críticamente de mantenerse competitiva frente a sus rivales internacionales.

### Francia: arcas vacías y motor en frenada

Al iniciar su presidencia Nicolas Sarkozy afirmó, en una expresión que hizo fortuna, que se había encontrado con las arcas vacías. Con los datos de cierre de 2007 en la mano se podría decir que las arcas públicas están aún más vacías. Así, en el ejercicio pasado, el déficit público alcanzó el 2,7% del producto interior bruto, un empeoramiento de tres décimas porcentua-

les respecto al desequilibrio de 2006. Asimismo, la deuda pública, en porcentaje del producto interior bruto (PIB), se situó en el 64,2%, a comparar con el 63,6% de 2006.

La reacción inmediata del gobierno ha sido proponer un recorte del gasto cifrado en 7.000 millones de euros mediante la no sustitución de la mitad de los funcionarios que se jubilen, la limitación de las ayudas para viviendas sociales y la reducción de las subvenciones para inversión y desarrollo en empresas. Este parche, seguramente, va a ser insuficiente, ya que no parece que el año vaya a seguir el camino trazado en el presupuesto del Estado. De entrada, la previsión de crecimiento del Gobierno, del 2,25% en 2008, parece inalcanzable. Aunque se quede por encima del 1,4% que espera el Fondo Monetario Internacional (FMI), difícilmente los ingresos fiscales van a avanzar en línea con lo previsto.

Todo ello, no obstante, apenas se empieza a detectar en los últimos indicadores. El consumo de los hogares se aceleró en febrero, lo que combinado con la ralentización del descenso de la confianza de los consumidores, puede estar apuntando a un cierto apoyo del gasto de las familias en el primer trimestre. Igualmente, los indi-

**En Francia, mala situación de las finanzas públicas...**

**...y con perspectivas de empeoramiento, visto el bajo crecimiento esperado para 2008.**

**El primer trimestre, con todo, muestra señales de deterioro sólo moderadas.**

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	2,2	1,9	1,9	1,4	2,2	2,1	-	...	-
Consumo de los hogares	2,7	3,4	3,6	2,8	4,2	3,2	2,3	3,7	...
Producción industrial	1,0	1,5	1,0	0,2	2,2	2,4	2,9	2,0	...
Tasa de paro (*)	9,2	8,3	8,7	8,5	8,2	7,9	7,8	7,8	...
Precios de consumo	1,7	1,5	1,2	1,2	1,3	2,3	2,8	2,8	3,2
Balanza comercial (**)	-26,9	-32,4	-29,0	-30,4	-32,8	-37,3	-40,1	-40,1	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: OCDE, Eurostat, INSEE, Comisión Europea y elaboración propia.

**El nuevo ejecutivo de Berlusconi va a tener que lidiar con una economía en fase de extrema debilidad...**

**...como lo atestiguan unos malos indicadores de oferta y demanda.**

**Todo ello parece incompatible con la realización de un programa económico basado en la rebaja fiscal y en el aumento de la inversión.**

cadores de oferta muestran una economía que se desacelera de forma sólo parcial.

Por su parte, la tasa de paro repitió en el 7,8% en febrero, un registro, no obstante, más de un punto porcentual menor a la existente un año atrás, mientras la inflación no escapa a las tendencias globales de la eurozona y se aceleraba en marzo, hasta el 3,2% interanual. En definitiva, el inicio de año puede ser engañoso, ya que mientras los indicadores todavía apuntan a una actividad que resiste, con toda probabilidad la situación va a deteriorarse en unos pocos meses.

**Italia: una herencia poco atractiva**

La holgada victoria de la coalición de centroderecha liderada por Silvio Berlusconi en las legislativas de abril puede proporcionar al país una estabilidad política impensable meses atrás. Sin embargo, ni la economía que va a encontrar el futuro primer ministro es buena base para su acción de gobierno ni la implementación de su programa económico va a ser sencilla. Así, el momento coyuntural italiano es de mayor debilidad que la de sus vecinos de la eurozona y además con perspectivas de empeoramiento futuro.

Por citar unos pocos indicadores significativos de demanda, la confianza del consumidor se desplomó en marzo hasta los 25,1 puntos negativos, mínimo histórico desde hace catorce años, mientras que las matriculaciones de automóviles caían un 19% interanual en ese mismo mes. Desde la perspectiva de la oferta la situación no parece mejor. La producción industrial de febrero estaba a niveles un 1,1% menores a los existentes un año antes. La confianza de los servicios se situaba en marzo en niveles negativos por primera vez desde junio de 2005. Como síntesis, el indicador de sentimiento económico perdía cinco puntos en el primer trimestre. Más allá de esta debilidad actual, las previsiones de crecimiento para 2008 son magras, oscilando entre el 0,6% que esperaba el gobierno saliente al 0,3% que prevé el FMI.

En esta tesitura, el programa económico que parece que va a impulsar Silvio Berlusconi, basado en una combinación de rebajas fiscales, mejora de las pensiones y mayor inversión pública en infraestructuras, topa con las dificultades de una situación presupuestaria poco halagüeña. Algunas estimaciones cifran en 63.000 millones de euros la cuantía necesaria para desarrollar el programa eco-

**ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	1,9	...	2,4	1,8	1,9	...	-	...	-
Ventas al por menor	1,2	0,5	1,0	0,1	0,2	0,5	1,0	...	...
Producción industrial	2,4	0,0	1,3	0,7	0,8	-3,0	-1,6	-1,1	...
Tasa de paro (*)	6,8	6,1	6,2	6,1	6,0	6,0	-	...	-
Precios de consumo	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	2,4	3,0	2,9	3,3
Balanza comercial (**)	-17,6	-13,7	-19,1	-15,4	-11,3	-8,9	-9,9	-8,4	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

nómico de la coalición ganadora, prácticamente equivalente a los intereses que anualmente devenga la deuda pública italiana.

## Reino Unido: lejos de los buenos tiempos

La economía británica está inmersa en una etapa de inflexión cíclica cuyo alcance último todavía es una incógnita. Así, aunque las ventas minoristas crecen hasta febrero un dinámico 5,5% interanual, cabe contrastar este hecho con el desplome de la confianza del consumidor, que se situó en marzo en el nivel de los 10 puntos negativos. Si bien el mercado de trabajo sigue apoyando al gasto de las familias (en marzo la tasa de paro se mantuvo en el 2,5% por cuarto mes consecutivo), parece que éste va a ser sostén insuficiente para salvar al consumo.

Igualmente, y ahora desde la óptica de la oferta, la suave recuperación de la pro-

ducción industrial (avance del 1,3% interanual en febrero, a comparar con el 0,4% de enero), puede acabar siendo de corto alcance si se atiende al deterioro de los pedidos industriales. Con todo, es el sector de la construcción el que registra con mayor claridad el cambio de tercio de la economía británica, según se desprende del desplome de los indicadores de actividad y de precios. Éstos últimos, de acuerdo con ciertas medidas, están creciendo a su menor ritmo en 12 años.

En esta situación, la preocupación por la inflación parece haber pasado a segundo plano. Aun cuando el ritmo actual de avance de los precios de consumo (aumento del 2,4% interanual en marzo) excede el objetivo del Banco de Inglaterra, cifrado en el 2%, el banco central británico ha optado por un descenso de 0,25 puntos porcentuales de su tipo de referencia, hasta el 5,0%, tratando de apoyar una economía que está entrando en una etapa de menor ritmo de actividad.

**La economía británica  
presenta unas perspectivas  
sombrias...**

**...reflejadas especialmente  
en los indicadores  
avanzados.**

### REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	2,9	3,0	3,0	3,2	3,1	2,8	—	...	—
Ventas al por menor	3,2	4,4	4,6	4,1	4,9	3,9	5,9	5,5	...
Producción industrial	0,3	0,3	-0,4	0,8	0,1	0,7	0,4	1,3	...
Tasa de paro (*)	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Precios de consumo	2,3	2,3	2,9	2,6	1,8	2,1	2,2	2,5	2,4
Balanza comercial (**)	-74,1	-82,2	-78,4	-80,1	-83,2	-87,0	-88,9	-89,3	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,3	5,3	5,6	6,0	6,3	6,0	5,6	5,8
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra	98,0	103,9	103,9	104,0	104,3	102,2	97,6	95,3	94,3

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de libras esterlinas.

FUENTES: OCDE, Banco de Inglaterra, ONS, Comisión Europea y elaboración propia.

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

**La Fed reconoce la mala gestión del riesgo como una de las principales causas de la crisis.**

### Fed: ¿*mea culpa*?

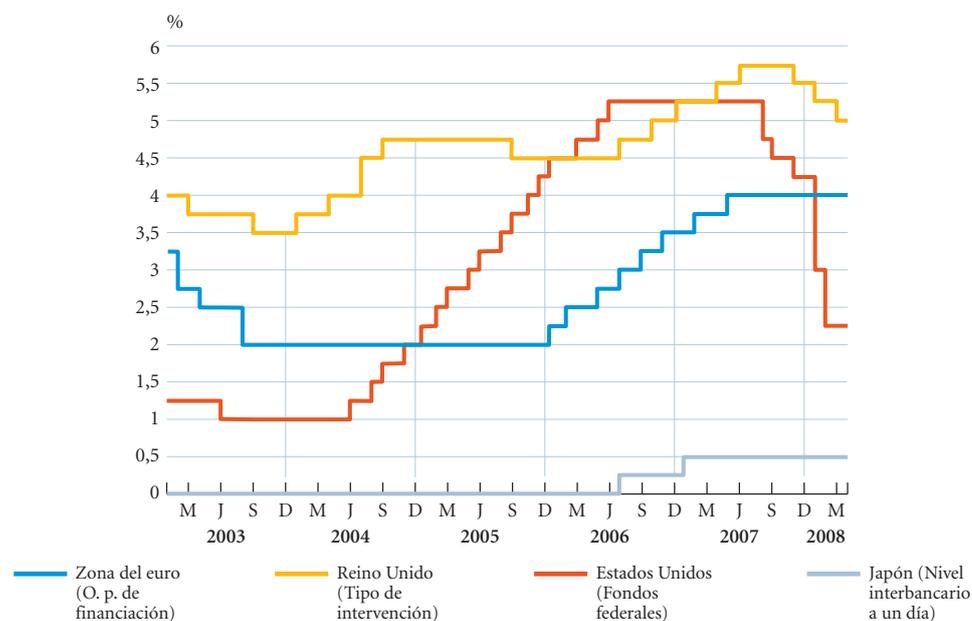
La crisis *subprime*, iniciada a mediados del pasado año, sigue lejos de resolverse. Mientras, los principales actores reflexionan. Este mes, el Fondo Monetario Internacional ha difundido su estimación sobre las pérdidas potenciales, directas e indirectas, de la crisis: casi un billón de dólares. ¿Quién es culpable? ¿Cómo nadie lo vio venir? A mediados de mes, el vicepresidente de la Reserva Federal vino a reconocer su parte de culpa al concluir que no hubo diligencia a la hora de valorar el riesgo asumido por las entidades de crédito. Según el portavoz de la Fed, tres factores provocaron ese error. El primero fue no creer que los precios de la vivienda

en Estados Unidos podían llegar a caer tanto como lo están haciendo. El segundo fue que los bancos basaron su decisión de tomar riesgo en los análisis de las agencias de *rating*, que se han demostrado erróneos. Finalmente, en algunos casos, sorprende el desconocimiento del riesgo asumido en algunos productos financieros de gran complejidad.

Pero el daño ya está hecho. En el acta de la última reunión de política monetaria de la Fed, publicada el 8 de abril, se reflejó el pesimismo del banco central indicando que la economía de Estados Unidos podría contraerse en el primer trimestre de este año, algo que ya no sorprende a nadie. Preocupa la posibilidad de una rece-

### EL BANCO DE INGLATERRA RECORTA EL TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTE: Bancos centrales.

## Ben S. Bernanke: nuevas medidas para nuevos problemas

Ben S. Bernanke fue nombrado presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos en febrero de 2006. El desafío al que se enfrentaba era probar que la excelencia demostrada en el ámbito académico era un buen aval para un cargo que exige tomar decisiones con rapidez y, a menudo, con mucha incertidumbre. Pero sobre todo, Bernanke tenía que sobrevivir al mito de Alan Greenspan, quien ocupó el cargo durante dos décadas y, para muchos, supo liderar a la economía estadounidense durante uno de los periodos más prósperos de su historia. El presidente saliente había demostrado con celeridad su capacidad de liderazgo, ya que con escasos meses en el cargo tuvo que enfrentarse al que hoy en día se conoce como *lunes negro*, día en el que los parqués más importantes del mundo se desplomaron. Con la crisis *subprime* y los riesgos de estanflación ha llegado la hora de que Ben S. Bernanke demuestre de lo que es capaz. Veamos pues lo que ha hecho hasta el momento, lo que ha conseguido y la capacidad de maniobra que le queda.

### MEDIDAS TOMADAS POR LA FED DESDE EL INICIO DE LA CRISIS *SUBPRIME* EN AGOSTO DE 2007

17 de agosto	Baja el tipo de interés del Crédito Primario, <i>Primary Credit</i> , de 100 puntos básicos a 50 puntos básicos por encima del tipo de interés de referencia y alarga el plazo máximo a 30 días.
18 de septiembre	Baja 50 puntos básicos el tipo de interés de referencia.
31 de octubre	Baja 25 puntos básicos el tipo de interés de referencia.
11 de diciembre	Baja 25 puntos básicos el tipo de interés de referencia.
12 de diciembre	Crea una línea de crédito a medio plazo, la <i>Term Auction Facility</i> , dotada de 60.000 millones de dólares y en la que todos los bancos comerciales, pero no los de inversión, pueden obtener financiación de forma anónima. Crea una línea de crédito con el Banco Central Europeo, dotada de 20.000 millones de dólares, y otra con el Banco Nacional Suizo, dotada de 4.000 millones de dólares.
22 de enero	Baja 75 puntos básicos el tipo de interés de referencia.
30 de enero	Baja 50 puntos básicos el tipo de interés de referencia.
7 de marzo	Aumenta la dotación de la <i>Term Auction Facility</i> de 60.000 a 100.000 millones de dólares.
11 de marzo	Crea una línea de crédito a medio plazo (repo), la <i>Term Securities Lending Facility</i> , para los bancos de inversión. Aumenta la dotación de las líneas de crédito con el BCE y el BNS a 30.000 y 6.000 millones de dólares, respectivamente.
14 de marzo	Aprueba un préstamo a JP Morgan Chase para que compre el banco de inversión Bear Stearns (29.000 millones de dólares).
16 de marzo	Baja el tipo de interés del Crédito Primario de 50 puntos básicos a 25 puntos básicos por encima del tipo de interés de referencia. Crea una línea de crédito a medio plazo, la <i>Primary Dealer Credit Facility</i> , para los bancos de inversión.
18 de marzo	Baja 75 puntos básicos el tipo de interés de referencia.

Para entender bien las acciones llevadas a cabo por la Fed y su capacidad de influir en el curso de la economía, resulta útil analizar cuál era la situación de su balance antes de que se desencadenara la crisis y cómo ha evolucionado desde entonces. El pasivo estaba compuesto principalmente por la base monetaria: el dinero en circulación y los depósitos (o reservas) que los bancos tienen en la Fed. El activo lo constituían activos de alta calidad y muy líquidos, principalmente deuda del Gobierno. Además, la Fed daba dos tipos de préstamos. El primero era a muy corto plazo, un día, y totalmente garantizado con la cesión de activos de alta calidad. Ésta es la principal herramienta de política monetaria: mediante las denominadas operaciones de mer-

cado abierto, unas subastas de liquidez, la Fed inyecta fondos en el sistema bancario. El precio resultante en estas subastas es el denominado *federal funds effective rate*, el tipo de interés efectivo de la Fed. El segundo tipo de préstamo que ofrecía la Fed es el Crédito Principal, o *Primary Credit*. Este préstamo es también a corto plazo, pero la variedad de activos que se pueden ofrecer como garantía es mucho más amplia. No obstante, el tipo de interés cobrado era un poco más alto: el de referencia más un 1%. Éste segundo instrumento es el que la Fed tenía preparado para ayudar a los bancos comerciales con problemas puntuales de liquidez, pero su uso ha sido relativamente escaso por el estigma que supone acudir a esta ventanilla de emergencia. Merece la pena recordar que lo que hace especial a la Fed, o cualquier banco central, es que su oferta de crédito puede llegar a ser ilimitada, ya que siempre puede aumentar el pasivo imprimiendo más dinero. Por supuesto, aumentos del tamaño del balance generan un incremento de la base monetaria que puede comprometer el objetivo de inflación.

### LA INESTABILIDAD DIFICULTA LA IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



FUENTES: Reserva Federal de los EEUU y elaboración propia.

Antes de que se desencadenara la crisis financiera, la Reserva Federal conseguía con facilidad que el tipo de interés resultante de sus operaciones de mercado abierto fuera prácticamente idéntico al objetivo fijado (véase gráfico anterior). Pero a partir de agosto del 2007, cuando algunos bancos empezaron a anunciar problemas relacionados con la crisis *subprime*, el mercado interbancario dejó de funcionar normalmente y las necesidades de liquidez del sector financiero pasaron a ser más impredecibles. La Reserva Federal respondió con una disminución del tipo de interés del Crédito Primario de 50 puntos básicos y alargó el plazo máximo de este préstamo a 30 días. Además, la Fed bajó el tipo de interés de referencia del 5,25% a principios de septiembre al 4,25% en diciembre. El objetivo era claro: dar un soplo de aire fresco al sector financiero rebajándole el coste de financiación.

Sin embargo, en diciembre todo indicaba que las medidas tomadas no eran suficientes para retornar la normalidad al mercado interbancario. Había principalmente tres motivos: el estigma asociado al Crédito Primario li-

mitaba su uso, la liquidez inyectada a través de las operaciones de mercado abierto no llegaba a todos los bancos porque muchos de los que estaban en problemas eran europeos, y la volatilidad de los mercados hacía difícil valorar algunos activos financieros, generando desconfianza entre los participantes en el mercado interbancario.

Para solucionar estos problemas, Bernanke tomó medidas más innovadoras. Creó la Term Auction Facility (TAF), un instrumento a través del cual, anónimamente, todos los bancos podían obtener un crédito de la Fed por un plazo de aproximadamente un mes. Además, podían ofrecer como garantía un amplio abanico de activos valorados a un precio que, en algunos casos, excedía al de mercado. Por otro lado, cerró un acuerdo con el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza para inyectar liquidez en dólares a sus mercados, y bajó el tipo de interés de referencia 125 puntos básicos adicionales. Los efectos fueron inmediatos, se redujeron las tensiones en el mercado interbancario y mejoró la implementación de la política monetaria, pero temporales. En marzo, creó dos nuevos instrumentos de crédito, la Term Securities Lending Facility y la Primary Dealer Credit Facility, que permiten inyectar liquidez directamente a los bancos de inversión. Ese mismo mes, la Fed aprobó un préstamo a JP Morgan para rescatar a Bear Stearns, uno de los bancos de inversión más grandes de Estados Unidos cuyos graves problemas de liquidez amenazaban su solvencia. Con esa acción, no sólo evitó la bancarrota, sino también el posible contagio al resto de entidades.

Estas medidas consiguieron disminuir las necesidades de liquidez del sistema financiero estadounidense, y así lo refleja la moderación gradual de las tensiones en el mercado interbancario y la menor volatilidad del tipo de interés efectivo en las operaciones de mercado abierto. Sin embargo, también es cierto que estas variables todavía se encuentran lejos de sus valores habituales. Además, los recientes datos de inflación limitan la capacidad de la Fed de seguir bajando los tipos de interés. ¿Cuál es el margen de maniobra que le queda? La respuesta la encontramos en la composición actual de su balance. Como nos muestra la tabla siguiente, los nuevos instrumentos puestos en marcha han supuesto un profundo cambio en la composición del balance. Sin embargo, como han

### LAS MEDIDAS IMPULSADAS POR LA FED REDUCEN LAS TENSIONES EN EL MERCADO INTERBANCARIO MUY GRADUALMENTE

Diferencia entre el tipo interbancario a tres meses y el bono del Tesoro a tres meses



FUENTES: Datastream y elaboración propia.

## LAS MEDIDAS TOMADAS POR LA FED CAMBIAN PROFUNDAMENTE LA COMPOSICIÓN DE SU BALANCE

Millones de dólares

Activo			Pasivo		
	4 de julio de 2007	9 de abril de 2008		4 de julio de 2007	9 de abril de 2008
Deuda del Gobierno	790.531	560.817	Dinero en circulación	814.826	815.160
Activos cedidos por los bancos	27.179	99.179	Reservas de los bancos	10.888	6.801
Crédito Principal	18	10.182	Otros pasivos y capital	83.385	96.866
Crédito a plazo					
A bancos comerciales ( <i>term auction facility</i> )	–	100.000			
A bancos de inversión ( <i>primary dealer credit</i> )	–	32.562			
Oro	11.041	11.041			
Otros activos	80.330	105.046			
<b>Total</b>	<b>909.099</b>	<b>918.827</b>	<b>Total</b>	<b>909.099</b>	<b>918.827</b>

FUENTES: Reserva Federal de los EEUU y elaboración propia.

ido acompañados por una disminución de la deuda del Gobierno en cartera, el tamaño del balance no ha aumentado significativamente. Esto es muy importante: son medidas que no expanden la base monetaria y, gracias a ello, no generan presiones inflacionistas. Así pues, si bien la política monetaria tradicional vía cambios de los tipos de interés parece estar limitada por un nivel de inflación demasiado alto para las preferencias de la Reserva Federal, las otras medidas tomadas por la Fed, orientadas a garantizar la liquidez en plazos intermedios, todavía tienen un amplio recorrido antes de que requieran expandir la masa monetaria.

En la cena del 90 cumpleaños de Milton Friedman, Ben S. Bernanke les dijo a él y a Anna Schwartz, coautores del libro de referencia sobre la Gran Depresión, «por lo que respecta a la Gran Depresión, estáis en lo correcto, nosotros (la Fed) la creamos. Lo sentimos mucho. Pero gracias a vosotros no lo volveremos a hacer». Aunque algunos se apresuren a comparar el estrés por el que está pasando el sector financiero americano con el de entonces, la rapidez y la capacidad de respuesta de Bernanke indican que los errores del pasado no se están volviendo a cometer y, de momento, Bernanke parece haber aprendido la capacidad de liderar del maestro Greenspan. Sólo el tiempo nos dirá si las medidas innovadoras son o no suficientes para retornar a una situación de normalidad, aunque todo parece indicar que el camino tomado es el correcto.

### El Banco de Inglaterra recorta tipos e implementa un nuevo plan para aumentar la liquidez.

sión larga e intensa de la primera economía mundial. Por este motivo el mercado descuenta una nueva bajada del tipo de referencia en la próxima reunión del banco emisor, el 30 de abril.

Otro protagonista que también parece ir entrando en razón es el Banco de Inglaterra. El 10 de abril recortó el tipo de referencia 25 puntos básicos para dejarlo en el

5%. La autoridad monetaria justificaba el movimiento por el empeoramiento del acceso al crédito por parte de los agentes económicos, aun reconociendo el riesgo de inflación. Pero sobre todo destaca que el Banco de Inglaterra ha dado la vuelta al enfoque inicial con que afrontó la crisis financiera y que fue responsable en cierta medida de la crisis del banco Northern Rock.

Así, el banco central del Reino Unido ha lanzado un plan de 50.000 millones de libras esterlinas para otorgar liquidez al mercado interbancario. Por ese valor, las instituciones de crédito podrán canjear temporalmente hipotecas por bonos del tesoro. El objetivo, según el gobernador King, es mejorar la liquidez en el sistema bancario. El plan anunciado el 21 de abril tiene algunas condiciones. Entre éstas se incluye que el intercambio será válido por un periodo de un año, aunque renovable en un total de tres años. Pero sólo se podrá aplicar a hipotecas firmadas antes del final de 2007 y los bonos no pueden utilizarse para conceder más préstamos. Para evitar que el contribuyente inglés acabe asumiendo las pérdidas en estas hipotecas, se exige a los bancos un colateral superior al valor que obtendrán por los bonos del Tesoro entregados a cambio.

La historia es diferente en la eurozona, donde el Banco Central Europeo (BCE), en su Consejo de Gobierno celebrado el 10 de abril, volvió a mantener el tipo de interés oficial en el 4,00% por noveno mes consecutivo. La posición del BCE sigue siendo la misma: riesgos a la baja del crecimiento pero al alza en inflación. Y este último riesgo impide al BCE un recorte del tipo de referencia. El vigoroso crecimiento de la masa monetaria M3, un 11,3% anual, y de los préstamos concedidos al sector privado es citado por el banco central como una prueba de que actualmente no existe un problema grave de restricción de oferta de crédito.

Para el banco emisor, tiene mucha importancia el crecimiento del crédito a empresas no financieras, cuyo último dato de un 14,8% anual representa tres veces el crecimiento nominal del producto interior bruto de la eurozona. En definitiva, desde la óptica del BCE la crisis hipotecaria *subprime* iniciada en agosto del año pasado todavía no ha perjudicado sensiblemente el dinamismo del crecimiento

en la concesión de crédito empresarial para el conjunto de la eurozona.

El gobernador del BCE, Jean-Claude Trichet, en su comparecencia en la rueda de prensa tras el Consejo, comentó que la inflación se situará por debajo del 2% en un horizonte temporal de un año y medio. Hay que recordar que el mandato de estabilidad de precios del BCE está cuantificado como una inflación cercana pero por debajo del 2% a medio plazo.

Incluso algunos miembros del Consejo del BCE, ante el incremento de la inflación en la eurozona, han hablado abiertamente de una posible subida del tipo oficial. Por ejemplo, Weber, presidente del Bundesbank, afirmó que el BCE debe plantearse si el tipo de interés actual es suficientemente alto como para controlar una inflación cuyo nivel considera intolerable. Este es el segundo miembro que realiza estas reflexiones, pues Mersch, presidente del Banco Central de Luxemburgo, también afirmó que el BCE no puede recortar el tipo de interés ante la perspectiva de que la inflación en la eurozona sea superior al 2% en el año 2009. Otro miembro, Liikanen, gobernador del banco central de Finlandia, comentó que el BCE tiene la obligación de conseguir bajar la inflación por debajo del 2% en los próximos 18 meses como objetivo principal. En definitiva, todos los comentarios apuntan a que de momento el BCE no piensa bajar el tipo de interés de referencia en los próximos meses, salvo que surgiera algún imprevisto.

Pasando a Asia, el 9 de abril el parlamento japonés nombró un nuevo gobernador para el Banco Central de Japón. Shirakawa, de 58 años, es un tecnócrata experto en política monetaria que ha formado parte del comité decisorio del banco desde 2002. Se ocupó de forma interina de la dirección del mismo tras el fin del mandato del anterior gobernador Fukui. Su experiencia internacional será un activo im-

**En cambio, el BCE sigue preocupado por la inflación...**

**...incluso algunos miembros del Consejo hablan de la posibilidad de subir el tipo de referencia.**

**China vuelve a incrementar el coeficiente de reserva y el Banco de Japón estrena nuevo gobernador.**

portante en medio de las turbulencias actuales. El nuevo gobernador ha afirmado que quizá serán necesarias inyecciones de capital público para solucionar el problema del sistema bancario en los Estados Unidos. Situación que considera tiene similitudes con lo que sucedió en el sistema financiero japonés tras la explosión de la burbuja financiera a finales de los años ochenta en Japón.

una inflación que se mantiene por encima del 8% en una economía resistente a la fuerte tormenta de nieve del mes de marzo y en el que tanto las ventas minoristas como la producción industrial crecen a ritmo de dos dígitos. En la nota en la que comunica su decisión, el banco central chino indica la continuidad de su política de restricción monetaria para guiar el crédito hacia crecimientos más moderados.

**En la eurozona, el mercado interbancario sigue sin normalizarse: suben los tipos de interés, lo que complica la vida a empresas y consumidores.**

En China, el banco central volvió a decidir un nuevo incremento en el coeficiente de reserva, medio punto porcentual, pasando del 15,5% al 16,0%. Desde mediados del año 2006, es la decimosexta vez que se toma una medida similar. De momento, no ha servido para controlar

**Los tipos de interés repuntan por menor liquidez y riesgo inflacionista**

El mercado interbancario de la eurozona ha vuelto a tensionarse alcanzando los

**TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES**

En porcentaje anual

	Zona del euro		Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza	
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5) Tres meses    Un año	Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	
<b>2007</b>									
Marzo	3,75	3,92    4,18	5,25	5,35	0,67	5,25	5,62	2,27	
Abril	3,75	4,02    4,30	5,25	5,36	0,67	5,25	5,73	2,32	
Mayo	3,75	4,12    4,46	5,25	5,36	0,69	5,50	5,81	2,42	
Junio	4,00	4,18    4,53	5,25	5,36	0,76	5,50	6,00	2,67	
Julio	4,00	4,26    4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63	
Agosto	4,00	4,74    4,78	5,25	5,62	0,97	5,75	6,69	2,86	
Septiembre	4,00	4,79    4,73	4,75	5,23	1,03	5,75	6,30	2,82	
Octubre	4,00	4,60    4,60	4,50	4,89	0,90	5,75	6,28	2,68	
Noviembre	4,00	4,81    4,69	4,50	5,13	0,99	5,75	6,61	2,62	
Diciembre	4,00	4,68    4,75	4,25	4,70	0,90	5,50	5,99	2,63	
<b>2008</b>									
Enero	4,00	4,37    4,32	3,00	3,11	0,87	5,50	5,58	2,59	
Febrero	4,00	4,38    4,38	3,00	3,06	0,96	5,25	5,74	2,72	
Marzo	4,00	4,73    4,73	2,25	2,69	0,91	5,25	6,00	2,78	
Abril (1)	4,00	4,79    4,80	2,25	2,91	0,92	5,00	5,89	2,85	

NOTAS: (1) Día 21.  
 (2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 3-8-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%), 7-12-06 (3,50%), 8-3-07 (3,75%), 6-6-07 (4,00%).  
 (3) Últimas fechas de variación: 11-12-07 (4,25%), 22-01-2008 (3,50%), 30-01-2008 (3,00%), 18-03-2008 (2,25%).  
 (4) Últimas fechas de variación: 10-5-07 (5,50%), 5-7-7 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-2-08 (5,25%), 10-4-08 (5,00%).  
 (5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

niveles que se vieron al inicio de la crisis hipotecaria *subprime* en agosto del año pasado. Por ejemplo, el tipo de interés euríbor a 3 meses cotiza un 4,79%, el mismo nivel que en septiembre del año 2007. En el caso del euríbor a 1 año, éste ha alcanzado un máximo desde el inicio de este año de 4,80%.

¿Por qué no se normalizan los tipos? Una primera razón es que a pesar de todo el esfuerzo por inyectar liquidez por parte del BCE, todavía no se ha conseguido normalizar la situación. La incertidumbre hace que las instituciones de crédito sigan siendo reacias a prestarse entre ellas. Es decir, el BCE deberá seguir inyectando liquidez. La segunda conclusión es que el encarecimiento del crédito deberá repercutirse a los clientes, sean estos empresas o familias. Las primeras verán aumentar su línea de gasto financiero en sus cuentas de resultados. Las familias seguirán observando un panorama de mayor dificultad para endeudarse por el encarecimiento de los préstamos y de reducción de su capacidad de consumo en los próximos meses.

En el caso de los mercados interbancarios de Estados Unidos y Reino Unido, pudieran parecer que sus bancos centrales han conseguido su objetivo, normalizar sus mercados financieros. Pero si bien es cierto que los niveles de tipos de interés son

inferiores a los de hace unos meses, se debe a las bajadas del tipo de referencia, pues permanecen los altos diferenciales, reflejo de problemas de liquidez.

En Estados Unidos si un banco quiere pedir prestado en el mercado interbancario a tres meses debe pagar un tipo de interés del 2,91%, mientras que actualmente el tipo de interés libre de riesgo a ese plazo, es decir, las letras del tesoro norteamericano a tres meses cotizan un 1,34%. El diferencial entre ambos tipos de interés es de 1,57%, que es asimilable a la prima de riesgo adicional por la percepción de la posibilidad de impago de la contrapartida a la que se le deja dinero. El mismo comentario puede hacerse en el caso británico.

La excepción ha sido Japón, donde tras el inicio de la crisis el tipo interbancario a tres meses se mueve en un rango estrecho entre 0,87% y 1,03%. El motivo quizá sea que a pesar de la publicación de las pérdidas en los bancos japoneses, éstas han sido muy reducidas en comparación con los bancos europeos y norteamericanos.

En cambio, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo han repuntado de forma generalizada. Varios motivos explican este movimiento, pero el más importante es el cambio en cuanto a la percepción de la inflación. Cabe recordar que

**Tampoco los mercados interbancarios del Reino Unido y los Estados Unidos han resuelto el problema.**

**También suben los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo para compensar la inflación.**

## TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Deuda pública a 10 años, final del periodo, en porcentaje anual

	2005	2006	2007		2008	
			Septiembre	Diciembre	Marzo	21 abril
Estados Unidos	4,39	4,70	4,59	4,02	3,41	3,77
Japón	3,31	1,69	1,69	1,51	1,28	1,46
Eurozona	1,48	3,95	4,33	4,33	3,9	4,13
Reino Unido	4,10	4,74	5,01	4,51	4,35	4,73
Suiza	1,97	2,52	3,01	3,05	2,92	3,18

FUENTE: Bloomberg.

## LOS INVERSORES PIDEN UN TIPO DE INTERÉS MÁS ALTO

Tipo de interés de la deuda pública a diez años



FUENTE: Bloomberg.

### La rentabilidad de la deuda a largo plazo en el Reino Unido supera holgadamente la tasa de inflación.

con una inflación del 3,3% en la eurozona en el mes de febrero, el tipo de interés real a 10 años, esto es, el tipo que paga un bono de deuda pública en euros a 10 años menos la inflación, ofrecía una rentabilidad real de sólo un 0,6%. Tras la subida de la inflación al 3,6% en marzo, si se hubiera mantenido el mismo tipo de interés del bono, la rentabilidad real se hubiera reducido al 0,3% por año. A todas luces una rentabilidad insuficiente, por lo que los inversores han exigido una mayor rentabilidad empujando el tipo de interés del bono a 10 años en la eurozona al 4,13%.

Incluso en el caso de Estados Unidos, con la inflación en el 4%, el tipo de interés real que se consigue invirtiendo en la deuda pública de este país es negativo. Además, para un inversor extranjero incluye el riesgo de divisa, es decir, que el dólar se deprecie y pierda dinero por este motivo. Situación, en cambio, compensada en el Reino Unido con una inflación del 2,5%, mientras que la deuda a largo plazo ofrece una rentabilidad nominal del 4,73%.

Incluso en Japón, donde el fuerte incremento del precio del petróleo y de las materias primas agrícolas ha permitido abandonar la deflación, presenta rentabilidades muy ajustadas, pues siendo la inflación del 1% su bono de referencia paga un 1,46% anual.

### El cambio euro-dólar toca el 1,60

El grupo del G7, formado por los países más ricos del mundo, reunido durante el segundo fin de semana de abril, publicó un comunicado en el que ponía de relieve las dificultades actuales motivadas por la crisis financiera. Uno de los apartados clave fue la inclusión de la afirmación sobre la preocupación generada por las intensas fluctuaciones de las divisas y sus posibles implicaciones para la estabilidad económica y financiera. Incluso se felicitaba a China por permitir una mayor apreciación de su divisa, aunque se le animaba a que acelerara el proceso.

### El G7 intenta frenar el dólar verbalmente pero sin éxito.

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-04-08

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	103,3	3,6	-8,2	-14,9
Libra esterlina	0,505	0,0	0,2	1,0
Franco suizo	1,010	0,0	-12,3	-19,8
Dólar canadiense	1,006	-1,7	0,8	-11,5
Peso mexicano	10,528	-1,9	-3,6	-4,2
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,592	3,1	9,1	17,2
Yen japonés	164,4	7,0	0,8	2,0
Franco suizo	1,607	3,2	-2,8	-2,2
Libra esterlina	0,803	3,1	9,3	18,4
Corona sueca	9,364	-0,6	-0,8	1,9
Corona danesa	7,461	0,0	0,0	0,1
Zloty polaco	3,415	-3,4	-5,2	-9,7
Corona checa	25,10	-1,3	-5,4	-10,4
Forint húngaro	252,5	-1,9	-0,2	3,0

NOTA: (\*) Un signo positivo indica una apreciación del dólar (primer grupo) o del euro (segundo grupo).

FUENTE: Bloomberg.

Los gobernadores de los bancos centrales y ministros de economía del G-7 realizaban la advertencia con respecto a la rapidez en la depreciación del dólar contra el euro. Sin embargo, el mercado de divisas no hizo el menor caso al comunicado. La posición de lucha antiinflacionista del BCE impide a corto plazo bajar el tipo de referencia. Además, a Estados Unidos le favorece una depreciación de su divisa, pues así sus exportaciones ganan competitividad. Todo ello favorece la tendencia actual de depreciación del dólar contra el euro, que ha llegado a alcanzar una cotización de 1,60 dólares a finales de abril.

El euro no sólo se ha apreciado contra el dólar sino también contra otras monedas. Frente al yen japonés se ha apreciado un 7% en el último mes. El motivo es que un incremento de la aversión al riesgo impulsa a los inversores a deshacer las posi-

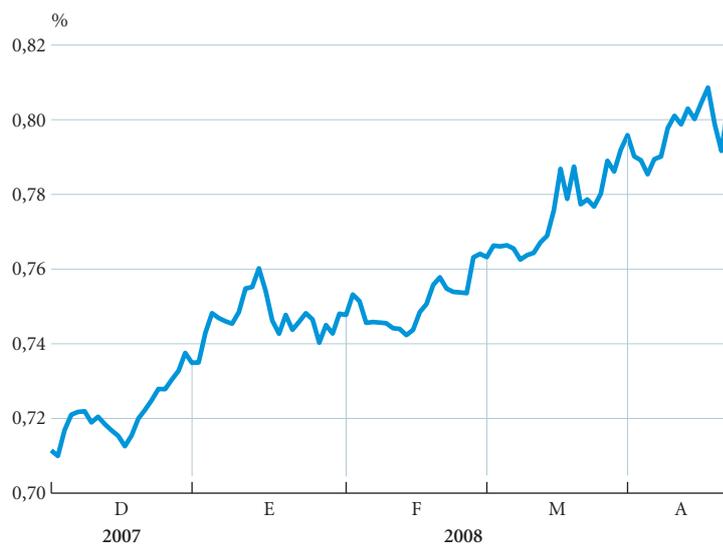
ciones de endeudamiento en yenes para adquirir activos en otras divisas, aprovechando el diferencial de tipos de interés. También el euro se ha apreciado un 3,1% contra la libra esterlina en el último mes, pero es una tendencia persistente pues la divisa británica ha perdido un 9,3% de su valor contra el euro desde el inicio del año. El mercado de divisas cree que el problema inmobiliario en el Reino Unido supondrá nuevas bajadas por parte del Banco de Inglaterra.

Las divisas que se han apreciado con respecto al euro son las de Europa del Este, entre ellas el zloty polaco, la corona checa y el forint húngaro. El motivo principal es una política monetaria más restrictiva en estos países. Por ejemplo, el banco central de Hungría, el 31 de marzo, subió el tipo de referencia del 7,75% al 8%. También en marzo el banco central polaco subió el tipo oficial del 5,50% al

**El euro se aprecia contra el dólar, el yen japonés y la libra esterlina.**

## UN EURO COMPRA MÁS PENIQUES

Tipo de cambio euro-libra esterlina



FUENTE: Bloomberg.

**Las divisas del Este de Europa se aprecian contra el euro porque los bancos centrales de la zona están subiendo los tipos de referencia.**

5,75%. El motivo de estas subidas es la inflación, que va desde el 4,1% de Polonia hasta el 7,1% de la República Checa.

### Recuperación en las bolsas

Tras la fuerte caída del mes de enero, la estabilización de febrero y la nueva caída en marzo, los inversores han vuelto a comprar la renta variable. Dos factores han ayudado a este cambio de tendencia. El primero y más importante ha sido la rápida publicación de las pérdidas bancarias provocadas por la crisis hipotecaria *subprime*. Además, muchas entidades han aprovechado para anunciar e implementar recapitalizaciones para reforzar los ratios de sus balances.

Todas estas recapitalizaciones son una fuerte señal de confianza en que las entidades afectadas puedan reconducir su situación. En definitiva, se invierte en instrumentos emitidos por una institución de crédito, sean acciones o bonos, porque

se considera que la rentabilidad potencial de la inversión compensa el riesgo.

El segundo factor es la fuerte caída desde el inicio del año. Los precios mínimos alcanzados durante el mes de marzo de numerosas compañías que cotizan en los índices de bolsa descontaban un escenario extremadamente negativo. Escenario que tras las intervenciones de los bancos centrales así como de otros organismos públicos parece que puede evitarse. Es decir, las expectativas de los inversores se han tornado más optimistas respecto a los peores escenarios de riesgo para los beneficios de las compañías.

La recuperación ha sido intensa en las bolsas europeas. Por ejemplo, las bolsas de Milán, Ámsterdam y Londres han subido más de un 10% en el último mes. En cambio, el índice selectivo español, IBEX 35, en el mismo periodo sólo ha subido un 5,9%. Pero en realidad hay que tener en cuenta que la española, junto a la bolsa de Ámsterdam son las dos bolsas que desde

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-04-08

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.825,0	3,8	-3,3	-1,1
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.388,2	4,4	-5,5	-6,5
<i>Nasdaq</i>	2.408,0	6,6	-9,2	-4,7
Tokio				
	13.547,8	8,5	-11,5	-22,4
Londres				
	6.053,0	10,2	-6,3	-6,7
Zona del euro				
<i>Francfort</i>	3.769,9	7,5	-14,3	-14,6
<i>París</i>	6.786,6	7,4	-15,9	-7,6
<i>Amsterdam</i>	4.894,5	8,0	-12,8	-17,6
<i>Milán</i>	469,3	10,2	-9,0	-12,5
<i>Madrid</i>	33.663,0	10,8	-12,7	-22,7
<i>Zurich</i>	13.728,9	5,9	-9,6	-9,0
Zurich				
	7.358,2	5,0	-13,3	-21,7
Hong Kong				
	24.641,2	16,7	-11,4	19,8
Buenos Aires				
	2.201,6	9,3	2,3	-0,7
São Paulo				
	64.922,7	10,1	1,6	31,4

NOTA: (\*) Nueva York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq Composite; Tokio: Nikkei 225; Zona euro: DJ Eurostoxx 50; Londres: Financial Times 100; Francfort: DAX; París: CAC 40; Amsterdam: AEX; Milán: MIBTEL; Madrid: IBEX 35 de las bolsas españolas; Zurich: Swiss Market Index; Hong Kong: Hang Seng; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.

FUENTE: Bloomberg.

## RECUPERACIÓN EN LA BOLSA

Índice de bolsa europeo DJ Eurostoxx50



FUENTE: Bloomberg.

**El mercado interbancario, la inflación y el mercado laboral son variables clave para seguir la evolución de las bolsas.**

el inicio del año han recortado menos en comparación con el resto de índices europeos.

En el caso del IBEX 35, no puede hablarse de sectores que lo hayan hecho mejor que otros, pues lo inversores, sin menoscabo de sobreponderar los sectores más defensivos, han distinguido en cada uno de ellos a las compañías que consideran están gestionando de forma más brillante este momento de dificultad económica.

Un indicador avanzado de lo que podría pasar en los próximos meses es el mercado interbancario. El tipo de interés euríbor a un año suele utilizarse como nivel de referencia para fijar el precio de muchos préstamos, hipotecarios, empresariales, etc. Una normalización de este mercado sería deseable para evitar que tanto empresas como consumidores tuvieran

que mantener costes financieros de su endeudamiento más altos durante un largo periodo de tiempo. En definitiva, la cotización de una acción de cualquier compañía refleja las expectativas de beneficios futuros. Si a las empresas les aumenta el gasto financiero y a sus clientes les disminuye su renta disponible para consumir, los beneficios sólo pueden caer.

Si bien todos los datos económicos proporcionan información fundamental, en los próximos meses hay que fijarse con mayor atención en tres variables clave. En primer lugar, los tipos de interés del mercado interbancario a ambos lados del Atlántico; en segundo lugar, la evolución de la inflación en todo el mundo; y, en tercer lugar, el dinamismo del mercado laboral en Estados Unidos, para poder entender las decisiones que tomaran los inversores en los próximos meses.

## Actividad económica

### Marcada desaceleración económica en el primer trimestre

Aunque los indicadores económicos disponibles del primer trimestre de este ejercicio son incompletos, se constata que la desaceleración económica de los últimos periodos se ha intensificado. Además, la tendencia apunta a una continuación de la ralentización de la actividad económica debido sobre todo a la evolución de la inversión en construcción y al consumo de las familias.

El Ministerio de Economía, de acuerdo con estas tendencias, ha recortado las previsiones de crecimiento para 2008 y los próximos años. Para este ejercicio, se espera un avance del producto interior bruto del

2,3%, frente al 3,1% esperado en el pasado mes de diciembre. Esta desaceleración ralentizará la creación de empleo y llevará la tasa de paro hasta el 10,0% en 2009.

Pero, ¿cómo afecta la aminoración del ritmo de crecimiento económico a las empresas? El avance de la central de balances del Banco de España referido al conjunto de 2007 permite una primera valoración. Los gastos de personal aumentaron menos que en el año anterior hasta un 4,4%, producto de la deceleración de la creación de empleo y de un moderado ritmo de incremento de las remuneraciones medias. No obstante, el excedente de explotación se ralentizó hasta un crecimiento anual del 5,5%, superior, sin embargo, al anotado en 2005.

**La construcción y el consumo de las familias explican la ralentización económica.**

### ESCENARIO MACROECONÓMICO DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA PARA EL PERIODO 2008-2011

Variación real en %	2007	2008	2009	2010	2011
<b>PIB real</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>
PIB nominal	7,0	5,5	5,0	5,6	6,0
Consumo final privado	3,2	2,2	2,2	2,3	2,4
Consumo final AAPP	5,1	4,8	3,8	3,6	3,4
Formación bruta capital fijo	5,9	1,5	1,5	3,1	4,0
Demanda nacional (*)	4,6	2,6	2,4	2,9	3,2
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,9	5,6	5,9
Importación de bienes y servicios	6,6	4,1	3,7	4,7	5,0
Sector exterior (*)	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Empleo (**)	3,0	1,2	1,1	1,6	1,8
Tasa de paro (***)	8,3	9,8	10,0	9,6	8,9
Productividad	0,8	1,0	1,2	1,2	1,3

NOTAS: (\*) Contribución al crecimiento en puntos porcentuales

(\*\*) Equivalente tiempo completo.

(\*\*\*) Sobre población activa.

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

**Ligera deceleración del excedente de explotación de las empresas...**

**...pero las rentabilidades se mantienen en niveles altos.**

**Modesta recuperación de la producción industrial.**

Los ingresos financieros se aceleraron a consecuencia de la subida de los tipos de interés hasta un aumento anual del 22,8%. Los gastos financieros experimentaron un ascenso superior, del 33,6%, debido también a un mayor endeudamiento, en parte por importantes operaciones de compra de acciones efectuadas a lo largo de 2007. Con todo, los gastos financieros aumentaron menos que en 2006. De esta manera, el resultado ordinario neto creció el 5,7% en relación con 2006, aumento superior al registrado en 2006. Las plusvalías experimentaron un elevado aumento anual del 95,3%, pero las provisiones e impuestos ascendieron un alto 84,2%. De esta forma, el resultado neto subió el 14,9% con relación a 2006, si bien fue inferior al incremento del año precedente.

A resultas de esta evolución, las ratios de rentabilidad de las empresas no financieras se mantuvieron en niveles elevados. La rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos) fue del 8,6%. El diferencial de rendimiento con respecto al coste financiero fue claramente positivo.

Volviendo a los indicadores de actividad más recientes, y desde la óptica de la oferta, en los primeros meses de 2008 la producción industrial se ha recuperado en cierta medida. Los sectores industriales más dinámicos en el primer bimestre fueron la energía, los bienes de equipo y los de consumo no duradero, mientras que los bienes de consumo duradero y los intermedios experimentaron una contracción en términos anuales. No obstante, la fabricación de material y equipos electrónicos registró una gran expansión. Por otra parte, las entradas de pedidos en la industria subieron el 5,8% entre enero y febrero con relación al mismo periodo de 2007. Este indicador adelantado sugiere un moderado ritmo de actividad industrial en los próximos meses.

En cuanto a la construcción, los indicadores disponibles apuntan a una ralentización de la actividad, debido sobre todo al mercado de la vivienda. Así, el consumo aparente de cemento en el primer trimestre de 2008 bajó el 14,5% en relación con el mismo periodo del año anterior.

**CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS**

Tasas de variación anual

	2005	2006	2007
Valor de la producción	12,2	10,4	5,9
Consumos intermedios	17,2	12,3	6,3
<b>Valor añadido bruto (VAB)</b>	<b>3,4</b>	<b>6,7</b>	<b>5,1</b>
Gastos de personal	4,0	5,3	4,4
<b>Resultado económico bruto de explotación</b>	<b>3,0</b>	<b>7,8</b>	<b>5,5</b>
Ingresos financieros	24,7	13,3	22,8
Gastos financieros	5,0	39,8	33,6
Amortizaciones y provisiones	-0,4	2,0	-1,3
<b>Resultado ordinario neto</b>	<b>11,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>
Plusvalías e ingresos extraordinarios	26,5	50,1	95,3
Minusvalías y gastos extraordinarios	61,1	-27,4	26,3
Provisiones e impuestos	-41,9	61,6	84,2
<b>Resultado neto</b>	<b>40,7</b>	<b>18,0</b>	<b>14,9</b>

FUENTE: Banco de España.

En el primer trimestre el precio medio por metro cuadrado de las viviendas aumentó el 3,8% con relación al mismo periodo de 2007. De esta manera, el precio real de las viviendas, es decir, descontando la inflación, resultó negativo por primera vez desde finales de 1997. Esto fue el resultado de una menor demanda después de los altos precios alcanzados. Así, el número de compraventas de viviendas en enero bajó el 27,1% comparado con el mismo mes de 2007. Asimismo, el número de hipotecas sobre vivienda descendió el 25,7% respecto al mismo mes del año pasado. En este entorno, el número de visados de obra nueva de vivienda cayó el

50,1% en enero en relación con un año antes, lo que indica una fuerte caída de la inversión en la construcción residencial en el futuro próximo.

La coyuntura va mejor en los servicios. La cifra de negocios en los servicios en enero-febrero de 2008 se elevó el 6,9% en relación con el mismo periodo del año anterior. Las ramas que pulsaron con más vigor fueron los servicios a empresas, como la publicidad, y el transporte. En cuanto al turismo, el número de turistas extranjeros se elevó el 5,3% en los tres primeros meses del ejercicio con relación al mismo periodo de 2007.

## Dinamismo de los servicios a las empresas.

### INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad (1)	3,9	4,2	5,3	4,4	2,1	4,9	3,5	3,3	2,9
Índice de producción industrial (2)	3,9	1,9	4,2	2,5	1,1	-0,2	0,3	1,8	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,7	-0,3	2,3	0,7	-0,7	-3,3	-4,0	-8,0	-9,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,5	81,3	80,6	81,3	82,1	81,1	-	81,3	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	10,5	8,0	8,1	8,2	8,7	7,1	9,6	16,5	...
<b>Construcción</b>									
Consumo de cemento	8,5	0,4	5,5	-1,3	-1,0	-1,5	-7,9	-6,1	-27,4
Indicador de confianza en la construcción (3)	14,2	9,3	10,7	15,7	12,0	-1,3	-6,0	-18,0	-20,0
Viviendas (visados obra nueva)	18,6	-24,7	8,0	-15,0	-50,7	-33,6	-50,1	...	...
Licitación oficial	31,3	-15,2	13,3	-2,2	-30,0	-33,1	0,0	...	...
<b>Servicios</b>									
Ventas comercio minorista (6)	2,1	2,4	4,3	2,9	3,1	-0,3	-2,5	-2,7	...
Turistas extranjeros	4,1	1,6	4,7	0,1	1,4	1,6	0,9	6,5	7,4
Ingresos turismo	5,6	3,7	5,8	2,0	3,2	4,5	3,2	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-1,2	-4,4	-4,1	-6,5	-1,4	-5,3	-0,8	6,3	...
Tráfico aéreo pasajeros	6,8	9,0	9,5	7,1	10,5	8,6	6,9	10,1	6,8
Consumo de gasóleo automoción	5,5	4,6	6,1	3,3	4,2	4,7	2,1	...	...

NOTAS: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(3) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

(4) Encuesta de Coyuntura: porcentaje de utilización inferido de las respuestas.

(5) En volumen.

(6) Índice deflactado y corregido del efecto calendario.

FUENTES: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

## LIGERA RECUPERACIÓN DEL AHORRO EN EL ÚLTIMO TRIMESTRE DE 2007

Ahorro bruto sobre la renta disponible de las familias e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (\*)



NOTA: (\*) Media de los últimos cuatro trimestres móviles.

FUENTES: INE y elaboración propia.

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
<b>Consumo</b>									
Producción de bienes de consumo (*)	2,3	1,2	4,8	2,1	0,9	-2,7	1,8	1,4	...
Importación de bienes de consumo (**)	8,9	5,1	-1,1	5,6	8,4	7,7	-2,6	8,8	...
Matriculaciones de automóviles	-0,9	-1,2	-0,7	-2,4	-2,9	1,3	-12,7	0,7	-28,2
Crédito al consumo de bienes duraderos	14,5	10,0	13,8	9,6	6,9	9,9	-	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-12,3	-13,3	-10,7	-12,7	-12,3	-17,3	-20,0	-21,0	-19,0
<b>Inversión</b>									
Producción de bienes de equipo (*)	8,4	5,9	9,0	5,3	6,3	3,3	2,9	5,0	...
Importación de bienes de equipo (**)	3,2	9,8	20,1	11,0	-0,6	9,0	-18,3	-4,1	...
Matriculación de vehículos industriales	1,5	0,3	1,7	-2,2	-3,0	4,7	-31,0	-13,8	-39,8
<b>Comercio exterior (**)</b>									
Importaciones no energéticas	9,0	7,3	6,4	7,7	7,6	7,5	2,4	11,8	...
Exportaciones	5,6	4,2	3,0	2,8	6,7	4,6	3,0	7,3	...

NOTAS: (\*) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(\*\*) En volumen.

(\*\*\*) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

FUENTES: ANFAC, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea y elaboración propia.

Desde la perspectiva de la demanda, se observa la ralentización del consumo, especialmente de bienes duraderos. Así, las ventas de automóviles se redujeron el 15,3% en el primer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior. Aunque esta cifra está distorsionada por la eliminación del plan Prever, que incentivaba la renovación del parque automovilístico hasta 2007, y otros factores, constata la debilidad de la demanda. Las ventas de motocicletas registraron una bajada anual del 22,3% en enero-marzo. Igualmente, las ventas de electrodomésticos de línea blanca cayeron el 17,5% en el primer trimestre de 2008 en términos interanuales según la asociación sectorial Anfel. Esta evolución se explica sobre todo por el deterioro de la confianza de los consumidores, que en febrero anotó el peor nivel desde 1994. Sin embargo, en marzo mejoró levemente.

Cabe destacar que como lógica contrapartida a la tendencia a la ralentización del consumo, el ahorro de las familias ha dado señales de frenar su descenso con relación a la renta disponible. Así, después de haber marcado mínimos históricos en 2006, la tasa de ahorro de las familias se recuperó levemente en el cuarto trimestre de 2007 en porcentaje de la renta bruta disponible.

Por lo referente a la inversión en equipo, la producción de estos bienes subió el 4,0% en los dos primeros meses del año con relación al mismo periodo del año anterior, tasa inferior a la registrada en el tercer trimestre de 2007, pero superior a la del cuarto. La matriculación de vehículos de carga, no obstante, retrocedió, con una caída interanual del 29,5% en el primer trimestre de 2008. Por otro lado, las ventas interiores en las grandes empresas de bienes de equipo y software anotaron una subida interanual del 3,0% en febrero después de una bajada del 2,5% en enero.

En este contexto, el 18 de abril de 2008 el gobierno español aprobó un plan de medidas de estímulo económico. Las principales decisiones incluyen una deducción de 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, la eliminación del gravamen en el impuesto sobre el patrimonio, el alargamiento de los plazos de amortización de créditos hipotecarios en caso de familias con dificultades, estímulo a la financiación de vivienda protegida, refuerzo de la actividad de construcción de obra pública y facilidades para la recolocación de trabajadores.

### **Todas las comunidades autónomas crecen por encima del 3,5% en 2007**

Todas las comunidades autónomas experimentaron un fuerte crecimiento económico el año pasado, sensiblemente por encima de la media de la Unión Europea, situada en el 2,9%. Aragón lideró la expansión económica en 2007, con un robusto aumento del 4,5%, 7 décimas por encima de la media nacional. Esto fue impulsado por una intensa actividad constructora, favorecida por los trabajos de preparación de la Exposición Internacional de 2008, así como por la buena marcha de su sector manufacturero. También se situaron por encima de la media Castilla-La Mancha, Galicia y La Rioja, entre otras. En el lado opuesto, los menores incrementos fueron anotados por Asturias, Comunidad Valenciana y Cataluña.

Desde el año 2000 la comunidad autónoma con un crecimiento medio anual más alto es Murcia, del 3,9%, 5 décimas más que la media. A continuación figura Andalucía con un 3,7%. En el polo contrario, Baleares registró un incremento del 2,3%, seguida por Asturias con un 2,9%.

El PIB per cápita de la economía española en 2007 equivalió al 94,7% de la Unión Europea de veintisiete estados miembros.

**El Gobierno aprueba un plan de estímulo económico.**

**Aragón lidera el crecimiento económico en 2007 gracias en parte a la Expo.**

**Siete comunidades autónomas presentan un PIB per cápita superior a la media de la Unión Europea.**

## PRODUCTO INTERIOR BRUTO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Año 2007

	Producto interior bruto (*)		% variación real		PIB por habitante
	Millones de euros corrientes	% sobre total	2007	2000-2007	Euros corrientes
Andalucía	146.093	13,9	3,8	3,7	18.298
Aragón	32.601	3,1	4,5	3,5	25.361
Asturias	22.431	2,1	3,6	2,9	21.200
Baleares	25.944	2,5	3,8	2,3	25.238
Canarias	42.386	4,0	3,8	3,4	21.004
Cantabria	13.248	1,3	3,9	3,4	23.377
Castilla-La Mancha	36.202	3,4	4,2	3,6	18.564
Castilla y León	56.256	5,4	3,7	3,2	22.589
Cataluña	196.546	18,7	3,7	3,3	27.445
Comunidad Valenciana	102.403	9,8	3,7	3,4	21.239
Extremadura	17.302	1,6	3,9	3,6	16.080
Galicia	53.995	5,1	4,0	3,2	19.800
Madrid	183.032	17,4	3,9	3,6	29.965
Murcia	27.237	2,6	3,8	3,9	19.574
Navarra	17.698	1,7	3,8	3,3	29.483
País Vasco	65.147	6,2	3,9	3,1	30.599
La Rioja	7.642	0,7	4,0	3,0	24.717
Ceuta	1.578	0,2	3,9	3,4	21.994
Melilla	1.441	0,1	3,7	3,3	21.089
<b>Total</b>	<b>1.049.848</b>	<b>100,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>23.396</b>

NOTAS: (\*) El total no coincide con la suma de CCAA por incluir PIB no regionalizable.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

No obstante, siete comunidades autónomas (País Vasco, Madrid, Navarra, Cataluña, Aragón, Baleares y La Rioja) supe-

raron la media europea del PIB per cápita el año pasado, de 24.700 euros, según datos de Eurostat.

## Mercado de trabajo

### La tasa de paro se eleva al 9,6%

Las cifras de la encuesta de población activa del primer trimestre han constatado el deterioro del mercado de trabajo. La creación de ocupación ha seguido desacelerándose hasta una tasa de variación interanual del 1,7%. Dado que en el trimestre se destruyeron 74.600 empleos y que la tasa de actividad continuó aumentando hasta el 59,4%, las filas de los parados se engrosaron con 246.000 personas más. De este modo, la tasa de paro subió más de un punto porcentual, hasta el 9,6%.

En marzo continuó ralentizándose la creación de puestos de trabajo, si nos atenemos a las cifras de afiliación a la Seguri-

dad Social. Así, al final del primer trimestre el número de afiliados en alta era de 19.230.480 personas. Esta cifra suponía un aumento mensual de 54.243 afiliados, pero sólo representaba un incremento interanual del 0,8%, frente a una tasa de variación anual del 2,4% en el cuarto trimestre de 2007, lo que ilustra la aminoración del ritmo de generación de ocupación.

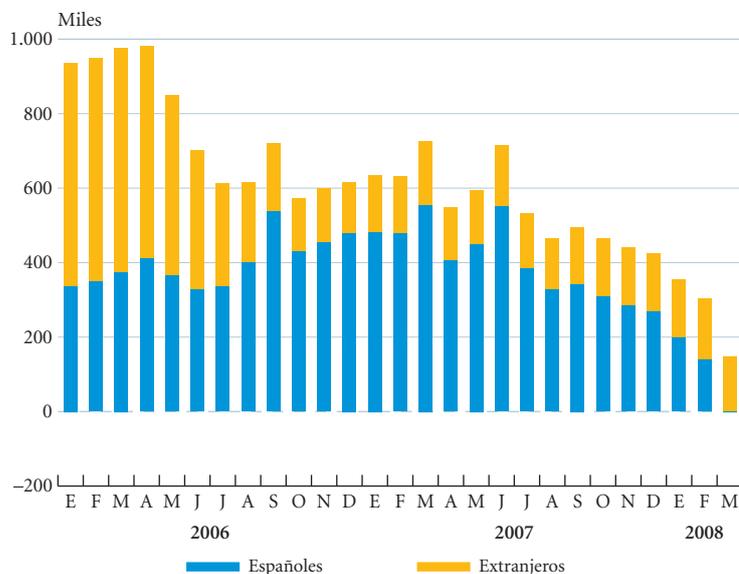
En efecto, el crecimiento anual relativo de marzo fue el menor desde 1994, a pesar de que el cómputo de marzo incluye por primera vez a unos miles de cuidadores de personas dependientes a raíz de la Ley de la Dependencia. Esto refleja la desaceleración económica, intensificada por las recientes turbulencias en los mercados financieros internacionales.

**El aumento interanual de los afiliados a la Seguridad Social se reduce hasta el 0,8% en marzo, el menor desde 1994.**

**Los extranjeros afiliados a la Seguridad Social suben el 8% en el último año.**

### DISMINUYE EL NÚMERO DE TRABAJADORES ESPAÑOLES AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación interanual del número de trabajadores en alta laboral a la Seguridad Social



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y elaboración propia.

## Se intensifica la destrucción de puestos de trabajo en la construcción.

De hecho, el número de españoles afiliados en alta a finales de marzo ya era inferior al de doce meses antes. El número de trabajadores extranjeros se desaceleró en mucha menor medida y presentaba una elevación del 7,6% con relación al mismo mes del año anterior. De ellos, los de la Unión Europea habían aumentado el 17,4%, procedentes sobre todo de los nuevos países miembros, mientras que los extracomunitarios mostraban un crecimiento del 3,0%. La construcción y la hostelería concentraban en torno a un tercio de los afiliados extranjeros. El comercio, la agricultura y el servicio doméstico también empleaban a buena parte de este colectivo.

## Primera caída interanual de los afiliados masculinos a la Seguridad Social desde por lo menos mediados de los años noventa.

Por sectores, es destacable la intensificación de la destrucción de empleo en la construcción, con una pérdida de puestos de trabajo del 4,9% en relación con

marzo de 2007. El descenso habría sido mayor si buena parte de los despedidos de las empresas del sector no se hubiese convertido en autónomo para dedicarse principalmente a tareas de reformas. Así, mientras los afiliados de la construcción en el régimen general disminuyeron el 8,1% desde marzo de 2007, los afiliados en el régimen especial de trabajadores autónomos subió el 7,1%.

Los servicios también están afectados por la ralentización, si bien el número de afiliados era el 2,1% superior al de un año antes. La rama que creó más puestos de trabajo en marzo fue la hostelería, gracias al periodo vacacional de la Semana Santa. Sin embargo, si consideramos los últimos doce meses, los subsectores más dinámicos fueron las actividades sanitarias y sociales, la educación y la intermediación financiera. Por su parte, la industria había

### INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
<b>Afiliados a la Seguridad Social</b>									
Sectores de actividad									
<i>Industria</i>	0,0	2,5	2,2	2,7	2,5	2,4	1,5	0,1	-0,6
<i>Construcción</i>	8,7	3,3	6,1	4,4	2,3	0,5	-1,1	-2,5	-4,9
<i>Servicios</i>	5,2	3,5	4,1	3,7	3,0	3,0	2,8	2,9	2,1
Situación profesional									
<i>Asalariados</i>	4,7	3,0	3,9	3,5	2,6	2,2	1,7	1,5	0,5
<i>No asalariados</i>	2,2	2,8	2,5	2,7	2,9	2,9	2,5	2,3	2,1
<b>Total</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>
<b>Población ocupada (*)</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	-	<b>1,7</b>	-
<b>Puestos de trabajo (**)</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	-	-	-
<b>Contratos registrados (***)</b>									
Indefinidos	41,1	2,0	25,8	15,6	-1,6	-21,1	-23,0	5,8	-13,0
Temporales	4,7	0,3	2,6	-1,9	-0,5	1,2	-0,9	0,7	-18,5
<b>Total</b>	<b>7,9</b>	<b>0,5</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>1,3</b>	<b>-17,8</b>

NOTAS: (\*) Estimación de la encuesta de población activa.

(\*\*) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(\*\*\*) En el INEM.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Instituto de Empleo y elaboración propia.

perdido un 0,6% de sus efectivos respecto a doce meses antes. En cambio, el sector agrario había aumentado el 0,9%, 6 décimas más que en febrero.

La ralentización afectó a ambos sexos, pero en mayor medida al masculino. Así, el número de hombres afiliados se redujo el 0,7% en los últimos doce meses, la primera tasa de variación interanual negativa desde por lo menos mediados de los años noventa. De este modo, la proporción de mujeres alcanzó el 42,3%.

### Fuerte aumento del paro registrado en los últimos doce meses

El total de parados registrados en los servicios públicos de empleo se cifró en 2.300.975 personas al final de marzo, 14.356 menos que en febrero. No obstante, sigue creciendo tendencialmente de

manera notable. Así, la tasa de variación interanual se elevó hasta el 11,7%, la más alta de la década.

Destaca sobre todo el ascenso del desempleo en la construcción. Al final del primer trimestre, el número de parados en este sector, de 316.990, suponía un alza del 44,2% en relación con el mismo mes del año pasado. El paro también se incrementaba en los otros sectores, aunque menos intensamente. Por otra parte, el colectivo en busca del primer empleo sólo amplió sus efectivos en el 0,4% en los últimos doce meses.

Por nacionalidades, cabe señalar la fuerte elevación del número de extranjeros inscritos en las oficinas públicas de empleo. Así, el paro registrado extranjero aumentó el 47,8% en los doce últimos meses hasta marzo, si bien esta tasa es inferior en 6 puntos porcentuales a la de febrero.

**El paro registrado anota la mayor tasa de variación anual de la década en marzo.**

**El número de desempleados en la construcción sube el 44% en los doce últimos meses.**

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Marzo 2008

	Parados	Variación sobre diciembre 2007		Variación sobre el mismo período del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	75.692	6.880	10,0	11.691	18,3	3,3
Industria	292.313	12.332	4,4	12.698	4,5	12,7
Construcción	316.990	33.123	11,7	97.194	44,2	13,8
Servicios	1.384.009	99.759	7,8	119.085	9,4	60,1
Primer empleo	231.971	19.334	9,1	856	0,4	10,1
<b>Por sexos</b>						
Hombres	968.485	83.346	9,4	187.331	24,0	42,1
Mujeres	1.332.490	88.082	7,1	54.193	4,2	57,9
<b>Por edades</b>						
Menores de 25 años	270.261	29.878	12,4	18.156	7,2	11,7
Resto de edades	2.030.714	141.550	7,5	223.368	12,4	88,3
<b>TOTAL</b>	<b>2.300.975</b>	<b>171.428</b>	<b>8,0</b>	<b>241.524</b>	<b>11,7</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: INEM y elaboración propia.

## Precios

### El IPC anota la subida más alta desde 1995

La inflación continuó elevándose en el mes de marzo por séptimo mes consecutivo, en esta ocasión en una décima, al igual que en los dos meses anteriores. El registro del índice de precios de consumo (IPC) de marzo de 2008, del 4,5%, doblaba la tasa de variación anual del 2,2% anotada en agosto de 2007. El repunte del IPC de los últimos meses fue provocado mayormente por las presiones alcistas derivadas de la escalada de los precios del petróleo y de las materias primas agrarias alimenticias en los mercados internacionales. En el mes de marzo las tensiones en el IPC provinieron de los productos ener-

géticos y de otros componentes. Así, el núcleo de la inflación, la denominada subyacente, que excluye los productos energéticos y los alimentos no elaborados, aumentó igualmente una décima, hasta el 3,4% anual.

La mayor parte del incremento de la tasa de variación interanual del IPC en marzo está explicado por el encarecimiento de los carburantes y lubricantes, cuya tasa interanual ascendió hasta el 19,0%. La subida anual del conjunto de los productos energéticos fue algo menor, del 14,1%.

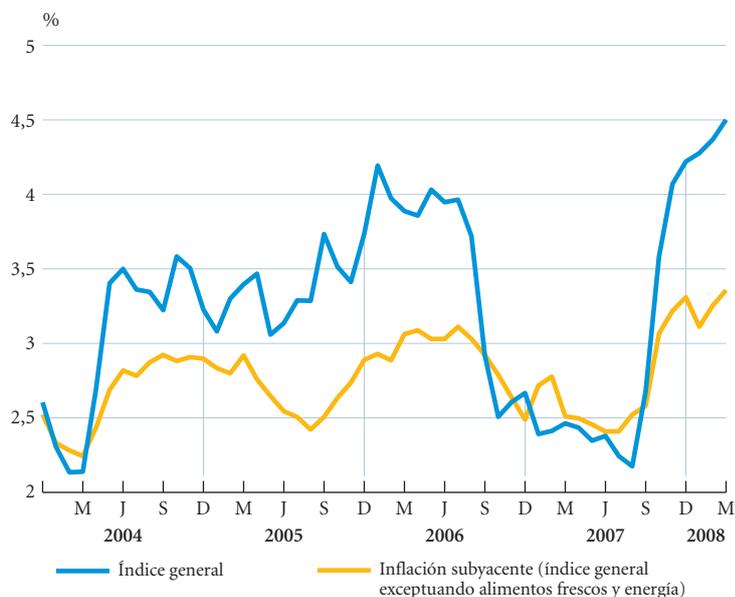
También tuvo un importante impacto en el aumento de la inflación anual en

**La inflación sube una décima en marzo hasta el 4,5%, doblando la tasa de siete meses antes...**

**... a causa del encarecimiento de los carburantes...**

### SUBIDA DE LA INFLACIÓN ANUAL POR SÉPTIMO MES CONSECUTIVO

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2007			2008		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2006	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2007	% variación anual
Enero	-0,7	-0,7	2,4	-0,6	-0,6	4,3
Febrero	0,1	-0,6	2,4	0,2	-0,5	4,4
Marzo	0,8	0,1	2,5	0,9	0,4	4,5
Abril	1,4	1,5	2,4			
Mayo	0,3	1,8	2,3			
Junio	0,2	2,0	2,4			
Julio	-0,7	1,3	2,2			
Agosto	0,1	1,4	2,2			
Septiembre	0,3	1,7	2,7			
Octubre	1,3	3,0	3,6			
Noviembre	0,7	3,8	4,1			
Diciembre	0,4	4,2	4,2			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

marzo la evolución del precio de los medicamentos, porque la bajada mensual del 4,4% fue menos intensa que en el mismo mes de 2007, si bien su tasa de variación interanual presenta un descenso del 4,2%. Otro componente que tuvo una marcada incidencia en el au-

mento de la inflación en marzo fueron los servicios turísticos. Debido a que se celebró la Semana Santa en la tercera semana de marzo, la habitual subida de los precios del viaje organizado y de los hoteles con motivo del periodo vacacional se adelantó con respecto a otros años.

...y de otros componentes...

## ESCALADA DEL PRECIO DE LOS CARBURANTES

Variación interanual de los precios de los carburantes y lubricantes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Marzo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,8	0,4	0,3	0,4	0,6	2,9	6,9
Bebidas alcohólicas y tabaco	111,0	0,1	0,2	5,4	3,3	6,5	4,0
Vestido y calzado	97,4	3,4	3,4	-9,8	-10,0	1,0	0,8
Vivienda	108,3	0,6	0,7	2,1	2,8	3,9	5,4
Menaje	104,2	0,5	0,5	0,3	0,4	2,6	2,5
Medicina	98,1	-3,8	-1,2	-3,4	-0,4	-2,1	0,9
Transporte	107,6	1,4	1,7	1,7	2,1	0,8	7,5
Comunicaciones	100,3	1,4	0,1	1,6	0,3	0,3	-0,5
Ocio y cultura	99,5	0,5	1,2	-0,9	0,0	0,1	0,2
Enseñanza	107,4	0,0	0,0	0,4	0,2	4,6	3,8
Hoteles, cafés y restaurantes	108,6	0,7	1,0	2,0	2,3	4,7	5,2
Otros	106,1	0,4	0,4	2,0	2,1	3,5	3,1
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	109,8	0,3	0,3	1,7	1,8	2,3	7,4
Alimentos sin elaboración	107,5	0,6	0,1	-0,7	-0,9	5,2	4,7
Conjunto no alimentario	104,8	0,9	1,1	-0,1	0,3	2,2	3,8
Bienes industriales	102,7	1,1	1,4	-1,8	-1,2	0,6	3,7
<i>Productos energéticos</i>	112,2	2,0	2,8	1,9	4,3	-0,3	14,1
<i>Carburantes y combustibles</i>	113,9	2,7	3,7	1,6	4,7	-1,6	17,8
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	99,6	0,8	0,9	-3,0	-3,1	0,8	0,3
Servicios	107,0	0,6	0,8	1,7	1,8	3,9	4,0
Inflación subyacente (**)	104,9	0,6	0,7	0,0	0,1	2,5	3,4
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>105,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

(\*\*) Índice general sin energía ni alimentos no elaborados.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### ...mientras que los alimentos frenan momentáneamente su presión.

Así, los precios de los viajes organizados, que también reflejaron la escalada de los carburantes, se elevaron el 7,8% en los últimos doce meses hasta marzo, y los hoteles, el 9,4%.

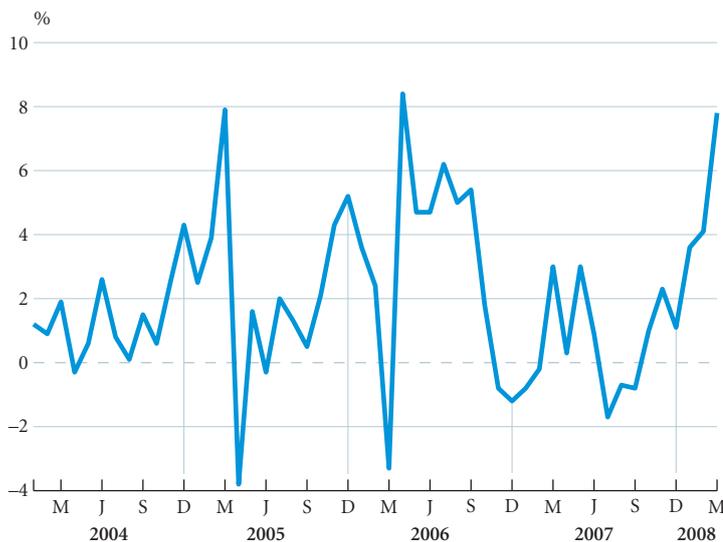
Los alimentos, en cambio, se tomaron un respiro en marzo. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos frescos incluso disminuyó en medio punto hasta el 4,7%, pues los descensos interanuales de la carne de ovino, pollo y vacuno y del pescado contrarrestaron las

elevaciones de los huevos y las frutas frescas. Por su parte, las patatas bajaron el 10,1% en los últimos doce meses.

La variación anual de los alimentos elaborados se mantuvo en el 7,4%. El precio de la leche descendió por tercer mes consecutivo, pero su tasa interanual se situaba en un elevado 27,8%. Los cereales y derivados, en cambio, subieron el 8,7% en el último año, casi un punto más que en febrero, a consecuencia del ascenso de los precios mundiales.

## FUERTE ALZA DE LOS VIAJES ORGANIZADOS

Variación interanual del precio del viaje organizado



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Así, el precio de la pasta alimenticia se hallaba el 18,1% más alto que en marzo de 2007. No obstante, el precio del pan bajó en tasa interanual, aunque se colocaba en un alto 11,2%.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea situó su tasa anual en el 4,6%, con un aumento de una décima y media con relación al mes anterior. Sin embargo, el diferencial de inflación con la zona del euro se redujo en dos décimas hasta 1,0 puntos porcentuales.

A pesar del reciente remonte de los precios del petróleo hasta por encima de los 100 dólares por barril, la tasa de inflación del IPC podría moderarse a partir del próximo mes. No obstante, las tensiones latentes en los mercados de materias primas a causa de un considerable aumento de la demanda por parte de los países emergentes y de algunas distorsiones en la oferta comportarán que la tasa de inflación se sitúe por enci-

ma del 4% durante algún tiempo, para tender hacia el 3% al final del ejercicio.

### La inflación de los precios industriales se eleva hasta el nivel más alto desde 1995

La escalada del precio del petróleo y otras materias primas continuó presionando a los precios mayoristas en marzo. Por otra parte, se aprecia una cierta traslación del encarecimiento de los costes a los precios de los bienes de consumo.

La tasa de variación anual de los precios industriales alcanzó el 6,9% en marzo, el mayor nivel desde junio de 1995. Esta subida fue debida mayormente al componente energético, que ascendió el 14,6% en los últimos doce meses. Los bienes intermedios también se tensionaron, con un alza del 6,3% con relación a marzo de 2007. Los precios de la metalurgia repuntaron hasta registrar un aumento interanual del 4,1%. Los precios de los bienes

**Disminución del diferencial de inflación con la eurozona hasta un punto porcentual.**

**Posiblemente la inflación del IPC ya ha tocado techo, pero se mantendrá por encima del 4% durante algunos meses.**

**La escalada del precio del petróleo presiona a los precios mayoristas.**

## INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios
<b>2007</b>											
Enero	-6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	-1,1	0,6	0,6	-0,3	7,7	-
Febrero	-6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	-2,5	0,3	0,3	-0,3	8,1	3,4
Marzo	1,5	2,8	1,7	3,3	6,3	-1,6	0,4	0,3	-0,2	7,2	-
Abril	6,7	2,7	2,2	3,1	6,5	-2,6	0,2	0,6	0,1	6,3	-
Mayo	0,4	2,4	2,0	3,3	6,0	-2,8	0,9	1,5	0,1	5,9	3,2
Junio	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	-1,4	1,3	1,0	-0,1	6,1	-
Julio	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	-2,6	0,7	0,9	-0,1	4,3	-
Agosto	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	-2,9	0,7	1,5	0,3	3,9	2,9
Septiembre	12,1	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,2	3,1	-
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,0	0,6	0,0	1,9	-
Noviembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,0	0,8	-0,1	0,7	2,9
Diciembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	4,9	1,2	-0,2	0,7	-
<b>2008</b>											
Enero	11,1	6,6	5,4	2,7	5,9	13,3	6,8	1,1	0,5	1,7	-
Febrero	...	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	6,7	1,6	0,4	1,7	...
Marzo	...	6,9	5,5	2,3	6,3	14,6	...	...	...	...	-

NOTA: (\*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y elaboración propia.

### La apreciación del euro modera la trayectoria de los precios de importación.

de consumo subieron ligeramente hasta el 5,5% respecto a un año antes, debido al componente duradero. No obstante, los productos alimenticios y bebidas eran los que presentaban un mayor incremento interanual, del 10,9%.

Los precios de importación moderaron levemente su trayectoria alcista en febrero gracias a la apreciación del euro. De este modo, su tasa de variación anual bajó una décima hasta el 6,7%. Esta relativamente alta inflación era producto del encarecimiento energético, del 38,6% anual, ya que la inflación de los otros componentes no superaba el 2%. Los precios de los bienes de equipo sólo aumentaron el 0,4% en los

últimos doce meses, reflejando también la fuerte competencia en los mercados internacionales y mejoras de productividad.

En cuanto a los precios agrarios en origen, los precios percibidos por los agricultores se incrementaron el 11,1% en enero con relación al mismo mes del año pasado. No obstante, esta tasa fue inferior en 6,5 puntos a la anotada en diciembre de 2007 gracias a una ralentización de los precios de los productos agrícolas y ganaderos, aunque presentaban tasas de variación anuales elevadas. El precio del ganado de abasto tendió a subir, pero sólo mostraba un aumento del 0,8% en los últimos doce meses.

## Sector exterior

### Balanza de pagos: el déficit corriente sigue ampliándose

En enero, el déficit de la balanza por cuenta corriente se situó en 11.951,2 millones de euros, un desequilibrio un 38,6% mayor que el registrado un año antes. En gran medida este ensanchamiento del déficit corriente se debió al aumento de los déficit comercial y de rentas (y en menor grado del déficit de la balanza de transferencias), superior al crecimiento del mayor superávit de servicios.

Estas tendencias no son significativamente distintas de las exhibidas meses atrás. En términos de acumulado de los doce meses que finalizan en enero, una medida que aproxima mejor el recorrido de medio plazo, el déficit por cuenta corriente se acelera un 25,8% interanual, hasta los 22.459 millones de euros. Prácticamente la totalidad de la ampliación del desequilibrio corriente deriva del aumento del déficit de rentas y comercial, en ese orden de importancia. Todo ello deja muy solo a la mejoría del superávit de servicios.

**El déficit corriente crece a un ritmo del 26% interanual en los últimos doce meses hasta enero.**

### BALANZA DE PAGOS

Enero 2008

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-8.375	29,8	-90.383	-9.668	12,0
Servicios					
<i>Turismo</i>	1.623	4,1	27.904	473	1,7
<i>Otros servicios</i>	-302	-50,3	-5.164	-52	1,0
<b>Total</b>	1.321	38,8	22.740	421	1,9
Rentas	-3.636	86,5	-34.600	-12.230	54,7
Transferencias	-1.260	7,5	-7.288	-981	15,5
<b>Total</b>	<b>-11.951</b>	<b>38,6</b>	<b>-109.530</b>	<b>-22.459</b>	<b>25,8</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.234</b>	<b>-5,2</b>	<b>4.745</b>	<b>-2.365</b>	<b>-33,3</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-1.212	-42,4	-40.001	16.613	-29,3
Inversiones de cartera	11.437	-31,6	97.822	-99.789	-50,5
Otras inversiones	-6.839	-14,5	26.504	71.544	-
<b>Total</b>	<b>3.386</b>	<b>-48,8</b>	<b>84.325</b>	<b>-11.632</b>	<b>-12,1</b>
Errores y omisiones	1.829	-	1.678	3.403	-
Variación de activos del Banco de España	5.502	428,6	18.784	33.053	-

NOTA: El saldo resultante de la suma de la balanza corriente, de la cuenta de capital y de la balanza financiera se compensa por la variación de activos del Banco de España más los errores y omisiones.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## LA CRISIS SUBPRIME DEPRIME LAS ENTRADAS DE INVERSIONES EN CARTERA

Inversiones de cartera del exterior en España, saldo acumulado de doce meses



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**Las entradas de inversión extranjera en cartera se frenan, reflejando los efectos de la crisis financiera global.**

Otro ámbito que reviste especial interés, en el actual contexto de la crisis de las hipotecas *subprime*, es el de los flujos financieros. En saldo de doce meses, las entradas netas de inversiones de cartera alcanzaron en enero 97.822 millones de euros, es decir unos 100.000 millones de euros menos a los existentes un año antes. Cabe recordar que hasta junio del año pasado las entradas de inversiones de

cartera del exterior en España venían exhibiendo una tendencia alcista. A partir de ese mes dicha trayectoria se trunca, ganando en intensidad desde noviembre pasado. Por su parte, las salidas netas de inversiones directas, aún siendo negativas, tienden a reducirse, situándose en los doce meses que finalizan en enero en los 40.001 millones de euros, una cifra un 29,3% menor a la de un año antes.

## Sector público

### El superávit del Estado se reduce a la mitad en el primer trimestre

La desaceleración económica se nota en la evolución de las cuentas públicas. Después de una fuerte expansión de los ingresos tributarios en 2007, en el primer trimestre las entradas no financieras en las arcas del Estado sólo aumentaron el 3,4% en relación con el mismo periodo del año anterior, incluyendo las cantidades cedidas a las administraciones autonómicas y locales según el sistema de financiación actual. De este modo, en los tres primeros meses del ejercicio, los ingresos del Estado se incrementaron a un ritmo inferior al del producto interior bruto (PIB) nominal e incluso al de la inflación.

Los impuestos directos se elevaron el 11,5% hasta marzo en comparación con el primer trimestre de 2007. La recaudación por el impuesto sobre la renta de las personas físicas ascendió el 11,1% debido al aumento de las retenciones de los salarios y sobre todo del capital. Este incremento habría sido del 12,2% ajustado el ritmo de realización de devoluciones al de una campaña tipo y depurado el efecto de la nueva deducción anticipada por nacimiento o adopción de hijos, que supuso 266 millones de euros en los tres primeros meses del año. Por su parte, las entradas correspondientes al impuesto de sociedades crecieron el 20,1%.

En cambio, los ingresos provenientes de los ingresos indirectos cayeron el 3,6% en

**Los ingresos del Estado aumentan menos que la inflación debido a la desaceleración económica.**

**Caída de la recaudación de las operaciones interiores del impuesto sobre el valor añadido.**

## EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Marzo 2008

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>6.547</b>	<b>14,1</b>	<b>38.181</b>	<b>1,1</b>
<b>Ingresos no financieros corregidos (*)</b>				
IRPF	4.538	17,2	21.033	11,1
Impuesto de sociedades	259	0,4	1.511	20,1
IVA	2.411	16,7	19.335	-5,7
Impuestos especiales	1.472	1,6	4.805	4,3
Resto	2.373	10,0	5.009	7,1
<b>Total</b>	<b>11.053</b>	<b>12,7</b>	<b>51.693</b>	<b>3,4</b>
<b>Pagos no financieros</b>	<b>9.106</b>	<b>-5,7</b>	<b>36.909</b>	<b>4,1</b>
<b>Saldo de caja</b>	<b>-2.559</b>	<b>-34,6</b>	<b>1.272</b>	<b>-45,1</b>
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)</b>	<b>-6.105</b>	<b>-1,5</b>	<b>3.276</b>	<b>-51,4</b>

NOTAS: (\*) Están incluidos los tramos cedidos a las administraciones territoriales de acuerdo con el sistema de financiación vigente.

(\*\*) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

**Aumento anual del 13% de los gastos no financieros en términos de contabilidad nacional.**

el primer trimestre con relación al año precedente a pesar de la mejora del mes de marzo. Este descenso fue motivado por una menor recaudación de las operaciones interiores del impuesto sobre el valor añadido, que se redujeron el 7,4%, reflejando mayormente una menor actividad de las pymes de la construcción y de la promoción inmobiliaria y también una moderación del consumo. Asimismo, también influyó en esta reducción la introducción a partir de enero de 2008 del régimen de consolidación fiscal para grupos de entidades, según la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal.

Los tributos especiales aumentaron el 4,3% gracias a un incremento del 14,2% de las labores del tabaco y del 11,5% de la electricidad. Por el contrario, la principal rúbrica de este grupo, los hidrocarburos, bajó el 1,3% a consecuencia de un menor consumo de carburantes debido a su encarecimiento.

El resto de ingresos no financieros del Estado subió el 7,1%. En este apartado destaca el alza interanual del 22,9% del pago a cuenta de los beneficios del Banco de España. Por su parte, las transferencias de capital de la Unión Europea disminuyeron apreciablemente.

Por lo referente a los pagos, los corrientes subieron el 4,9% en el primer trimestre de 2008. De ellos, los gastos de personal aumentaron el 2,7%, mientras que los correspondientes a bienes y servicios bajaron el 1,2%. Los gastos financieros

se elevaron el 14,6% afectados por el calendario de vencimientos de la deuda pública.

Los pagos de capital se redujeron el 1,8% en el mismo periodo. Las inversiones reales se mantuvieron en el mismo nivel del año anterior, pues un aumento del 3,0% de la inversión civil fue contrarrestada por una bajada del 6,1% de la inversión del Ministerio de Defensa. Por su parte, las transferencias de capital disminuyeron el 4,3%.

No obstante, en términos de contabilidad nacional, es decir, atendiendo a los derechos y obligaciones generados en vez de a los pagos efectivamente realizados, los gastos no financieros del Estado subieron el 12,8%, muy por encima del 1,3% de los ingresos. De esta forma, en términos de contabilidad nacional, el superávit del Estado registrado en el primer trimestre se cifró en 3.276 millones de euros, menos de la mitad del anotado en el mismo periodo de 2007. Este montante supone el 0,29% del PIB, 0,35 puntos porcentuales menos que en el primer trimestre de 2007.

En este contexto, a mediados de abril el gobernador del Banco de España, Miguel Ángel Fernández Ordóñez, realizó algunas advertencias sobre la necesidad de control del gasto. Así, manifestó que se debían evitar actuaciones que pudiesen comprometer el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria y que la política fiscal debía mantener un margen de maniobra.

**El gobernador del Banco de España reitera la necesidad del control del gasto público.**

## Ahorro y financiación

### Los tipos de interés se resisten a bajar

Los tipos de interés de los préstamos y créditos al sector privado oscilaron en torno a los niveles de finales de 2007 en los dos primeros meses del ejercicio actual. Las expectativas de que el tipo de interés oficial del Banco Central Europeo había tocado techo frenaron la trayectoria alcista de los tipos de interés de activo iniciada a mediados de 2005. De esta forma, los tipos de interés reales, descontando la inflación, incluso disminuyeron al acelerarse los precios.

No obstante, las tensiones de liquidez en los mercados financieros desencadenadas en verano por la crisis de las hipotecas de alto riesgo norteamericanas motivaron

que el euríbor a un año, usado como referencia hipotecaria, repuntase en marzo en promedio mensual después de dos caídas mensuales consecutivas y se colocase en el 4,59%. En las primeras semanas de abril el euríbor a un año continuó elevándose hasta la cota del 4,80%, marcando un máximo anual.

La demanda de crédito de las empresas y las familias continuó ralentizándose en febrero, afectada por expectativas económicas desfavorables. Así, la financiación al sector privado aumentó el 14,3% en los doce últimos meses hasta febrero, 0,9 puntos menos que en diciembre.

La moderación del crecimiento de la financiación afectó tanto a las familias como a las empresas. No obstante, el cré-

**Se reduce fuertemente la financiación de las empresas no financieras mediante emisiones de valores.**

**Notable crecimiento de los arrendamientos financieros.**

### REPUNTE DEL EURÍBOR A UN AÑO EN MARZO

Euríbor a 12 meses



FUENTE: Banco de España.

Febrero 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	87.442	-3.400	-3,7	4.526	5,5	4,9	
Deudores con garantía real (*)	1.078.310	9.938	0,9	130.752	13,8	60,7	
Otros deudores a plazo	502.844	4.961	1,0	78.862	18,6	28,3	
Deudores a la vista	40.369	-203	-0,5	7.655	23,4	2,3	
Arrendamientos financieros	46.369	76	0,2	6.106	15,2	2,6	
Créditos dudosos	19.932	3.681	22,7	8.189	69,7	1,1	
<b>TOTAL</b>	<b>1.775.266</b>	<b>15.054</b>	<b>0,9</b>	<b>236.090</b>	<b>15,3</b>	<b>100,0</b>	

NOTA: (\*) La mayor parte corresponde a garantía hipotecaria.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### Ralentización de los préstamos para la compra de vivienda.

El crédito a las sociedades no financieras seguía presentando una tasa de variación interanual sensiblemente superior a los hogares. Cabe señalar que desde el inicio de las tensiones en los mercados financieros se ha reducido fuertemente el crecimiento de la financiación mediante emisiones de renta fija. Así, ésta pasó de un aumento anual superior al 30% en agosto a un 13,9% en febrero. El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante de las empresas, redujo su tasa de variación anual en febrero, mientras que los arrendamientos financieros, canalizados a la inversión, la aumentó ligeramente hasta el 15%.

El crédito a las familias pasó de crecer el 19,6% en 2006 a un ritmo anual del 12,0% en febrero de 2008. Los préstamos para la compra de vivienda siguieron ralentizándose en febrero, reflejando una menor demanda, influida por los altos precios alcanzados y por unas condiciones de financiación menos favorables. Pero no sólo se ralentizó la financiación a la vivienda; la caída de la confianza de los consumidores incidió negativamente en la expansión del crédito al consumo. Así, el resto de crédito a los hogares pasó de un crecimiento anual del 11,2% en diciembre al 10,3% en febrero.

### La morosidad repunta, pero se halla en un nivel reducido.

Por otra parte, los créditos dudosos, con atrasos en los pagos, ascendieron el 69,7% en los últimos doce meses, reflejando el cambio de fase del ciclo económico. No obstante, dado que la tasa de morosidad marcó un mínimo histórico en diciembre de 2006, esta ratio se colocaba en un nivel relativamente reducido a finales de febrero, el 1,12%, sensiblemente por debajo de la media europea. Además, cabe remarcar que las entidades de crédito españolas tienen un amplio colchón de provisiones para hacer frente a una subida de la morosidad.

### Impulso de los depósitos bancarios a plazo

La marcada deceleración económica en marcha se refleja también en el crecimiento de los depósitos bancarios, que han pasado de tasas de variación anual superiores al 20% a menos del 15% en pocos meses. De este modo, las entidades financieras han recurrido a la emisión de valores a corto, y también a largo plazo, para cubrir la brecha de financiación con los créditos.

Esta ralentización de la expansión de los depósitos se produjo a pesar de una

## DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Febrero 2008

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (*)	417.524	-20.533	-4,7	-9.048	-2,1	31,7
A plazo hasta 2 años	382.111	29.405	8,3	116.976	44,1	29,0
A plazo a más de 2 años	396.323	-5.651	-1,4	53.772	15,7	30,1
Cesiones temporales	79.372	-6.239	-7,3	-1.549	-1,9	6,0
<b>Total</b>	<b>1.275.331</b>	<b>-3.017</b>	<b>-0,2</b>	<b>160.152</b>	<b>14,4</b>	<b>96,8</b>
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>41.851</b>	<b>-1.993</b>	<b>-4,5</b>	<b>5.072</b>	<b>13,8</b>	<b>3,2</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.317.182</b>	<b>-5.010</b>	<b>-0,4</b>	<b>165.224</b>	<b>14,3</b>	<b>100,0</b>

NOTA: (\*) Incluye los depósitos con preaviso, según definición del BCE.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

ligera alza de la remuneración media de éstos, que no compensó, sin embargo, la subida de la inflación, excepto en el caso de los depósitos a plazo. En efecto, la retribución de las imposiciones a plazo se situó en el 4,51% en febrero, pero se hallaba en el mismo nivel de enero después de una senda de notables ascensos alentados por la necesidad de financiación de muchas instituciones financieras

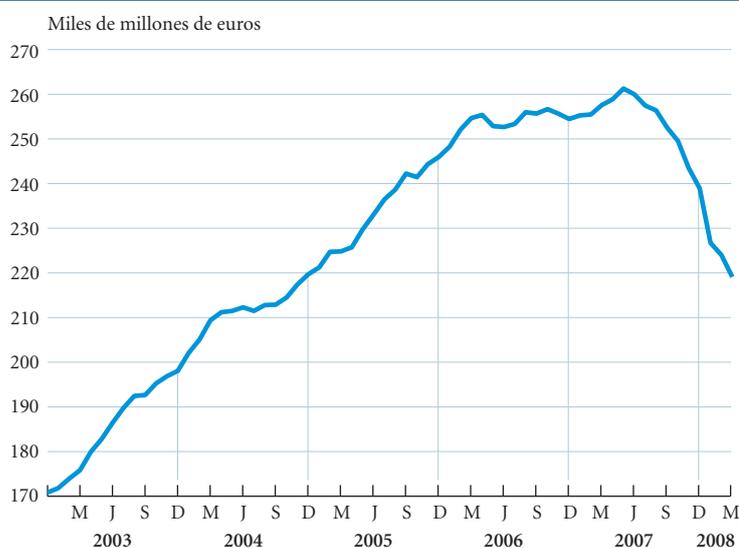
ante las distorsiones en los mercados mayoristas.

Todas las modalidades de cuentas experimentaron una cierta aminoración de su ritmo de crecimiento excepto los depósitos a plazo hasta dos años, que ostentaban el mayor aumento anual con diferencia, del 44,1%. En el polo opuesto, las cuentas a la vista presentaban una caída

**Ligero aumento de la retribución de los depósitos en el primer bimestre.**

## NUEVA CAÍDA DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.

**La competencia de los depósitos y las turbulencias financieras afectan negativamente a los fondos de inversión.**

interanual del 2,1%, afectadas por un bajo nivel de rendimiento.

La ofensiva de los depósitos por parte de las entidades financieras repercutió desfavorablemente en las participaciones en los fondos de inversión, afectados también por las turbulencias en los mercados financieros, y en los bursátiles en particular. En efecto, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria cayó en 4.889 millones de euros en marzo. La mayor parte de este decremento se debió a reembolsos netos de participaciones, que totalizaron 3.714 millones de euros, correspondiendo el resto a minusvalías por el desfavorable comportamiento de los mercados financieros. Sin embargo, las retiradas netas de mayo fueron, junto a las de febrero, las más bajas de los últimos siete meses, desde que en el pasado verano comenzó la crisis financiera.

**El patrimonio de los *hedge funds* sigue ascendiendo.**

Los reembolsos netos negativos en marzo afectaron a casi todas las modalidades de fondos, con la excepción de los garantizados de renta fija y de renta variable de Estados Unidos. En el conjunto del primer trimestre, aparte de estas dos categorías, registraron suscripciones netas positivas sobre todo los fondos de renta fija a corto plazo y los monetarios, que actuaron como refugio en un contexto de fuerte volatilidad en los mercados financieros.

A consecuencia de una desfavorable evolución de la mayoría de mercados financieros, la rentabilidad promedio anual resultó negativa del 1,2%, aunque se registraba una amplia dispersión, según las distintas clases de fondos. Así, los rendimientos anuales oscilaban entre el 3,2% de los garantizados de renta fija hasta el 29,9% negativo de la renta variable japonesa. Cabe remarcar que la rentabilidad media anual en los últimos diecisiete años se cifró en el 4,6%, por encima de la inflación.

Por otro lado, a pesar de que en un determinado momento de la crisis financiera internacional se situaron en el ojo del huracán, el patrimonio de los fondos de inversión libres, *hedge funds*, continuó elevándose en el mercado español. Cabe recordar que fueron autorizados hace relativamente poco tiempo y que gozan de más libertad en sus inversiones. Así, su patrimonio total ascendía a 1.196 millones de euros a finales del primer trimestre.

### **Reducción de la riqueza financiera neta de las familias en 2007**

Los depósitos bancarios de las familias crecieron notablemente en 2007 tras la modificación del régimen fiscal de los productos financieros, que igualó el trato fiscal de éstos. De esta manera, su peso en los activos financieros de los hogares se consolidó, aumentando ligeramente hasta el 33,5%, un poco más de un tercio del total, aunque lejos del 53,8% registrado al final de 1990, antes del proceso de desintermediación financiera.

La cartera de renta variable, incluyendo las participaciones en fondos de inversión, constituye la principal partida del patrimonio financiero de los particulares, con una participación del 42,4% del total al final de 2007. No obstante, experimentó un escaso crecimiento del 1,9% en 2007, inferior al 5,1% de los activos financieros totales, por lo que su peso disminuyó. Sin embargo, en los últimos siete años los productos de renta variable fueron los que ascendieron más. El aumento de estos instrumentos en 2007 se debió a las revalorizaciones, ya que se registraron ventas netas de estos activos por valor de 6.632 millones de euros, debido sobre todo a reembolsos de participaciones en fondos de inversión. En cambio, se produjeron adquisiciones netas de acciones

## RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LAS FAMILIAS (\*)

	2007			Variación anual		Variación en 5 años	
	Millones de euros	Estructura en %	% s/PIB	Millones de euros	%	Millones de euros	%
<b>Activos financieros</b>							
Efectivo	88.116	4,6	8,4	1.630	1,9	40.179	83,8
Depósitos	641.427	33,5	61,1	56.715	9,7	216.970	51,1
Valores distintos de acciones	47.717	2,5	4,5	6.548	15,9	19.478	69,0
Acciones y participaciones en fondos de inversión	811.550	42,4	77,3	14.971	1,9	408.204	101,2
Reservas técnicas de seguro	260.222	13,6	24,8	10.572	4,2	85.572	49,0
Otros	65.034	3,4	6,2	2.957	4,8	27.157	71,7
<b>Total</b>	<b>1.914.067</b>	<b>100,0</b>	<b>182,3</b>	<b>93.395</b>	<b>5,1</b>	<b>797.560</b>	<b>71,4</b>
<b>Pasivos financieros</b>							
Préstamos	878.187	94,1	83,6	97.397	12,5	498.418	131,2
Otros	54.741	5,9	5,2	-2.676	-4,7	3.681	7,2
<b>Total</b>	<b>932.929</b>	<b>100,0</b>	<b>88,9</b>	<b>94.722</b>	<b>11,3</b>	<b>502.099</b>	<b>116,5</b>
<b>Riqueza financiera neta</b>	<b>981.138</b>	<b>-</b>	<b>93,5</b>	<b>-1.327</b>	<b>-0,1</b>	<b>295.461</b>	<b>43,1</b>

NOTA: (\*) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

cotizadas poseídas directamente por las familias.

Los productos de seguros se incrementaron un modesto 4,2%, menos que la media. De esta manera, su peso en el total continuó disminuyendo por quinto año consecutivo hasta el 13,6%. Por clases, los más dinámicos fueron los de no vida, que subieron un poco por encima del total. La participación de los fondos de pensiones se elevó muy livianamente hasta el 6,0%.

En cuanto al efectivo, en 2007 frenó fuertemente su expansión hasta sólo el 1,9%. Así, su peso se redujo al 4,6%, cuota sensiblemente inferior al 7,8% registrado al final de 1991.

En el otro lado del balance financiero de los hogares, los pasivos financieros se elevaron el 11,3%, tasa más del doble de los

activos. La gran mayoría de los pasivos está constituido por préstamos, especialmente a largo plazo para la compra de vivienda. El volumen de préstamos de las familias se triplicó en los últimos siete años. De este modo, al final de 2007 los préstamos suponían el 132,1% de la renta bruta disponible. Los préstamos ascendieron hasta 19.393 euros per cápita en 2007.

De esta forma, la riqueza financiera neta de las familias, definida como sus activos financieros menos sus pasivos financieros, experimentó una leve bajada en 2007 del 0,1% hasta 981.138 millones de euros, si bien en los últimos cinco años se elevó el 43,1%. En relación con el producto interior bruto cayó hasta el 93,5%. Por persona, la riqueza financiera neta se cifró en 21.667 euros, un 1,9% menos que en el año anterior.

**La participación de los productos de seguros disminuye por quinto año consecutivo, pero la de los fondos de pensiones se eleva levemente.**

**Frenazo de la expansión del efectivo.**

**El endeudamiento de las familias sube al 132% de la renta bruta disponible.**

# Servicio de Estudios de "la Caixa"

## Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

[www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

Correo electrónico:

[publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2007

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico

### ■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

1. El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación? Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino

2. El empleo a partir de los 55 años Maria Gutiérrez-Domènech

3. *Offshoring* y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional Claudia Canals

4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer

5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández

6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres Maria Gutiérrez-Domènech

7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer

8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell

9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

### ■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

04/2006. The Employment of Older Workers Maria Gutiérrez-Domènech

05/2006. The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis Claudia Canals and Marta Noguer

06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain Maria Gutiérrez-Domènech

02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta

04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

## Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Servicio de Estudios en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Carles Boix  
University of Princeton
- Antonio Ciccone  
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado  
Universidad Carlos III
- Jordi Galí  
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén  
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler  
Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz  
Universidad Complutense
- Ginés de Rus  
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell  
ESADE Business School
- Xavier Vives  
IESE Business School y UPF

## Dirección

- Jordi Gual  
Subdirector General de "la Caixa"

## INFORME MENSUAL

Mayo 2008

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629,  
torre I, planta 6  
08028 BARCELONA  
Tel. 93 404 76 82  
Telefax 93 404 68 92  
www.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:  
Para consultas relativas  
al Informe Mensual:  
informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):  
publicacionesestudios@lacaixa.es

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2007

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	223.850
Créditos sobre clientes	161.789
Resultado atribuido al Grupo	2.488

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	26.342
Oficinas	5.480
Terminales de autoservicio	8.011
Tarjetas	9.809.909

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2008	Millones €
Sociales	306
Ciencia y medio ambiente	83
Culturales	79
Educativas e investigación	32
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>

## CICLO DE CONFERENCIAS - CAIXAFORUM

### ¿Cómo nos afecta la globalización de la economía?



#### COMERCIO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: EVIDENCIAS E IMPLICACIONES

David Weinstein, Universidad de Columbia  
26 de marzo (Madrid) y 27 de marzo (Barcelona)

#### EL RETO DE ÁFRICA EN EL SIGLO XXI

Paul Collier, Universidad de Oxford  
14 de abril (Madrid) y 15 de abril (Barcelona)

#### INDIA: LA HISTORIA DE UN CRECIMIENTO

Mohandas Pai, Infosys  
5 de mayo (Madrid) y 6 de mayo (Barcelona)

#### ¿SE PUEDE ADAPTAR EL MODELO SOCIAL EUROPEO A LA GLOBALIZACIÓN?

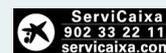
Carlos Solchaga, ministro de Economía y Hacienda, 1985-1993  
19 de mayo (Madrid) y 20 de mayo (Barcelona)

Coordina: Servicio de Estudios de "la Caixa"

Más información en: [www.laCaixa.es/ObraSocial](http://www.laCaixa.es/ObraSocial)

Precio de la entrada: 2 € sesión

Venta de entradas:



Toda la información y opiniones contenidas en este informe proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene sólo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se responsabiliza del uso que del mismo pueda hacerse. Las opiniones y estimaciones son propias del Servicio de Estudios, por lo que pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.