

Informe Mensual



NÚMERO 319

Acordarse del euro cuando truena Pág. 29

La protección que proporciona el euro frente a una crisis financiera internacional lo ha hecho más atractivo

¿Tiene en cuenta el BCE la tasa de desempleo cuando fija el tipo de interés? Pág. 35

El BCE responde más a las fluctuaciones del paro que a las oscilaciones de la inflación

El euro y la inflación: balance de los primeros diez años Pág. 59

La inflación ha estado por encima del 2% más tiempo de lo esperado

Comerciendo bajo el euro Pág. 65

El euro ha elevado el volumen de comercio de sus miembros

Previsiones

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

	2007	2008	2009	2007	2008				
				IV	I	II	III	IV	
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
	Previsiones								Previsiones
Producto interior bruto									
Estados Unidos	2,0	1,4	-0,5	2,3	2,5	2,1	0,7	0,4	
Japón	2,1	0,4	-0,1	1,6	1,3	0,7	0,0	-0,6	
Reino Unido	3,0	1,0	-0,5	2,9	2,3	1,5	0,3	0,0	
Zona del euro	2,6	1,1	-0,3	2,1	2,1	1,4	0,6	0,2	
<i>Alemania</i>	2,6	1,3	-0,4	1,7	2,7	1,9	0,8	0,3	
<i>Francia</i>	2,1	0,8	-0,2	2,2	2,0	1,2	0,6	-0,2	
Precios de consumo									
Estados Unidos	2,9	3,9	0,2	4,0	4,1	4,4	5,3	2,0	
Japón	0,1	1,1	0,0	0,5	1,0	1,4	2,2	0,0	
Reino Unido	2,3	3,7	2,6	2,1	2,4	3,3	4,9	4,4	
Zona del euro	2,1	3,3	1,6	2,9	3,4	3,6	3,8	2,5	
<i>Alemania</i>	2,3	2,7	1,3	3,1	2,9	2,9	3,2	1,8	
<i>Francia</i>	1,5	2,9	1,7	2,3	2,9	3,3	3,3	2,0	
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
	Previsiones								Previsiones
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	3,4	0,8	-0,8	2,9	2,1	1,1	0,1	-0,3	
Consumo de las AAPP	4,9	5,0	3,8	4,4	3,6	4,9	5,9	5,5	
Formación bruta de capital fijo	5,3	-1,6	-7,7	4,5	2,8	-0,2	-3,2	-5,9	
<i>Bienes de equipo</i>	10,0	0,9	-11,6	7,1	5,7	2,2	-0,6	-3,7	
<i>Construcción</i>	3,8	-4,3	-8,5	2,9	0,4	-2,3	-6,4	-8,9	
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	4,4	0,8	-2,2	3,8	2,8	1,5	0,1	-1,0	
Exportación de bienes y servicios	4,9	2,8	0,8	4,0	4,4	4,2	1,5	1,0	
Importación de bienes y servicios	6,2	0,9	-3,0	4,9	4,0	2,4	-1,1	-1,6	
Producto interior bruto	3,7	1,3	-0,8	3,3	2,6	1,8	0,9	-0,1	
Otras variables									
Empleo	2,9	-0,2	-2,4	2,2	1,4	0,4	-0,8	-1,7	
Tasa de paro (% población activa)	8,3	11,0	14,5	8,6	9,6	10,4	11,3	12,5	
Índice de precios de consumo	2,8	4,2	2,1	4,0	4,4	4,6	4,9	2,8	
Costes laborales unitarios	2,9	3,6	2,7	3,0	3,9	4,0	3,6		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-10,1	-10,0	-8,4	-10,5	-12,1	-9,4	-8,7		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,7	-9,5	-7,9	-9,6	-11,3	-8,9	-8,5		
Saldo público (% PIB)	2,2	-3,0	-4,6						
MERCADOS FINANCIEROS									
	Previsiones								Previsiones
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	5,0	2,1	0,5	4,5	3,2	2,1	2,0	1,1	
Repo BCE	3,8	3,9	2,1	4,0	4,0	4,0	4,2	3,3	
Bonos EEUU 10 años	4,6	3,7	3,4	4,3	3,6	3,9	3,8	3,6	
Bonos alemanes 10 años	4,2	4,0	3,2	4,2	3,9	4,3	4,3	3,7	
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,37	1,46	1,29	1,45	1,50	1,56	1,51	1,29	

Índice

- 1 Editorial**
- 2 Resumen ejecutivo**
- 6 Coyuntura internacional**
 - 6 Perspectivas económicas
 - 8 Estados Unidos
 - 11 Japón
 - 14 Brasil
 - 16 Argentina
 - 17 Materias primas
- 19 Unión Europea**
 - 19 Perspectivas Comisión Europea
 - 21 Zona del euro
 - 24 Alemania
 - 26 Francia
 - 27 Italia
 - 27 Reino Unido
- 29 *Acordarse del euro cuando truena***
- 33 Mercados financieros**
 - 33 Mercados monetarios y de capital
- 35 *¿Tiene en cuenta el BCE la tasa de desempleo cuando fija el tipo de interés?***
- 44 Coyuntura española**
 - 44 Actividad económica
 - 50 Mercado de trabajo
 - 54 Precios
- 59 *El euro y la inflación: balance de los primeros diez años***
- 62 Sector exterior
- 65 *Comerciendo bajo el euro***
 - 67 Sector público
 - 69 Ahorro y financiación
- 74 Índice del año**

Euro: 10 años después

El 1 de enero de 1999 el euro pasó a ser la moneda de once estados de la Unión Europea. Los billetes y monedas en euros tardarían todavía tres años en aparecer, pero 300 millones de ciudadanos constataban que una de las referencias básicas de la vida cotidiana, la moneda que circula por los bolsillos, había cambiado. Diez años después, la moneda única ha consolidado su papel en todos sus cometidos, convirtiéndose en uno de los principales símbolos de la integración europea, si bien un núcleo relevante de países es todavía refractario a su adopción.

El euro es un proyecto atrevido, surgido en unos momentos de optimismo y de rápido cambio –finales de los años ochenta– que pretendía profundizar en el proyecto de integración de los países europeos iniciado en los años cincuenta. Sustituir las monedas nacionales por otra moneda común y compartida era un paso sin precedentes en la historia económica moderna de Europa, al no existir una soberanía política compartida. Fue un paso que hubiera complacido sobremedida a Jean Monnet, uno de los inspiradores de las comunidades europeas, antecedente de la Unión Europea, que abogaba por este tipo de avances para alcanzar a la larga la soñada integración política de los pueblos de Europa.

Diez años después es difícil argumentar que la integración política europea haya avanzado, pero pocos dudan que el euro haya sido un éxito. De los once países iniciales se habrá pasado a 16 el 1 de enero de 2009 –Eslovaquia será la última incorporación– y en esta década ningún país ha planteado su salida. La moneda única se ha convertido en la segunda divisa mundial, tras el dólar. El euro ha estimulado la integración económica, aumentando los flujos comerciales intracomunitarios, y financiera, especialmente en los segmentos mayoristas del mercado. La década del euro ha coincidido con la creación de 16 millones de puestos de trabajo. El euro y su mentor, el Banco Central Europeo, han consolidado su prestigio como referentes de una zona de estabilidad macroeconómica, afianzando las expectativas de inflación baja, pese a no cumplir estrictamente con los objetivos autoimpuestos.

Pero la unión económica y monetaria también tiene sus detractores. Para la mayor parte de ciudadanos, cambiar al euro ha complicado el cálculo de los precios y se acusa a la moneda común de provocar un aumento de los mismos en el momento de la puesta en circulación de los billetes y monedas, en 2002. Se culpa a la eurozona de una cierta esclerosis, ya que el potencial de crecimiento se mantiene muy bajo, la productividad va por detrás de otras áreas y la renta per cápita se ha encallado en un nivel que es apenas el 70% del de Estados Unidos. Además, el euro ha privado a los estados de autonomía en la determinación del tipo de interés y del tipo de cambio, dificultando los ajustes necesarios a nivel nacional.

En estos momentos de crisis económica y financiera global el euro va a sufrir su primera gran prueba. Un primer mérito reconocido es su papel de paraguas o protección frente a las turbulencias financieras internacionales. Hasta el punto de que algunos de los países que hasta ahora han sido reacios a integrarse, hayan reconsiderado su posición y se planteen una incorporación a corto o medio plazo. Pero el euro no soluciona todos los males e incluso descarta algunos remedios. Por tanto, ante una recesión económica como la actual, sin precedentes en estos años de moneda común, el acierto en las políticas nacionales, la adopción de las necesarias reformas estructurales y la coordinación estrecha entre todos los estados miembros son la única vía para transitar por un trayecto muy complicado.

RESUMEN EJECUTIVO

Acaba 2008 con algunas economías en recesión...

...y otras a punto de entrar en ella.

El PIB de España retrocede por primera vez desde 1993.

La recesión ya está aquí

A principios de 2008 preocupaba la crisis financiera, la subida de los precios de las materias primas y la moderación de la actividad económica. No obstante, en general, confiábamos en que las turbulencias financieras irían remitiendo, que la inflación se mantendría bajo control y que las economías emergentes compensarían, por lo menos en parte, la desaceleración de los países avanzados. Ahora, cuando enfilamos el año 2009, nos encontramos en el umbral de una fuerte ralentización del crecimiento mundial y pocos apostarían por dar el frente financiero como definitivamente estabilizado. Todo, no obstante, podría haber ido incluso peor. Las excepcionales intervenciones de apoyo gubernamental a las entidades de crédito orquestadas desde septiembre han conjurado la posibilidad de una oleada generalizada de insolvencias bancarias. Y ahora es el turno del apoyo público a la debilidad estrictamente macroeconómica. Los precios de las materias primas, que en verano estaban rompiendo récords históricos, se han desplomado.

Con todo, domina el sentimiento de que las perspectivas económicas para 2009 y más allá son francamente sombrías. ¿Está justificado este pesimismo? Probablemente sí, ya que las señales que emiten los indicadores económicos, el sentimiento de los mercados financieros y los análisis de los organismos internacionales son coincidentes: entre finales de 2008 y principios de 2009 las grandes economías avanzadas estarán sumidas en la recesión mientras que los países emergentes sufrirán una notable desaceleración. Los indicadores económicos señalan que, efectivamente, la mayor parte de los países

avanzados o están en recesión o pronto van a estarlo. El producto interior bruto (PIB) cayó en el tercer trimestre en Estados Unidos, Japón y la eurozona. En estos dos últimos casos se trata del segundo trimestre consecutivo en descenso intertrimestral. Es decir, ya han entrado en lo que convencionalmente se conoce como recesión técnica. Además, los escasos indicadores del cuarto trimestre disponibles (indicador ISM de actividad manufacturera en Estados Unidos o indicador IFO de Alemania) confirman que la intensidad de la crisis va a más a medida que nos acercamos al final del año.

España no escapa del destino de sus socios de referencia y el PIB también decreció en el tercer trimestre, una tésitura que no se había producido desde 1993. No sólo es negativo el retroceso intertrimestral en sí mismo. La composición de éste arroja dudas adicionales. En este sentido, el caso español es representativo de tendencias bastante generalizadas. El PIB cayó un 0,2% respecto al segundo trimestre fundamentalmente debido a la contracción del consumo privado, y una recesión de consumo no es nunca un augurio positivo. Con la confianza de los consumidores en mínimos y las compras de bienes duraderos en retroceso desde hace varios meses, el enfriamiento de la actividad se está intensificando en el cuarto trimestre. Afortunadamente, algunos desequilibrios se están reconduciendo. Es el caso de la inflación, que se ha situado en el 2,4% en noviembre (5,3% en julio), o del déficit exterior, que se está desacelerando apreciablemente. Pero estas buenas noticias no quitan el mal sabor de boca provocado por la destrucción de empleo acaecida en el tercer trimestre o el retroceso de la afiliación a la Seguridad Social, en tasas del 3%.

Por tanto, las tendencias de final de 2008 dejan escasas dudas sobre la dirección descendente de las principales variables. Los interrogantes están en la intensidad de la contracción del crecimiento y su duración. Tanto las bolsas como la deuda pública están descontando un escenario recesivo junto con una acusada mejora de las presiones inflacionistas. Así, la caída de las cotizaciones bursátiles durante buena parte del mes de noviembre, sumada a la de meses precedentes, estaría anticipando una fuerte contracción de los beneficios empresariales como consecuencia directa de las disminuciones del producto en las principales economías avanzadas. Igualmente, la reducción de rentabilidades de la deuda pública a largo plazo se atribuye al aumento del atractivo de este activo en etapas de incertidumbre. Los mercados también permiten valorar cómo está evolucionando el frente financiero de la crisis. Aquí se constata una cierta relajación de los tipos de interés del interbancario, con el euríbor a un año por debajo del 4% en los últimos días de noviembre, más de un punto porcentual menos que los máximos de septiembre. Pero también se constata que el mercado de deuda corporativa, tras algunos amagos, no acaba de encontrar su senda de normalización.

Los organismos internacionales han acabado de remachar el clavo del escenario de recesión. En particular, las previsiones publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) coinciden en señalar que las economías avanzadas retrocederán en 2009. Aunque las cifras concretas varían, la mayor parte de países se situará en un rango de caídas que va del 0,5% al 1%. Para España, el Fondo espera un retroceso del PIB del 0,7% mientras la OCDE augura un resultado peor, ya que su pronóstico es de un descenso del 0,9%. Asimismo, tanto el FMI como la OCDE prevén una importante desaceleración de la inflación, situándose en la zona del 1,5%, en 2009, la mitad aproximadamente que la cifra de 2008.

En definitiva, los datos disponibles confirman que las economías avanzadas están entrando, si no lo han hecho ya, en recesión. En la evolución de los mercados financieros subyace un escenario de fuerte reducción de la actividad y mínimas tensiones inflacionistas. Y tanto la OCDE como el FMI manejan previsiones similares de fuerte contracción del crecimiento en Europa y Estados Unidos. Ante esta situación, los gobiernos han optado por recuperar la receta del estímulo fiscal para paliar un desplome cíclico de magnitud importante. El rápido deterioro económico ha obligado a reacciones de urgencia y a diseñar una cierta coordinación internacional.

La reunión del G-20 en Washington el pasado 15 de noviembre sentó las bases mínimas de un consenso sobre la política económica a desarrollar en los próximos meses: relajación de la política monetaria y expansión fiscal, junto con un mayor activismo de los organismos internacionales para ayudar a las economías en dificultades y el mantenimiento de las medidas de salvamento bancario. Asimismo, se oficializó el compromiso de evitar tentaciones proteccionistas y la necesidad de impulsar la reforma del sistema financiero internacional bajo los principios de transparencia, coordinación internacional y responsabilidad financiera.

En esta línea, la Comisión Europea ha tratado de orientar los esfuerzos de los estados miembros. El pasado 26 de noviembre, el ejecutivo comunitario anunció una serie de medidas que deben servir para proporcionar un plus de crecimiento en los próximos dos años. El paquete, que asciende a 200.000 millones de euros, se compone de una serie de medidas financiadas por el presupuesto comunitario, que suman 30.000 millones de euros, y otras, de desarrollo nacional, que van a cargo de los presupuestos estatales por los restantes 170.000 millones de euros. La aportación comunitaria se divide a partes prácticamente iguales en 15.600 millones de euros en forma de créditos para pymes

Los mercados financieros anticipan un escenario recesivo con inflación baja en las economías avanzadas.

El FMI y la OCDE prevén caídas del PIB en los países occidentales en 2009.

Esfuerzo de coordinación internacional para consensuar las medidas de estímulo fiscal y de salvamento financiero necesarias.

Los estados buscan garantizar la solvencia y la liquidez bancaria...

del Banco Europeo de Inversiones y 14.400 millones de euros a cargo del presupuesto de la UE, en su mayor parte anticipos del Fondo de Cohesión y redes transeuropeas de energía y telecomunicaciones. Respecto a la parte que corresponde a los presupuestos nacionales, la Comisión se limita a indicar una batería de posibles medidas, como, por ejemplo, ampliación del gasto público, emisión de avales para créditos o disminuciones del impuesto sobre el valor añadido (IVA) y de las cotizaciones sociales.

Se trata, indudablemente, de ratificar lo que los estados ya están impulsando. Aunque en estos momentos se desconoce el detalle de muchos de los planes nacionales de estímulo económico, sí están claras las líneas de actuación adoptadas. Las más desarrolladas, porque eran también las más urgentes, son las acciones destinadas a resolver problemas de solvencia y liquidez de las entidades financieras. Según ciertas estimaciones, el montante global comprometido, incluidos los avales, puede haber superado el 7% del PIB mundial.

Un segundo frente, que ahora se está activando, son las medidas públicas que impactan directamente sobre el gasto de familias y empresas –subvenciones y rebajas fiscales– y aquellas que implican mayor gasto e inversión pública. Por lo que se refiere a la rebaja de la fiscalidad, pueden tener carácter general (como es la propuesta de disminuir el gravamen del IVA en el Reino Unido) o específico (como las desgravaciones a las inversiones productivas impulsadas en Estados Unidos, Alemania, Francia, así como las desgravaciones en los impuestos sobre la renta, aplicadas en España o Alemania, por ejemplo). Asimismo, se han lanzado nuevos programas de infraestructuras o adelantado los existentes en países como China o Alemania.

Se trata de paquetes de estímulo fiscal todavía relativamente reducidos, ya que en

la mayoría de casos equivalen a un 1,2%-1,3% del PIB nacional, con la salvedad notable de Estados Unidos y China, que comprometen una cuantía muy relevante en términos de PIB. Además, la política fiscal no actúa sola, ya que la relajación monetaria sigue prolongándose en las últimas semanas. En noviembre, el Banco Central Europeo rebajaba su tipo de intervención hasta el 3,25% y se espera que en diciembre se produzca un nuevo recorte. El Banco de Inglaterra también redujo su tipo de referencia al 3% y otros bancos centrales han seguido la estela bajista.

En el caso español, las cifras disponibles de las medidas destinadas a impulsar el gasto familiar y de las empresas ascendían hasta ahora al 1,1% del PIB, aproximadamente, cuantía que el último Consejo de Ministros de noviembre ha ampliado en 11.000 millones de euros, el 1% del PIB, que irán dirigidos a financiar obras públicas municipales y también a apoyar al sector de la automoción y otros.

Cabe señalar, finalmente, el tercer dominio de intervención pública que son el conjunto de avales y créditos para familias y empresas no financieras cuya finalidad es activar los canales crediticios. La actuación española en este campo asciende aproximadamente a un 3,8% del PIB en 2008 y 2009 y cubre aspectos como inversiones empresariales y financiación de vehículos y viviendas.

¿Evitará este esfuerzo de intervención pública una excesiva contracción del crecimiento? A corto plazo, sus efectos deberían servir cuanto menos para paliar parte del impacto del retroceso. Más inciertos son sus efectos a largo plazo. Pero, de momento, se trata de mantener al paciente con vida. Luego, si todo ha funcionado, habrá ocasión de plantearse cómo retornar a una senda equilibrada de crecimiento.

28 de noviembre de 2008

...al tiempo que tratan de reactivar la demanda mediante rebajas fiscales e inversión pública.

El Gobierno español impulsa una batería de medidas que trata de incidir en los frentes críticos de la economía: consumo, inversión y crédito.

CRONOLOGÍA

2007

- 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**.
30 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,00%.
- julio** 3 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 4,25%.
11 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 146,6 dólares por barril.
15 El **euro** cotiza a 1,599 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.
- agosto** 14 El gobierno pone en marcha un **programa de 24 reformas económicas** para 2008 y 2009.
- septiembre** 19 El gobierno de Estados Unidos presenta un **plan de rescate del sistema bancario estadounidense** por un importe de 700.000 millones de dólares.
- octubre** 7 El Gobierno español anuncia la creación de un **fondo para la compra de activos financieros** a las entidades de crédito hasta un máximo de 50.000 millones de euros y eleva la garantía de los depósitos e inversiones a 100.000 euros.
8 El **Banco Central Europeo**, la **Reserva Federal** y el **Banco de Inglaterra** recortan sus tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos, en una acción concertada con otros bancos centrales.
12 Los países de la eurozona acuerdan una **acción concertada** para reforzar el sistema financiero hasta el final de 2009.
13 El Gobierno autoriza el otorgamiento de **avales del Estado** hasta 100.000 millones de euros en 2008 a operaciones de financiación nuevas de las entidades financieras, con posible ampliación a 2009.
28 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota su nivel más bajo (7.905,4) desde 2004.
29 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 1,00%.
- noviembre** 6 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 3,25%.
15 Reunión del G-20 en Washington para la **reforma del sistema financiero internacional**.
20 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra su nivel más bajo (7.552,3) desde 2003.
21 El precio del **petróleo** calidad *Brent* cae hasta su nivel más bajo (47,96 dólares por barril) desde febrero de 2005.

AGENDA

Diciembre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
5 Índice de producción industrial (octubre).
12 IPC (noviembre).
16 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
17 IPC armonizado de la UE (noviembre).
18 Encuesta de coste laboral (tercer trimestre).
23 Ingresos y pagos del Estado (noviembre). Comercio exterior (octubre).
29 Precios industriales (noviembre).
30 Balanza de pagos (octubre).

Enero

- 5 Avance IPCA (diciembre).
9 Índice de producción industrial (noviembre).
15 IPC (diciembre). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. IPC armonizado de la UE (diciembre).
23 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
26 Precios industriales (diciembre).
28 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
30 Balanza de pagos (noviembre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

La OCDE espera que las economías de Estados Unidos, la zona del euro y Japón retrocedan en 2009.

Previsiones de crecimiento a la baja

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento. La OCDE espera que la economía de Estados Unidos retroceda un 0,9% en 2009 para crecer un moderado 1,6% en 2010. La zona del euro también reculará un 0,5% en 2009, creciendo un 1,2% en 2010. Japón, por su parte, descenderá un menos drástico 0,1% para

después avanzar un magro 0,6%. Este escenario central de la OCDE se basa en tres premisas: una duración corta de las tensiones extremas en el sector financiero, seguida de turbulencias intermitentes que irían amainando de forma gradual hacia el final de 2009, un ajuste inmobiliario al que todavía le queda un largo recorrido y el efecto compensatorio parcial de unas materias primas más asequibles que aumentan el poder adquisitivo de los hogares.

PREVISIONES DE LA OCDE (1)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (2)						
Estados Unidos	3,1	2,9	2,2	1,4	-0,9	1,6
Japón	1,9	2,4	2,1	0,5	-0,1	0,6
Zona del euro	1,7	2,9	2,6	1,1	-0,5	1,2
OCDE	2,7	3,1	2,7	1,4	-0,3	1,5
Inflación (3)						
Estados Unidos	3,4	3,2	2,9	3,6	1,2	1,3
Japón	-0,6	0,2	0,1	1,4	0,3	-0,1
Zona del euro	2,2	2,2	2,1	3,4	1,4	1,3
OCDE	2,0	2,2	2,2	3,3	1,7	1,5
Paro (4)						
Estados Unidos	5,1	4,6	4,6	5,7	7,3	7,5
Japón	4,4	4,1	3,9	4,1	4,4	4,4
Zona del euro	8,8	8,2	7,4	7,4	8,6	9,0
OCDE	6,5	6,0	5,6	5,9	6,9	7,2
Balanza por Cuenta Corriente (5)						
Estados Unidos	-6,1	-6,2	-5,3	-4,9	-3,9	-3,6
Japón	3,7	3,9	4,8	3,8	4,3	3,9
Zona del euro	0,4	0,2	0,2	-0,3	0,2	0,2
OCDE	-1,5	-1,7	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 28 de octubre de 2008 (1 dólar = 95,69 yenes = 0,80 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 31 de octubre de 2008.

(2) Tasas porcentuales de variación en términos reales.

(3) Tasas porcentuales de variación del deflactor del PIB.

(4) En porcentaje sobre población activa.

(5) En porcentaje del PIB.

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Por su parte, el FMI ha reducido apreciablemente las previsiones de crecimiento publicadas hace apenas un mes en su reciente informe de perspectivas de la economía mundial, lo que es demostrativo del grado de incertidumbre que rodea la coyuntura internacional. Según el Fondo, la economía mundial crecerá un 2,2% en 2009 en vez del 3,0% previamente vaticinado. Para Estados Unidos se espera un retroceso del 0,7% en 2009, mientras que para Japón se prevé un descenso del 0,2%. De forma similar, para Europa se esperan retrocesos en casi todos los países. Así, la

economía de la zona del euro se replegará un 0,5% en 2009 mientras que en Alemania se espera un crecimiento negativo del 0,8%, afectada por una menor demanda global para sus exportaciones. Por su parte, Francia retrocedería un 0,5% y España, un 0,7%. El descenso más acentuado lo sufrirá el Reino Unido, para el que se pronostica una contracción del 1,3%.

El FMI también cree que se registrará una importante desaceleración en las principales economías emergentes, aunque la tasa de crecimiento para su conjunto, del

Muy parecidas son las previsiones del FMI, que ha revisado las presentadas hace apenas un mes.

PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje

	2006	2007	2008 (*)	2009 (*)	Diferencia con la previsión de octubre	
					2008	2009
PIB						
Estados Unidos	2,8	2,0	1,4	-0,7	-0,2	-0,8
Japón	2,4	2,1	0,5	-0,2	-0,2	-0,7
Alemania	3,0	2,5	1,7	-0,8	-0,1	-0,8
Francia	2,2	2,2	0,8	-0,5	-0,1	-0,7
Italia	1,8	1,5	-0,2	-0,6	-0,1	-0,4
Reino Unido	2,8	3,0	0,8	-1,3	-0,2	-1,2
España	3,9	3,7	1,4	-0,7	-	-0,5
Zona del euro	2,8	2,6	1,2	-0,5	-0,1	-0,7
Economías avanzadas	3,0	2,6	1,4	-0,3	-0,1	-0,8
Total mundial	5,1	5,0	3,7	2,2	-0,2	-0,8
<i>Países en desarrollo</i>	7,9	8,0	6,6	5,1	-0,3	-1,0
<i>América Latina</i>	5,5	5,6	4,5	2,5	-0,1	-0,7
<i>Europa del Este y Central</i>	6,7	5,7	4,2	2,5	-0,3	-0,9
<i>Rusia</i>	7,4	8,1	6,8	3,5	-0,2	-2,0
<i>China</i>	11,6	11,9	9,7	8,5	-	-0,8
Precios al consumo						
Economías avanzadas	2,4	2,2	3,6	1,4	-	-0,6
<i>Países en desarrollo</i>	5,4	6,4	9,2	7,1	-0,2	-0,7
Comercio mundial en volumen (**)	9,3	7,2	4,6	2,1	-0,3	-2,0
Precio del petróleo (\$/barril (***))	20,5	10,7	40,2	-31,6	-10,6	-25,3

NOTAS: (*) Previsiones de noviembre 2008.

(**) Bienes y servicios.

(***) Media de precios spot de las calidades Brent, Dubai Fateh and West Texas Intermediate oil. El precio medio del petróleo en dólares por barril previsto es de 71,13 en 2008 y 68,00 en 2009.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

Estados Unidos se acerca a la recesión con una crisis de confianza y unos consumidores endeudados...

5,1% en 2009, seguirá siendo muy superior a las del grupo de países avanzados.

Estados Unidos: hacia la recesión

La economía estadounidense empeora de forma rápida sin perspectivas convincentes de recuperación. Los apoyos y garantías suministrados al sector financiero siguen sin trasladarse al resto de ramas de la actividad económica, tal como demuestra la evolución alcista de las primas de riesgo de la deuda de las empresas. En el centro de este panorama bajista están los consumidores. Con un poder adquisitivo disminuido y un alto endeudamiento, éstos ven cómo la amenaza de nuevas bancarrotas y el continuado descenso del valor de sus activos merma su confianza. Un elemento positivo es la moderación de la inflación.

La reducción del precio de las materias primas es un alivio para el poder adquisi-

tivo de los hogares, ya que con los mismos dólares se pueden comprar más galones de gasolina. Si el precio del petróleo se mantiene en los niveles actuales, cercanos a los cincuenta dólares por barril, a mediados de 2009 podrían darse incrementos negativos del IPC.

El producto interior bruto (PIB) estadounidense retrocedió en el tercer trimestre un 0,5%, en términos intertrimestrales anualizados, y se espera que continúe a la baja en el cuarto. El punto más débil, y también el mayor riesgo, es hoy el consumo privado, que a su vez reculó un 3,7%. También restan fuerzas al crecimiento la inversión en equipo y la construcción, que sigue sin tocar fondo. En este entorno de debilidad de la demanda interna, el sector exterior ha pasado a tener contribuciones positivas pero cada vez le faltan más fuerzas, con unas exportaciones que cedieron la mitad del empuje que habían dado el trimestre anterior, fruto de la ralentiza-

...si bien la reducción del precio de las materias primas es un alivio.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008			
			III	IV	I	II	III	Octubre
PIB real	2,8	2,0	2,3	2,3	2,5	2,1	0,7	-
Ventas al por menor	5,8	4,1	4,1	4,9	3,0	2,6	0,7	-4,1
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	105,7	91,2	76,5	57,3	57,3	38,0
Producción industrial	2,2	1,7	1,8	2,1	1,9	0,2	-2,6	-4,1
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	51,3	49,6	49,2	49,5	47,8	38,9
Venta de viviendas unifamiliares	-18,0	-26,8	-27,3	-33,7	-33,1	-39,1	-34,6	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,7	4,8	4,9	5,3	6,0	6,5
Precios de consumo	3,2	2,9	2,4	4,0	4,1	4,4	5,3	3,7
Balanza comercial (3)	-753,3	-700,3	-701,4	-700,3	-697,8	-699,6	-708,3	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,2	5,3	5,4	4,9	3,0	2,8	3,2	3,0
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	82,5	77,9	77,0	73,3	72,0	70,9	73,5	80,4

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.

ción de la demanda global. Con estos mimbres, Estados Unidos está al principio de una recesión, con unas perspectivas para 2009 que apuntan a un crecimiento nulo en el mejor de los casos, es decir, considerando importantes estímulos del sector público.

Este escenario sombrío se refleja en el ánimo de los consumidores, como lo expresa el índice de confianza del consumidor del Conference Board, que en octubre bajó de 61,4 hasta los 38,0 puntos, un mínimo absoluto en los casi 40 años de vida del indicador. Abundando en este contexto, las ventas minoristas de octubre sumaron su tercer mes consecutivo de descensos. Esto hizo que, sin automóviles ni gasolina, los componentes más fluctuantes, el consumo minorista creciera un lánguido 0,5% que, descontando las variaciones de precios, se traduce en una disminución del 1,6%. Por otra parte, las ventas de automóviles del mismo periodo acumulaban una bajada del 23,4% interanual. Con estos elementos, los comerciantes augu-

ran una mala temporada de compras navideñas.

La visión empresarial, reflejada en el índice de actividad del Institute for Supply Management, abandonó ambigüedades pasadas y en octubre intensificó su tendencia de retroceso, mostrando un escenario claro de recesión, con niveles similares a los de 1991. El índice de manufacturas bajó de 43,5 al nivel de los 38,9 puntos, ya bastante por debajo del nivel de equilibrio de los 50,0 puntos, que se considera el umbral que señala riesgos de recesión. Por su parte, el índice de servicios descendió drásticamente de 52,1 al nivel de los 44,2 puntos. En ambos casos se evidencia que en pocos meses se ha pasado de las tensiones inflacionistas a tener drásticas bajadas de precios. Destaca la debilidad del empleo y el intenso deterioro de nuevos pedidos, especialmente en manufacturas.

El sector de la vivienda sigue sin tocar fondo. Por el lado de la demanda, el precio de

El pesimismo de los consumidores se traslada al consumo minorista.

Los empresarios empeoran drásticamente sus previsiones y no ven tensiones de precios.

ESTADOS UNIDOS: LA DESACELERACIÓN DEL CONSUMO SE INTENSIFICA

Ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina, variación interanual (*)



NOTA: (*) Datos deflactados por el índice de precios de consumo sin energía ni alimentos.

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

La construcción sigue sin tocar fondo debido al exceso de oferta acumulado.

El mercado laboral acentúa su deterioro, con cerca de 1,2 millones de empleos perdidos.

los inmuebles sigue disminuyendo la riqueza percibida de muchos consumidores. El índice Case-Shiller acumula un retroceso del 22,0% respecto al máximo de junio de 2006 que, añadido a la subida del IPC, supone una pérdida de valor del 28,0%. Fruto del continuado descenso de precios, la disminución del número de transacciones parece haber tocado fondo, pero existe todavía un importante exceso de oferta acumulado en el mercado de la vivienda, agravado por el retraso que han sufrido los ingresos respecto al precio de los inmuebles. Esto impide que la oferta toque fondo, tal como lo demuestra la caída de la construcción en el PIB del tercer trimestre y las viviendas iniciadas, que en octubre retrocedieron un 38,0% interanual. Apuntando en igual dirección, los permisos de construcción, indicador adelantado del anterior, descendieron un 40,1%. La evidencia más palpable de la dureza del ajuste no son los descensos, sino los niveles alcanzados, pues las 791.000 viviendas iniciadas en octubre, en

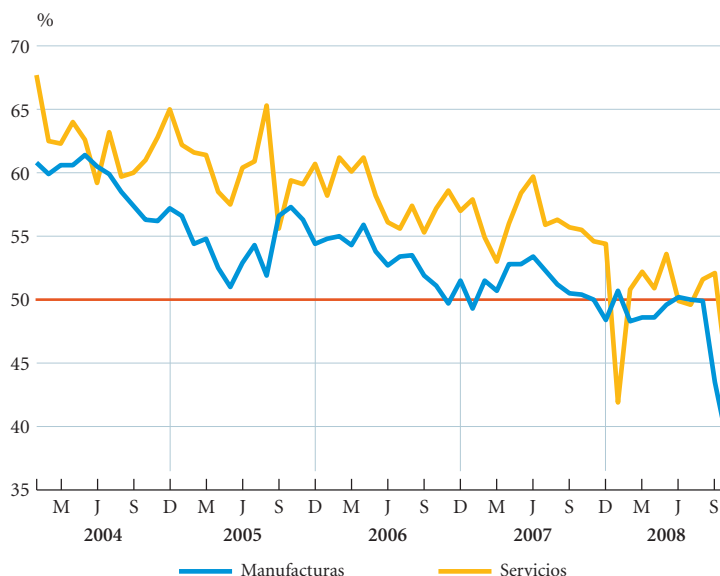
términos anuales, son un mínimo histórico desde el inicio del indicador en 1959.

La debilidad del consumo privado tiene su origen en la mencionada merma del poder adquisitivo de las familias y aquí la fragilidad del mercado de trabajo juega un papel crucial. En octubre, se destruyeron 240.000 empleos y se comprobó que la pérdida de empleos en los meses anteriores había sido muy superior a la inicialmente estimada. Esto elevó hasta 1.179.000 el total de empleos perdidos en el periodo enero-octubre del corriente año. La tasa de paro de octubre llegó al 6,5% de la población activa, y la tendencia es al alza. Por su parte, los salarios mantuvieron su poder adquisitivo respecto al mismo periodo del año anterior gracias en gran medida al descenso del precio del petróleo.

Por el lado de los precios, el índice de precios al consumo (IPC) se incrementó en octubre un 3,7% interanual, que supone una fuerte desaceleración respecto a la su-

ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS VEN MALOS TIEMPOS

Nivel de los índices del ISM (*)

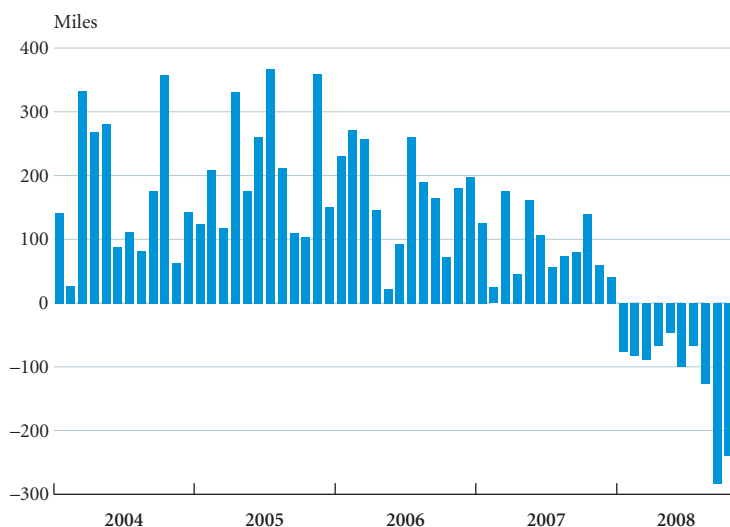


NOTA: (*) Un nivel de 50 implica que hay tantas respuestas optimistas como pesimistas.

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: EL DETERIORO DEL EMPLEO SE INTENSIFICA

Creación (+) o destrucción (-) mensual neta de empleo no agrícola



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

bida del 4,9% de septiembre. Frente a esta volatilidad del índice general, la variable clave sigue siendo el componente subyacente, el general sin alimentos ni energía, que también moderó sus avances, con una subida del 2,2% interanual frente al previo 2,5%. Los precios de producción del mismo periodo se incrementaron en un 5,1% interanual que supone una intensa desaceleración respecto al 8,7% de septiembre, a causa de la baja utilización de la capacidad productiva, que en octubre se situó en el 76,3%, y por el descenso del precio del petróleo.

En el sector exterior, constituido ahora en apoyo del crecimiento, la balanza comercial de bienes y servicios arrojó en septiembre un déficit de 56.470 millones de dólares, saldo que, pese a la debilidad de la demanda interna, está un 1,8% por encima del mismo periodo del año anterior. En este sentido, la esperada mejora de la balanza comercial, excluyendo el petróleo y sus productos derivados, lleva ya cuatro meses estancada, si no retrocediendo. La causa está en la desaceleración de las ex-

portaciones, que parecen haber tocado techo. Así, éstas crecieron un 8,8% interanual, frente al incremento del 16,3% del mes anterior, una desaceleración más intensa que la de las importaciones, que pasaron de crecer al 13,6% a avanzar un 6,9% interanual.

Japón ya está en recesión

El PIB del tercer trimestre de la economía japonesa retrocedió un 0,6%, en términos intertrimestrales anualizados, lo que deja el crecimiento interanual en el 0,0%. El crecimiento de los tres trimestres previos también fue revisado a la baja, especialmente el correspondiente al segundo trimestre, que ahora registra una caída del 3,7% intertrimestral anualizado. Estos dos periodos sucesivos de crecimiento negativo llevan a la economía a una recesión.

La distribución por componentes presenta mayoritariamente sombras, aunque también muestra alguna luz. Continúa el

La inflación se modera con rapidez y baja del 4%, pero el déficit comercial se resiste a la corrección.

El PIB de Japón retrocede por segundo mes consecutivo y la economía entra en recesión.

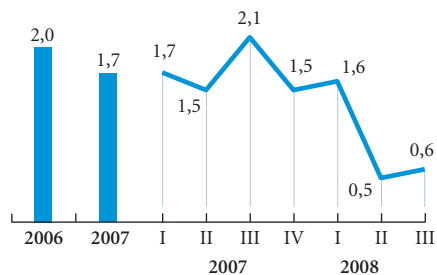
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

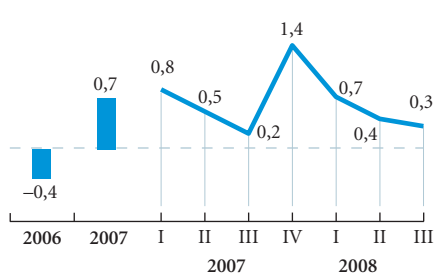
PIB



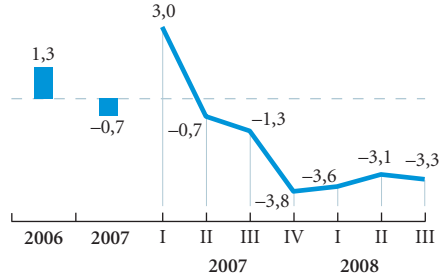
Consumo privado



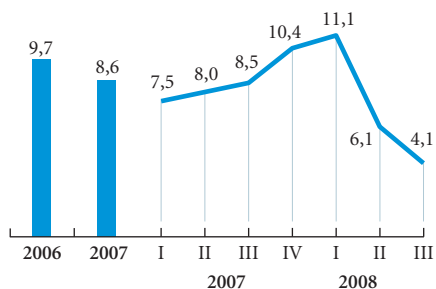
Consumo público



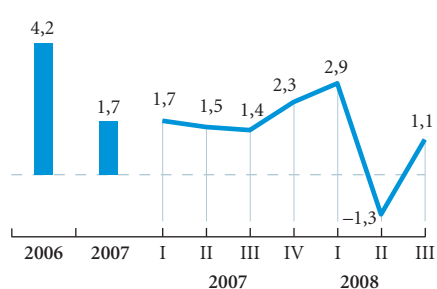
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto de Investigación Económica y Social y elaboración propia.

La inversión en equipo y las exportaciones son los componentes más débiles.

deterioro del sector exterior, fruto de la debilidad de la demanda global, aunque las exportaciones evolucionaron menos mal que en el trimestre anterior. Fue, sin embargo, el repunte importador el que acabó arrastrando a la baja al sector exterior. La debilidad de la economía nipona reside en una dependencia de las ventas al exterior que, esta vez, se hizo especialmente patente en el retroceso del 6,7% intertrimestral anualizado de la inversión en equipo, que en gran parte es realizada

por empresas exportadoras. Este descenso explica por sí sólo el retroceso de la economía en el tercer trimestre. En el lado positivo cabe destacar la leve recuperación del consumo privado y el fuerte repunte de la construcción, que pasó de descensos del 11,9% a crecer un 17,0% en términos intertrimestrales.

La duda respecto a estas buenas noticias está en su continuidad. Primeramente, el consumo privado podría haber experi-

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB real	2,4	2,1	2,0	1,6	1,3	0,7	–	0,0	–
Producción industrial	4,2	2,9	3,1	2,7	2,5	1,0	1,2	–4,7	–2,1
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	19,0	11,0	5,0	–	–3,0	–
Viviendas iniciadas	4,5	–17,2	–36,9	–27,1	–8,9	–10,9	19,2	53,5	54,4
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0	4,1	4,0
Precios de consumo	0,2	0,1	–0,1	0,5	1,0	1,4	2,3	2,1	2,1
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	12,3	12,5	11,7	10,2	9,7	8,2	7,0
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,3	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	81,1	77,1	76,9	78,4	83,4	82,6	80,6	80,7	84,4

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

(5) 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.

mentado un cierto repunte a causa de los Juegos Olímpicos de Pekín. En segundo lugar, los indicadores del mercado de la vivienda no apoyan el drástico viraje al alza que aparece en las cuentas nacionales. De ahí los dos planes de estímulo fiscal puestos en marcha por el gobierno de Taro Aso. Con 6,8 billones de yenes, un 1,3% del PIB, sus principales beneficiarios serían los hogares. Unos beneficios que incluirían 60.000 yenes (unos 500 euros) para una familia media de cuatro personas y exenciones a quienes pagan hipotecas. Las pequeñas y medianas empresas, así como la banca, también serían receptores de ayudas. El problema de los estímulos fiscales es que la deuda bruta del erario público supera el 170% del PIB aunque, en saldo, sus acreedores son principalmente japoneses, a diferencia del caso estadounidense.

Entre los indicadores de demanda más recientes no se ven muchas luces. La confianza del consumidor del tercer trimestre llegó a mínimos históricos y las ventas

minoristas volvieron a retroceder en septiembre. Las ventas de automóviles, indicador adelantado de la demanda, volvieron a retroceder en octubre tras unos tímidos indicios de recuperación en la primera mitad de 2008. Por el lado de la oferta no aparece tampoco ningún bálsamo. La producción industrial no se recuperó del severo correctivo de agosto y en septiembre cedió un 2,1% interanual. Por su parte, la producción industrial de bienes de consumo del mismo periodo retrocedió un más moderado 0,6%. En el capítulo de la formación de capital, las expectativas para los próximos meses siguen siendo sombrías, con unos pedidos de maquinaria que disminuyeron un 9,3% interanual y en donde, a grandes trazos, la debilidad estuvo repartida por igual entre el sector exportador y el que atiende la demanda interna.

En el frente de la vivienda, los últimos indicadores no confirman la continuidad del fuerte repunte de la construcción del PIB del tercer trimestre. A pesar de su re-

El estímulo fiscal de 6,8 billones de yenes pretende dar fuerzas a la demanda interna.

La construcción se recupera pero no la venta de inmuebles, mientras que la industria sigue a la baja.

punte de octubre, el volumen de ventas del área de Tokio mantuvo su fuerte tendencia a la baja mientras que los precios están relativamente estancados desde mayo. Por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas de enero a septiembre avanzaron un moderado 2,3% interanual que denota una recuperación más bien modesta respecto al bajo nivel alcanzado en el tercer trimestre de 2007.

La inflación se mantiene por encima del 2% pero bajará en los próximos meses.

En el frente inflacionista, los avances del índice general siguen causados más por la resaca del encarecimiento del petróleo que no por el vigor de la demanda interna. El IPC de septiembre subió un 2,1% interanual, y el índice sin alimentos frescos se mantuvo justo por debajo de su máximo histórico, con un incremento del 2,3% interanual. Sin embargo, los precios deberían moderarse con rapidez ya que el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, registró un incremento del 0,2% interanual. El IPC de Tokio del mes de octubre, con un avance del 1,2% interanual, y la persistencia de los descensos de los precios de las materias primas, vienen a apoyar esta hipótesis de un rápido retorno de la inflación japonesa a valores muy cercanos al cero, sin descartar incursiones en el terreno negativo, de disminución de precios. Por su parte, la tasa de paro de

septiembre bajó ligeramente situándose en el 4,0% de la población activa.

En el sector exterior, el superávit comercial sigue reduciéndose con rapidez. En los doce meses hasta septiembre, el saldo positivo disminuyó hasta los 7,0 billones de yenes, un 42,3% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior. Es significativo que septiembre fuera el segundo mes consecutivo de déficit comercial. Algo que no es usual en Japón y cuya causa está en el estancamiento de las exportaciones a Estados Unidos y, especialmente, a China. Las manufacturas japonesas siguen siendo competitivas pero la apreciación del yen y la debilidad de la demanda global hacen difícil que vuelvan a soplar buenos vientos para el país del sol naciente.

Las exportaciones siguen estancadas por la menor demanda internacional.

Brasil: creciendo en soledad

A falta de los datos del PIB del tercer trimestre, los últimos indicadores y las previsiones para 2009 caracterizan a Brasil como una de las economías menos afectadas por la crisis de crédito. La economía brasileña creció un 6,2% interanual en el segundo trimestre, bien por encima de la media de los últimos años. El mayor pro-

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB real	3,7	5,4	5,6	6,1	5,9	6,2	-	...	-	-
Tasa de paro São Paulo (*)	15,9	15,0	15,0	14,0	13,8	13,7	12,7	12,8	...	...
Precios de consumo	4,2	3,6	4,0	4,3	4,6	5,6	6,4	6,2	6,3	6,4
Balanza comercial (**)	46,5	40,0	43,2	40,0	34,1	30,8	30,7	29,5	28,7	26,5
Tipo SELIC del banco central (***)	15,1	12,0	11,4	11,3	11,3	11,9	13,0	13,0	13,8	13,8
Reales por dólar	2,2	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,9	2,1

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

(***) Porcentaje 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.

tagonismo de la actividad siguió centrado en la demanda interna aunque con algo menos de consumo y con mucha más inversión. Aunque Brasil sigue teniendo el mayor superávit comercial del continente americano, el sector exterior siguió evidenciando un perfil errático, con las exportaciones creciendo muy por debajo de las importaciones.

Entre los últimos indicadores de actividad, la producción industrial continuó intensificando sus alzas y en septiembre creció un 9,4% interanual. De naturaleza más volátil pero manteniendo una línea de robustez, la producción industrial de bienes de capital prosiguió con sus crecimientos de dos dígitos, registrando una ganancia del 25,8% interanual, lo que augura la continuidad del ciclo alcista inversor en el PIB del tercer trimestre. En lógica consonancia, la utilización de la capacidad productiva continuó con el repunte que ha prevalecido desde inicios de año, llegando hasta el 84,4%, lo que iguala el máximo histórico de 2007.

Por el lado de la demanda, las ventas minoristas siguieron mostrando crecimientos robustos. El consumo minorista venía siendo una asignatura pendiente de Brasil, con unas cuentas macroeconómicas satisfactorias que, sin embargo, no se reflejaban en el consumo de los hogares, muchos de ellos en el umbral de la pobreza. Sin embargo, a partir de 2004 y, especialmente por su continuidad, en 2007 y 2008 las ventas al por menor viven un ciclo alcista que no da señales de flaqueza, como lo demuestra el avance de septiembre del 9,4% interanual. De forma similar, las compras de automóviles del periodo enero-octubre crecieron un 22,2% interanual. La persistencia de estos ritmos de avance hizo que en octubre se vendieran un 47% más de unidades que en el promedio de 2006, lo que da idea de la pujanza de la demanda interna.

Esta fuerza de la demanda interna provoca tensiones inflacionistas relativamente moderadas, con un IPC que en octubre

Brasil sigue esquivando los efectos de la crisis de crédito.

La industria sigue avanzando con fuerza, liderada por los bienes de capital.

BRASIL: SE ACERCA EL EQUILIBRIO FISCAL

Déficit público de los últimos doce meses con relación al PIB



FUENTES: Instituto da Pesquisa Economica Aplicada y elaboración propia.

Las ventas minoristas mantienen un tono vigoroso y el IPC sube un 6,4%.

subió un 6,4% interanual, incrito en un perfil de relativa estabilidad. En los precios mayoristas las tensiones amainan poco a poco como lo demuestra el avance de octubre del 14,7%, elevado pero ya inferior al 15% por segundo mes consecutivo. Con todos estos elementos, el banco central se mantiene vigilante y deja invariado su tipo de referencia SELIC en el 13,8%, nivel al que se había llegado con subidas paulatinas hasta septiembre.

Las finanzas públicas mejoran y el superávit comercial se reduce.

En el mercado de trabajo las mejoras evolucionan más lentamente, ya que la tasa de paro del distrito de São Paulo interrumpió sus lentos descensos para situarse en agosto en el 12,8% de la población activa. Por su parte, el sector público sigue mejorando. En primer lugar, por los ingresos de las arcas públicas. Gracias a la fuerte actividad económica, el superávit fiscal antes de los intereses de la deuda, fue del 4,6% del PIB en los últimos doce meses hasta septiembre. También continuaron los efectos de la mejora en la calificación de la calidad de la deuda, con lo que los intereses pagados fueron del 5,9% del PIB, por debajo del 6% por vez primera desde 1998. Todos estos factores ayudaron a reducir el déficit público total hasta situarlo en el 1,3% del PIB, menos

Argentina crece un 7,5% pero los indicadores apuntan a una ralentización.

de la mitad del nivel de 2006. En el sector exterior, la relativa pérdida de valor del real no consiguió enderezar el deterioro del superávit comercial, que en los últimos doce meses hasta octubre fue de 26.510 millones de dólares, 16.157 millones menos que en el mismo periodo del año anterior. Un deterioro que pese a la fragilidad de la demanda internacional se debe más al aumento de las importaciones que no a una súbita desaceleración exportadora.

Argentina: la expansión pierde fuerza

La economía argentina creció en el segundo trimestre un 7,5% interanual y mantuvo su ya largo ciclo expansivo basado en la demanda interna aunque con una clara ralentización del consumo privado y una más intensa desaceleración de la inversión.

Las tensiones inflacionistas, que en Argentina han sido más intensas que en otras economías emergentes, parecen amainar un poco. En octubre, el avance del IPC se situó en un 8,4% interanual, volviendo así a los ritmos de inicios de año. De igual manera, los precios al por

ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB real	8,5	8,7	8,8	9,1	8,3	7,5	-	...	-	-
Producción industrial	7,7	5,9	3,6	6,2	5,1	3,7	3,6	4,1	2,3	...
Tasa de paro (*)	10,2	8,5	8,1	7,5	8,4	8,0	-	...	-	-
Precios de consumo	10,9	8,8	8,6	8,5	8,5	9,1	9,1	9,0	8,7	8,4
Balanza comercial (**)	12,3	11,1	10,4	11,1	12,3	10,9	11,4	13,4	14,2	...
Tipo interbancario 3 meses (***)	9,9	11,3	12,6	13,7	10,7	14,2	14,1	13,9	13,7	19,3
Pesos argentinos por dólar	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,1	3,0	3,0	3,1	3,4

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

(***) Porcentaje.

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

mayor de bienes nacionales se incrementaron en un 10,9%, lo que también supone menores subidas mientras que los bienes energéticos sí que mantuvieron un notable incremento del 20,9%. La evolución del precio del petróleo a la baja debe, en este sentido, suponer un notable bálsamo para la economía argentina que debería notarse en los próximos meses.

Los indicadores de demanda más recientes, aunque robustos, evidenciaron un proceso de intensa desaceleración. Las ventas minoristas de la región de Buenos Aires crecieron en septiembre un 16,0% interanual y en el total de grandes almacenes subieron un 28,6%. Pese a lo elevado de estas cifras, que incluyen los incrementos de precios, en ambos casos es notoria la ralentización respecto a los ritmos de agosto, donde los ritmos de avance eran de 27,3% y 37,0%, respectivamente. La venta de automóviles de los últimos doce meses hasta octubre siguieron confirmando estos signos de ralentización de la demanda, con un crecimiento del 9,7% interanual, cuando tras sólo tres meses atrás los incrementos eran del 15%.

En el lado de la oferta también domina la senda bajista. La producción industrial continúa con su tendencia de ralentización, con un magro avance del 2,3% interanual. Por sectores, el automóvil mantuvo su recuperación pero las industrias metálica y química tuvieron importantes retrocesos. Retrocesos que se extendieron al sector de la construcción, ya que en agosto el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción descendió un 2,1% interanual, un segundo descenso en tres meses, lo que no se daba desde la crisis de 2002. Por su parte, el Indicador de la Actividad Industrial de septiembre tuvo un mejor comportamiento, avanzando un 5,7% interanual.

Frente a la pérdida de fuerza de la demanda interna, el sector exterior vino a en-

mendar la plana, con superávit comercial de los doce meses hasta septiembre que repuntó hasta los 14.185 millones de dólares gracias a la notable fuerza de las exportaciones, que en el mismo periodo considerado se incrementaron en un 38,4% interanual.

Materias primas: temporada de rebajas

En noviembre se ha vuelto a asistir a nuevos descensos de las cotizaciones de las materias primas. Entre el primero de mes y el día 24, el índice «The Economist» de materias primas cayó un 2,5%. Más allá del retroceso de noviembre, impresiona el hecho de que desde los máximos anuales de principios de julio dicho índice se haya hundido más de un 40%. El petróleo, que no está incluido en el índice que compila el semanario económico, se ha desplomado un 15% entre el 1 y el 24 de noviembre, y más de un 60% desde principios de julio, cuando anotó sus máximos históricos. El 24 de noviembre su nivel era de 52,5 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes), a comparar con los 62 dólares de principios de mes.

Desde comienzos de julio, el segmento que se ha ajustado en mayor medida ha sido el de los metales, que ha caído como grupo más de un 50%. En esta categoría cabe destacar que productos como el níquel, el cobre y el platino han batido este ritmo de descenso. Los restantes componentes se han movido en tasas de disminución más reducidas, con retrocesos inferiores al 40% desde las cotizaciones récord de julio. Concretamente, las materias primas agrícolas no alimentarias han cedido un 38% y las alimentarias un 37%. Estos datos sugieren un patrón: las materias primas de uso industrial (la mayoría de los metales y ciertas materias primas agrícolas) son las que se han ajustado en mayor medida. Se trata de

La inflación sigue por encima del 8% pero hay perspectivas de moderación de precios.

La debilidad de la construcción se añade a la desaceleración del consumo minorista y la producción industrial.

Noviembre, un nuevo mes con las cotizaciones de las materias primas a la baja.

Las perspectivas de demanda global a la baja deprimen los precios.

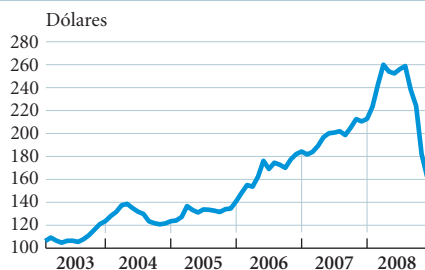
productos cuya demanda presenta un carácter más cíclico que el de alimentos y otras materias primas.

Y si el ciclo es el responsable principal, un descenso de las cotizaciones tiene que vincularse a cambios en las perspectivas de crecimiento global. En el caso del petróleo, la Agencia Internacional de la Energía ha revisado a la baja la demanda

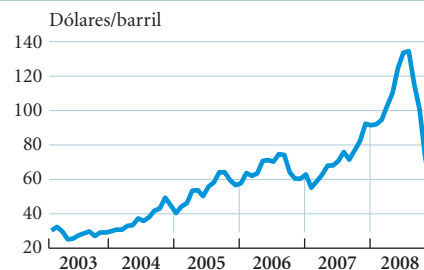
esperada para 2009, de manera que ha pasado de prever una demanda de 87,7 millones de barriles diarios en agosto pasado a vaticinar 86,5 millones de barriles/día en noviembre. De cumplirse las previsiones de la Agencia, la demanda mundial de petróleo en 2009 sólo sería un 0,3% mayor que la de 2008. Una cifra tan baja de crecimiento de la demanda no se ha dado desde 1985.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

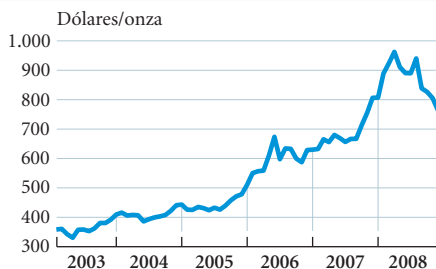
Índice «The Economist»



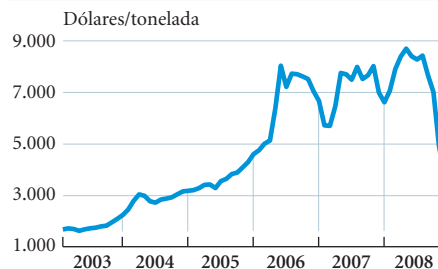
Petróleo Brent



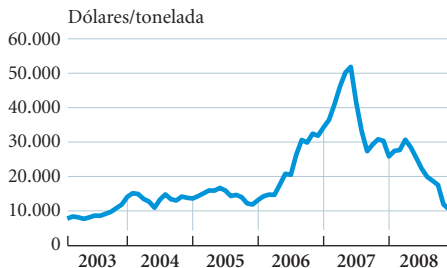
Oro



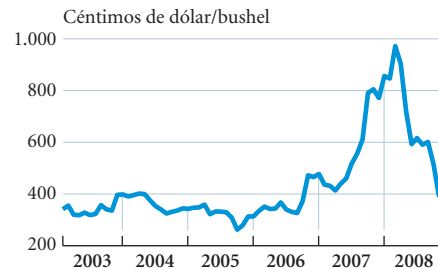
Cobre



Níquel



Trigo



FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

UNIÓN EUROPEA

Previsiones de la Comisión Europea: la primera recesión del euro

La Comisión Europea reconoce que la Unión Europea (UE) va a sufrir plenamente los efectos de la crisis global. Así, el triple impacto de la crisis financiera, del ajuste inmobiliario en varios países y del efecto retardado de diversos años de materias primas caras va a provocar una ralentización del crecimiento mundial que, a su vez, golpeará a la UE. Concretamente, el ejecutivo comunitario espera, para la Unión en su conjunto, un crecimiento del producto interior bruto (PIB) del 0,2% en 2009 (para 2008 estima un crecimiento del 1,4%) y del 1,1% en 2010. Más favorable es el escenario de inflación, ya que el menor ritmo de actividad y el ajuste de

los precios de las materias primas favorecerán que la inflación pase del 3,9% de 2008 al 2,4% en 2009 y al 2,2% en 2010. Respecto a las previsiones anteriores estas cifras representan una notable corrección a la baja del crecimiento para 2008 y 2009 y una revisión al alza de la inflación de 2008 (no así de la inflación de 2009).

La zona del euro va a moverse en parámetros similares. Partiendo de un ritmo de crecimiento del 1,2% en 2008, la Comisión prevé un crecimiento mínimo, del 0,1%, en 2009 y una recuperación hasta el 0,9% en 2010. También la inflación registrará una senda paralela a la de la Unión en su conjunto, pasando del incremento del 3,5% en 2008 a deslizarse hasta el 2,2% en 2010. Más allá de estas cifras

La Comisión Europea certifica que la zona del euro está entrando en la primera recesión de su historia.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ZONA DEL EURO (1)

	2005	2006	2007	Previsiones actuales otoño 2008 (1)			Diferencia con la primavera de 2008 (2)	
				2008	2009	2010	2008	2009
Producto interior bruto	1,7	2,9	2,7	1,2	0,1	0,9	-0,6	-1,5
Consumo privado	1,8	2,0	1,6	0,5	0,4	1,0	-0,9	-1,1
Consumo público	1,5	1,9	2,3	1,8	1,2	1,0	-0,1	-0,5
Inversión	3,3	5,5	4,3	1,2	-2,6	0,2	-0,9	-3,8
Empleo	0,7	1,4	1,7	0,9	-0,4	0,1	0,0	-0,9
Tasa de paro (3)	9,0	8,3	7,5	7,6	8,4	8,7	0,4	1,1
Inflación (4)	2,2	2,2	2,1	3,5	2,2	2,2	0,4	0,0
Saldo público (% del PIB) (5)	-2,5	-1,3	-0,6	-1,3	-1,8	-2,0	-0,3	-0,7
Deuda pública (% del PIB)	70,0	68,3	66,1	66,6	67,2	67,6	1,7	3,1
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	0,1	-0,1	0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1
<i>Crecimiento del PIB en la UE</i>	<i>2,0</i>	<i>3,1</i>	<i>2,9</i>	<i>1,4</i>	<i>0,2</i>	<i>1,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,6</i>

NOTAS: (1) Las previsiones de la Comisión están basadas en datos disponibles hasta el 23 de octubre de 2008.

(2) Un signo «+» («-») significa una cifra positiva más alta (más baja) o una negativa más baja (más alta) comparado con la primavera de 2008.

(3) Porcentaje de la población activa.

(4) Índice de precios de consumo armonizado, cambio nominal.

(5) Los procesos relativos a las licencias UMTS quedan incluidos.

FUENTE: Comisión Europea.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Otoño 2008

	PIB (1)				Inflación (2)				Paro (3)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bélgica	2,8	1,4	0,1	0,9	1,8	4,7	2,5	2,0	7,5	7,1	8,0	8,7
Alemania	2,5	1,7	0,0	1,0	2,3	3,0	2,1	1,9	8,4	7,3	7,5	7,4
Irlanda	6,0	-1,6	-0,9	2,4	2,9	3,3	2,1	1,8	4,6	6,1	7,6	7,4
Grecia	4,0	3,1	2,5	2,6	3,0	4,4	3,5	3,3	8,3	9,0	9,2	9,3
España	3,7	1,3	-0,2	0,5	2,8	4,2	2,1	2,8	8,3	10,8	13,8	15,5
Francia	2,2	0,9	0,0	0,8	1,6	3,3	1,8	1,7	8,3	8,0	9,0	9,3
Italia	1,5	0,0	0,0	0,6	2,0	3,6	2,0	2,1	6,1	6,8	7,1	7,3
Chipre	4,4	3,7	2,9	3,2	2,2	4,5	2,9	3,2	4,0	3,9	3,8	3,7
Luxemburgo	5,2	2,5	1,2	2,3	2,7	4,4	2,2	2,7	4,1	4,0	4,3	4,7
Malta	3,7	2,4	2,0	2,2	0,7	4,4	3,0	2,2	6,4	5,9	6,2	6,4
Países Bajos	3,5	2,3	0,4	0,9	1,6	2,5	3,0	2,3	3,2	3,0	3,4	3,7
Austria	3,1	1,9	0,6	1,3	2,2	3,4	2,1	1,9	4,4	3,9	4,2	4,5
Portugal	1,9	0,5	0,1	0,7	2,4	2,9	2,3	2,1	8,1	7,7	7,9	7,9
Eslovenia	6,8	4,4	2,9	3,7	3,8	6,2	3,7	3,1	4,9	4,5	4,8	4,7
Finlandia	4,5	2,4	1,3	2,0	1,6	4,2	2,6	1,8	6,9	6,3	6,5	6,4
Eslovaquia (4)	10,4	7,0	4,9	5,5	1,9	4,0	3,5	3,3	11,1	9,9	9,8	9,6
Zona del euro	2,7	1,2	0,1	0,9	2,1	3,5	2,2	2,1	7,5	7,6	8,4	8,7

NOTAS: (1) Porcentaje de variación real.

(2) Porcentaje de variación del índice de precios de consumo armonizado.

(3) Porcentaje de la población activa.

(4) A pesar de que la incorporación oficial de Eslovaquia en la eurozona es a partir del 1 de enero de 2009, la Comisión Europea la incluye en el cálculo de la eurozona a fin de garantizar la homogeneidad de todas las cifras.

FUENTE: Comisión Europea.

La crisis global deprime inversión y exportaciones, dejando sin capacidad de crecimiento a la eurozona.

anuales, cabe destacar que la Comisión Europea espera que en 2008 se enlacen tres trimestres consecutivos de descenso intertrimestral del PIB, con lo que se producirá la primera recesión técnica en los cerca de diez años de historia de la moneda única. Ciertamente, una efeméride que se celebrará en un contexto triste.

El impacto de la crisis económica debe mucho a la particular posición de partida de la eurozona. Durante la etapa de expansión los dos elementos centrales que operaron fueron la inversión y la demanda externa, mientras que el consumo privado ejerció un papel menor. Por ello, cuando el crecimiento global está incidiendo sobre el sector exterior europeo y la inversión se ve afectada por la crisis fi-

nanciera, la eurozona se ve inmersa en un rápido empeoramiento de su ritmo de crecimiento. Según el ejecutivo comunitario, en 2009 la inversión caerá cerca de un 2% mientras que el ritmo de las exportaciones se reducirá a la mitad del registrado en 2008. Aunque en el caso de la demanda externa la ralentización de las importaciones permitirá compensar en gran medida el menor tirón exportador, no es este el caso de la inversión.

Por lo que se refiere a otros aspectos significativos, cabe mencionar que, de la mano del empeoramiento de la actividad, el mercado laboral va a sufrir de un deterioro apreciable. Así, en 2009, el empleo va a contraerse un 0,4%, para sólo recuperarse marginalmente en 2010. Por su

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Otoño 2008

	PIB (*)				Inflación (**)				Paro (***)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bulgaria	6,2	5,8	5,6	4,7	7,6	12,4	7,9	6,8	6,9	6,0	5,8	5,7
República Checa	6,5	4,7	5,0	3,9	3,0	6,6	3,1	2,7	5,3	5,0	5,0	5,2
Dinamarca	1,8	1,3	1,1	0,9	1,7	3,8	2,3	2,0	3,8	3,1	3,5	4,3
Estonia	7,1	2,7	4,3	2,0	6,7	10,6	4,9	3,3	4,7	5,0	6,7	7,7
Letonia	10,3	3,8	2,5	1,0	10,1	15,7	8,2	4,7	6,0	6,5	9,2	9,6
Lituania	8,8	6,1	3,7	-1,1	5,8	11,9	7,1	7,5	4,3	4,9	7,1	8,4
Hungría	1,3	1,9	3,2	1,8	7,9	3,6	3,9	2,9	7,4	8,1	8,6	8,5
Polonia	6,5	5,3	5,0	4,2	2,6	4,3	3,5	2,6	9,6	7,3	7,3	7,8
Rumanía	6,0	6,2	5,1	5,0	4,9	7,8	5,7	4,0	6,4	6,1	6,4	6,1
Suecia	2,6	2,2	1,8	1,8	1,7	3,0	1,7	1,9	6,1	6,0	6,8	7,3
Reino Unido	3,0	1,7	1,6	0,4	2,3	3,7	1,9	1,2	5,3	5,7	7,1	6,9
Unión Europea	2,8	2,0	1,8	1,1	2,4	3,9	2,4	2,2	7,1	7,0	7,8	8,1
EEUU	2,2	0,9	0,7	1,0	2,8	4,4	1,5	0,8	4,6	5,7	7,5	8,1
Japón	2,0	1,2	1,1	0,6	0,0	1,6	0,8	0,7	3,9	4,1	4,7	4,6

NOTAS: (*) Porcentaje de variación real.

(**) Porcentaje de variación del índice de precios de consumo armonizado, excepto para Estados Unidos y Japón, que es el índice de precios de consumo nacional.

(***) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

parte, la tasa de paro se disparará un punto porcentual entre 2008 y 2010, hasta cerca del 9% de la población activa. A final del periodo de previsión la cifra de parados de la eurozona bordeará los 14 millones de personas. Otro ámbito en el cual se apreciará el deterioro económico será el de las finanzas públicas. Frente a un desequilibrio público del 1,3% del PIB en 2008, dos años después el déficit ascenderá al 2,0%. El empeoramiento se deberá en mayor medida al aumento del gasto que a los menores ingresos.

Este escenario macroeconómico, a pesar de su tono sombrío, puede acabar siendo incluso excesivamente positivo. Pocos días después de su publicación, el Fondo Monetario Internacional y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos publicaban sendos informes de previsiones en los que se barajaba una caída del PIB de la eurozona del orden del

0,5% para 2009. Aunque ciertamente la Comisión Europea considera que los riesgos para su escenario (en particular, que la crisis financiera dure más de lo previsto y que alcance mayor intensidad de lo estimado) son tendentes a generar menor crecimiento, probablemente la realidad va a circular por derroteros más severos que los asumidos por la institución comunitaria.

Zona del euro: en recesión, ¿y ahora, qué?

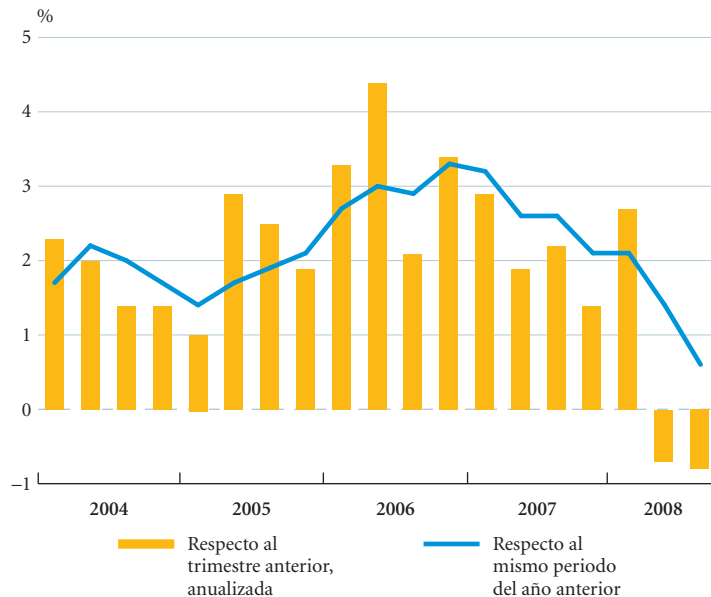
Los datos de crecimiento del tercer trimestre han confirmado que la entrada de la eurozona en recesión técnica se ha consumado. El PIB de la zona del euro cayó en dicho periodo un 0,2% respecto al tercer trimestre. Idéntico retroceso se registró en el segundo trimestre. Como ya se ha comentado anteriormente, se trata de

El escenario de la Comisión es probablemente demasiado optimista.

La eurozona entra en su primera recesión de la mano del mal tono de Alemania e Italia.

LA EUROZONA SE ADENTRA EN LA RECESIÓN

Variación del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

El consumo, especialmente el duradero, fuertemente afectado por la crisis.

la primera recesión de la historia del euro. En tasa interanual, el crecimiento se ralentizó hasta el 0,7%, un ritmo que equivale a la mitad del anotado en el segundo trimestre. Con los datos disponibles en la mano se verifica que tres economías de la eurozona están ya en recesión: Alemania e Italia (que entraron en recesión en dicho tercer trimestre) e Irlanda (que sufrió igual suerte en el segundo trimestre). El bajo crecimiento de Francia y Austria (avance intertrimestral del 0,1%) y el avance intertrimestral nulo de Países Bajos y Portugal completan un escenario de ritmo de actividad prácticamente obturado.

¿Cuáles son las vías por las cuáles se está materializando el ajuste económico? A falta de disponer del detalle por componentes de demanda del tercer trimestre, los indicadores mensuales nos permiten aproximar la cuestión. Un primer elemento que falla es el consumo privado, como atestigua la caída de las ventas al

por menor del tercer trimestre. El descenso del gasto de los hogares se está cebando más con el consumo de bienes duraderos que con el de no duraderos. Así, la producción industrial de los primeros cedía en septiembre un 6,7% interanual, mientras la producción industrial de bienes no duraderos registraba un descenso interanual menor, del 2,2%.

Otro puntal de la demanda interna, la inversión, está cediendo igualmente. Tanto el ajuste del grado de utilización de la capacidad productiva (retrocede un punto porcentual en el tercer trimestre) como la evolución de la producción industrial de bienes de equipo (descenso interanual del 0,9% en septiembre) remarcan que la inversión en equipo está amoldándose rápidamente a las peores condiciones de crédito y al deterioro de la demanda esperada.

Sin el concurso de la demanda interna, el crecimiento de la zona del euro queda

Inversión y exportaciones reflejan las dificultades financieras y el empeoramiento de la demanda internacional.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB	3,0	2,6	2,6	2,1	2,1	1,4	-	0,7	-	-
Ventas al por menor	1,5	0,9	1,2	-0,3	-0,2	-1,5	-1,5	-1,5	-1,3	...
Confianza del consumidor (1)	-9,1	-4,9	-3,9	-7,7	-11,9	-14,6	-19,7	-19,2	-18,9	-23,6
Producción industrial	4,0	3,5	4,0	3,1	2,5	1,1	-1,1	-0,7	-2,4	...
Sentimiento económico (1)	106,3	108,4	108,7	104,3	100,5	96,5	89,5	88,5	87,5	80,4
Tasa de paro (2)	8,3	7,4	7,4	7,3	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	...
Precios de consumo	2,2	2,1	1,9	2,9	3,4	3,6	4,0	3,8	3,6	3,2
Balanza comercial (3)	-10,4	20,1	31,4	34,3	23,5	11,5	-3,7	-14,9	-24,3	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	3,1	4,3	4,5	4,7	4,5	4,9	5,0	5,0	5,0	5,3
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,6	107,7	107,7	110,6	112,8	115,6	115,8	113,5	111,6	107,6

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

(3) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

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

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

a expensas del sector exterior. Tampoco en este frente las noticias son halagüeñas. La balanza comercial, que hasta el segundo trimestre era positiva, registró en septiembre un déficit de 24.300 millones de euros, en saldo acumulado de doce meses. La estabilización del ritmo de avance de las exportaciones la zona del 6% interanual en los doce meses que finalizan en septiembre implica que se está creciendo a un ritmo aproximadamente la mitad que el anotado un año antes. Las importaciones, por el contrario, siguen avanzando a tasas sensiblemente superiores, del orden del 10% interanual.

El impacto de esta situación de demanda, interna e internacional, a la baja en la oferta es un deterioro claro de esta última. Así, en septiembre, la producción industrial cayó un 2,4% interanual mientras la confianza de los servicios y la de la construcción descendía en octubre a niveles negativos no vistos en más de una década. El alcance sectorial de la crisis es,

por tanto, muy amplio. La falta de tono de la demanda también empieza a impactar en la tasa de paro, que tras situarse en la zona del 7,2% en el primer trimestre, ha seguido un ascenso escalonado hasta el 7,5% de septiembre.

La contrapartida favorable del ajuste de demanda es la menor presión que ésta ejerce sobre los precios. En octubre, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado se situó en el 3,2% interanual, cuatro décimas porcentuales por debajo de la cifra de septiembre. La ralentización inflacionista derivó, en gran medida, de la desaceleración del componente energético y, en menor grado, del menor crecimiento del grupo de alimentos no elaborados.

Partiendo de esta situación, ¿qué cabe esperar a corto plazo? Los indicadores de tipo cualitativo disponibles del cuarto trimestre (sentimiento económico o índice de gestores de compras, por ejemplo) señalan que en los últimos tres meses de

La inflación cae hasta el 3,2% gracias al abaratamiento energético.

La Comisión Europea trata de coordinar un ambicioso paquete de estímulo fiscal.

La economía alemana, en recesión.

Fuerte deterioro coyuntural en el final del tercer trimestre y principios del cuarto.

2008 la recesión se intensificará, con lo que compromete cualquier atisbo de recuperación hasta bien entrado 2009. Ello alinea el escenario previsto con el que manejan los organismos internacionales como el FMI o la OCDE y que apuntan a una caída del PIB en 2009 de cierto calado (un $-0,5\%$ de media anual). En este contexto, cabe esperar un paulatino deterioro adicional del mercado laboral aunque también una rápida remisión de las tensiones inflacionistas.

Para hacer frente a estas negativas perspectivas, la Comisión Europea ha presentado un conjunto de medidas coordinadas de estímulo fiscal. El paquete, que ascenderá a unos 200.000 millones de euros, aproximadamente el 1,5% del PIB de la UE, se financiará mayoritariamente a cuenta de los presupuestos nacionales, que se harán cargo de unos 170.000 millones de euros. Los restantes 30.000 millones de euros se distribuirán a partes prácticamente iguales entre créditos para las pymes del Banco Europeo de Inversiones

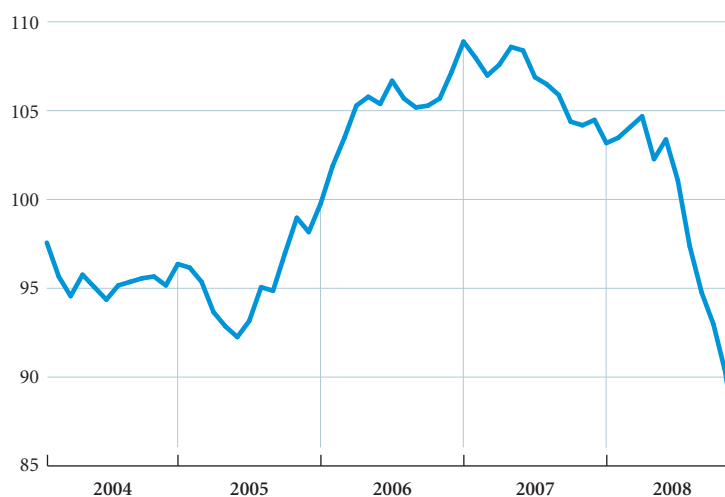
y el anticipo de programas europeos destinados a financiar infraestructuras de transporte, energía y telecomunicaciones. Para la parte estatal la Comisión sólo indica una batería de posibles medidas (rebajas del IVA y de las contribuciones sociales, aumento del gasto, cobertura pública del crédito...). La propuesta debe ser ratificada ahora por el Consejo Europeo para entrar en vigor.

Alemania: a las puertas de un 2009 complicado

Alemania afronta un ejercicio 2009 plagado de incertidumbre. La situación actual es de debilidad. En el tercer trimestre, el PIB cayó un 0,5% intertrimestral, agravando el retroceso del 0,4% del segundo trimestre, debido al mal tono de inversiones y exportaciones. En tasa interanual, una cifra que aproxima la tendencia de medio plazo, el crecimiento del tercer trimestre fue del 0,8%, a comparar con el 1,7% del segundo trimestre.

LA ACTIVIDAD SE DESPLOMA EN ALEMANIA

Valor del índice de actividad empresarial IFO



FUENTE: Instituto IFO.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB	3,2	2,6	2,4	1,7	2,7	1,9	-	0,8	-	-
Ventas al por menor	0,3	-2,2	-2,2	-3,3	-0,9	-0,2	1,4	-3,3	1,2	...
Producción industrial	6,0	5,9	5,7	5,0	5,0	3,0	0,1	1,5	-2,3	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	105,4	106,2	105,5	103,9	104,0	102,2	97,3	94,7	92,9	90,2
Tasa de paro (**)	10,7	9,0	8,9	8,5	8,1	7,9	7,8	7,7	7,6	7,5
Precios de consumo	1,6	2,3	2,3	3,1	2,9	2,9	3,3	3,1	3,0	2,4
Balanza comercial (***)	151,3	181,5	189,4	195,1	199,1	201,3	197,6	195,5	190,7	...

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.

Los escasos indicadores del cuarto trimestre, junto con los referidos al final del tercer trimestre, apuntan a que el pulso económico se está debilitando aún más en el último tramo de 2008. Así, la matriculación de automóviles se hunde un 8,2% interanual en octubre, la producción industrial desciende un 2,3% interanual en septiembre y el superávit comercial retrocede, en ese mismo mes, hasta los 190.700 millones de euros (en saldo acumulado de doce meses). En definitiva, el consumo está tocado, la industria pierde brío y el sector exterior aporta cada vez menos crecimiento. Ello explica que el indicador IFO de actividad empresarial se haya desplomado en noviembre hasta la zona de los 85 puntos, mínimo desde la crisis de 1992-1993. Que, en octubre, el mercado laboral aún sea capaz de hacer disminuir la tasa de paro hasta el 7,5% y, en noviembre, la inflación se desacelere hasta el 1,4% interanual, son paliativos probablemente insuficientes frente a la aridez del escenario económico.

Ante esta tesitura el gobierno alemán ha decidido adoptar un paquete de estímulo fiscal que suma unos 32.000 millones de euros, es decir, el equivalente a un

1,3% del PIB. Se trata de una batería de medidas que incluye, entre otras, el aumento de las deducciones empresariales por inversión en maquinaria, mayores desgravaciones por medidas de rehabilitación doméstica y la eliminación del impuesto de matriculación. El impacto inducido por el paquete que el ejecutivo estima es de unos 50.000 millones de euros en términos de inversión y consumo adicional.

El Consejo Asesor de Economistas, que agrupa a representantes de los grandes institutos de investigación económica, ha descalificado duramente el programa, tildándolo de «una mezcla de medidas a todas luces insuficientes». Asimismo, el Consejo considera que se debería apostar con mayor claridad por fuertes inversiones en infraestructuras y educación. Otras voces han exigido además recortes fiscales de cierto calado. No obstante, las perspectivas de ir mucho más allá, especialmente en el frente de las rebajas impositivas, son limitadas, ya que conviene recordar que el gobierno alemán afronta elecciones federales el próximo 2009 y la falta de consenso en materia de política económica en el seno de la «Gran Coali-

El gobierno aprueba una batería de medidas que combinan las rebajas fiscales y el aumento de la inversión.

Francia crece más de lo esperado en el tercer trimestre...

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB	2,4	2,1	2,4	2,2	2,0	1,2	–	0,6	–	–
Consumo de los hogares	3,3	4,4	4,8	3,8	2,4	1,5	1,4	0,1	1,4	0,7
Producción industrial	1,0	1,4	2,1	2,3	1,7	–0,2	–1,9	–2,6	–1,9	...
Tasa de paro (*)	9,2	8,3	8,2	7,9	7,7	7,7	7,8	8,0	7,9	...
Precios de consumo	1,7	1,5	1,3	2,3	2,9	3,3	3,6	3,2	3,0	2,7
Balanza comercial (**)	–27,4	–33,2	–33,9	–38,3	–41,6	–45,9	–49,1	–51,5	–53,6	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

...pero la debilidad del tono actual compromete el final de 2008.

ción» se viene detectando desde hace al menos un año.

Francia: se salva el tercer trimestre *in extremis*

Cuando se daba por descontado que Francia entraría en recesión en el tercer trimestre, saltó la sorpresa al crecer un 0,1% intertrimestral. Atendiendo a la escasa magnitud del avance del PIB se trata, ciertamente, de un alivio más psicológico que real, pero ha tenido cierto impacto en un contexto europeo de noticias predominantemente negativas. Lo que ya parece menos probable es que la economía gala evite el retroceso del crecimiento en el cuarto trimestre. En ese sentido se ha pronunciado el Banco de Francia, que espera un descenso intertrimestral del PIB del 0,5% en el cuarto trimestre.

Los indicadores disponibles son abiertamente negativos. La confianza del consumidor se ha desplomado en octubre hasta los –32 puntos, su peor registro desde 1996. La caída de la producción industrial de bienes de consumo (descenso interanual del 0,4% en septiembre) y el hundimiento de la matriculación de vehículos confirman que el consumo privado está ajustándose sensiblemente. Y si la de-

manda interna flojea, la externa tampoco ofrece alivio. En septiembre, el déficit comercial (en saldo acumulado de doce meses) se situó en los 53.600 millones de euros, dos mil millones más que en agosto.

Desde la perspectiva de la oferta la situación es semejante. La producción industrial cayó en septiembre un 1,9% interanual, una senda que, a tenor del empeoramiento de la confianza industrial en octubre, continuará en meses venideros. Tampoco los servicios están en buena forma, como revela el hecho de que la confianza del sector servicios haya perdido más de cinco puntos en octubre. Finalmente, la construcción sigue inmersa en una etapa muy complicada. En un contexto de por sí negativo, los datos de viviendas iniciadas y de permisos de construcción han sorprendido por su intenso deterioro. En definitiva, no se detecta qué segmento de la economía podría ejercer de motor de la actividad.

Las consecuencias de esta tónica de debilidad tienen, como también sucede en otras economías de la eurozona, su impacto en el mercado laboral y en el frente de los precios. Así, la tasa de paro, tras situarse en la zona del 7,7% en el primer semestre, ha empezado a repuntar en el tercer trimestre, periodo en el cual ha al-

Remite la inflación pero empeora la tasa de paro.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB	1,9	1,4	1,6	0,1	0,4	-0,2	-	-0,9	-	-
Ventas al por menor	1,2	0,5	0,2	0,5	0,9	-1,7	2,1	-1,3	0,5	...
Producción industrial	2,4	0,0	0,8	-2,9	-1,4	-1,7	-3,2	-3,7	-4,8	...
Tasa de paro (*)	6,8	6,2	6,2	6,3	6,6	6,8	-	...	-	-
Precios de consumo	2,1	1,8	1,6	2,4	3,1	3,6	4,1	4,1	3,8	3,5
Balanza comercial (**)	-17,6	-13,7	-11,3	-8,9	-9,1	-8,6	-9,1	-10,5	-11,6	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

canzado el 7,9% de la población activa. Por lo que se refiere a la inflación, el IPC cedió hasta el 2,7% interanual en octubre, frente al 3,0% interanual de septiembre. La desaceleración se debió exclusivamente a los componentes volátiles del índice, ya que descontados éstos la inflación se mantuvo en el 2,1% en septiembre y octubre.

Italia: enfangados en la recesión

En enero próximo, Italia ejercerá la presidencia de turno del G-8. La última ocasión en que el país transalpino desempeñó este destacado papel internacional fue en 2001. En ocho años el mundo ha cambiado mucho, e Italia, al menos en el plano económico, menos de lo deseado. Ha sido un periodo en el cual la tercera economía de la eurozona ha experimentado 11 caídas trimestrales del PIB sobre un total de 32 trimestres y cuatro recesiones. El crecimiento medio anual de estos ocho años ha sido inferior al 1%. Una historia decepcionante para un país tradicionalmente industrial y competitivo.

La situación no se antoja más brillante desde una óptica estrictamente coyuntural. En el tercer trimestre el PIB cayó un 0,5% intertrimestral. Como en otros paí-

ses, se trata del segundo trimestre consecutivo en descenso. En términos interanuales, el PIB se replegó un 0,9%. El crecimiento se está viendo lastrado por el efecto combinado del debilitamiento de consumo, inversión y exportaciones.

Unos pocos indicadores nos señalan la gravedad de la situación en cada uno de estos dominios: las ventas al por menor cayeron un 1,3% interanual en agosto, el componente de bienes de equipo de la producción industrial cedió un 8,2% interanual en septiembre y las exportaciones pasaron de crecer cerca de un 8% interanual en el segundo trimestre (en acumulado de doce meses) a hacerlo tres puntos porcentuales menos en el tercero. La inflación, en cambio, ha dado un respiro, al situarse en octubre en el 3,5% interanual, frente al 3,8% de septiembre.

Reino Unido: estanflación en las islas

La coyuntura británica circula por una vía diferente a la de sus socios comunitarios. Hasta la fecha la situación en materia de crecimiento era sólo levemente desfavorable para la economía británica. En el tercer trimestre su crecimiento interanual fue del 0,3%, cuatro décimas menos que la eurozona en su conjunto. Nada

Italia suma su cuarta recesión desde 2001.

La demanda interna acusa el golpe de la crisis.

Las previsiones apuntan a que la economía británica sufrirá una mayor caída de la actividad y un nivel de inflación mayor que el de la eurozona.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB	2,8	3,0	3,3	2,9	2,3	1,5	–	0,3	–	–
Ventas al por menor	3,2	4,4	5,0	3,8	5,4	4,4	2,0	3,0	1,7	2,0
Producción industrial	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	–1,1	–1,7	–2,3	–2,2	...
Tasa de paro (*)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Precios de consumo	2,3	2,3	1,8	2,1	2,4	3,3	4,4	4,8	5,2	4,5
Balanza comercial (**)	–72,5	–83,2	–84,7	–88,4	–90,9	–92,9	–94,2	–94,8	–94,1	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,3	6,0	6,3	6,0	6,0	5,9	5,8	5,7	6,3
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	98,0	103,9	104,3	102,2	97,6	92,6	92,8	92,5	88,2	89,4

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

(***) Cambio ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

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

El peaje que inflige un consumo a la baja, lastre excesivo para la coyuntura británica.

especialmente alarmante porque el ajuste británico había empezado antes. Pero lo que ahora preocupa, y mucho, es que 2009 parece un año sentenciado. Las previsiones del FMI, por ejemplo, auspician una economía que caerá más del 1% en el próximo año, es decir, más del doble del deterioro de las economías del euro. Se trata de un pronóstico ciertamente contundente, que compromete las posibilidades de una rápida recuperación.

Los derroteros por los que circulará la crisis británica presentan ciertas particularidades. El problema principal, que indicadores como las ventas al por menor de septiembre o el retroceso de la confianza del consumidor de octubre ya plasman, es que el consumo se va a desplomar en los próximos trimestres. Dado que su fortaleza había sido un rasgo distintivo del dinamismo británico, su ausencia se va a notar. Otro problema específico es el fuerte ajuste de la inversión, tanto de equipo como en vivienda. Todo este escenario de debilidad ya se refleja de forma embrionaria en los indicadores disponibles. Así, en septiembre, la producción industrial retrocede un 2,2% interanual, el paro as-

ciende en octubre por cuarto mes consecutivo y el sentimiento económico se desploma, en ese mismo mes, hasta el nivel de los 70 puntos.

Además del bajo crecimiento, presente y especialmente futuro, un elemento que singulariza a la coyuntura británica es que las tensiones inflacionistas están más enquistadas que en sus socios continentales. A pesar de que la inflación se desaceleró en octubre hasta el 4,5%, este ritmo se compara desfavorablemente con el 3,2% de la eurozona. Se trata de un problema que viene de lejos, como demuestra el hecho que el objetivo de inflación a medio plazo del Banco de Inglaterra (2% interanual) se ha venido vulnerando desde principios de 2005. Lo peor es que la Vieja Dama prevé en su informe de noviembre que, tras unos meses en clara desaceleración, desde mediados de 2009 la inflación se mantendrá varada en una zona relativamente elevada para una economía en recesión.

La complicada situación económica ha forzado al gobierno británico a lanzar un plan de estímulo fiscal que alcanzará los

20.000 millones de libras esterlinas. La medida estelar del plan es la rebaja temporal del IVA, que pasará del 17,5% al 15% hasta el 31 de diciembre de 2009.

Para compensar el descenso de ingresos fiscales se aumentarán ciertos impuestos especiales y el impuesto sobre la renta para el tramo superior de ingresos.

El gobierno rebaja el IVA a fin de impulsar el consumo.

Acordarse del euro cuando truena

Tras diez años de moneda única, el proyecto puede valorarse como un éxito en la medida en que ha sido capaz de proporcionar estabilidad macroeconómica a las economías que participan en la Unión Económica y Monetaria (UEM). Sin embargo, si hemos de juzgar el atractivo del euro en función de su capacidad de atraer nuevos miembros, aquí el juicio no es favorable. Además de los casos que podríamos considerar de tradicionalmente reacios a integrarse en el euro –Reino Unido, Dinamarca y Suecia–, una gran mayoría de los nuevos estados miembros que se adherieron a la UE en 2004 y 2007 han mostrado escaso entusiasmo para unirse al club.

De los doce nuevos estados miembros, sólo tres, Malta, Chipre y Eslovenia, han apostado por la UEM. El escaso interés en el euro se constata también en la opinión pública. Así, un reciente Eurobarómetro (julio de 2008), la encuesta de opinión oficial de la propia Comisión Europea, señalaba que de los nueve estados de Europa central y oriental que forman parte de la UE pero no del euro, en seis de ellos (Eslovaquia, Lituania, Letonia, República Checa, Estonia y Polonia) un 45% de la población era contraria al paso a la moneda única. De los tres restantes, en dos (Hungría y Bulgaria) se oponía al proyecto más de un tercio de la población y únicamente en Rumania la cifra era relativamente reducida, en torno al 20%. Paradójicamente, Eslovaquia, que en enero de 2009 se integrará en el euro, era el país con mayor porcentaje de población reticente a dicho cambio. Aunque estas cifras no dejan de ser un reflejo parcial de la realidad, ya que un sondeo siempre incluye sesgos, lo cierto es que la posición gubernamental se alinea en este caso con la posición ciudadana y, aparte de Eslovaquia, únicamente Rumania ha oficializado su deseo de ingresar... en 2014.

Tras la percepción pública y la posición política, subyace una indudable realidad económica. La incorporación en la UEM y la adopción de la moneda única requiere el cumplimiento de los llamados criterios de convergencia. Los cinco criterios de convergencia que un país debe satisfacer son: 1) que la tasa de inflación no supere en 1,5 puntos porcentuales la media de los tres países con inflación más baja; 2) que el déficit público sea inferior al 3% del PIB y el nivel de deuda pública esté por debajo del 60% del PIB; 3) que los tipos de interés a largo plazo no superen en un 2% la media de los tres países con inflación más baja; 4) que la moneda del país candidato participe en el mecanismo de tipos de cambio con el euro (mantener una cotización central fija con una banda de fluctuación del 15%, conocido como ERM II) durante al menos dos años; y, 5) que la legislación nacional se adecue al Tratado de Maastricht en los aspectos referidos al Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (y a sus estatutos).

¿Qué comporta para los nuevos estados miembros de la UE el cumplimiento de dichos criterios? Se trata de países con menor prosperidad relativa y por tanto con un mayor potencial de crecimiento pero con tendencia a registrar mayor inflación. Por tanto, los criterios de convergencia suponen una etapa de consolidación fiscal y de endurecimiento monetario. Todo ello conduce a un crecimiento menor a corto plazo aunque ciertamente más sostenible a largo plazo. Se trata de un peaje político complicado y que ayuda a entender la reluctancia a incorporarse a la UEM.

Esta era, poco más o menos, la tesis a la vuelta del verano. Desde entonces, no obstante, se han producido significativos pronunciamientos en un sentido cuanto menos inesperado. A principios de septiembre, el primer ministro de Polonia, Donald Tusk, sorprendía anunciando la intención de su país de integrarse en el euro en 2012. Se trata de un proceso complicado que implica, además de la mencionada necesidad de consolidar fiscalmente el país (en abril de 2008 la Comisión consideraba que Polonia estaba en situación de déficit excesivo), cambios legales llenos de incertidumbres, incluyendo una compleja reforma constitucional.

Pero en este giro copernicano hacia el euro, Polonia no está sola. Otros recién llegados han realizado declaraciones similares. La República Checa maneja ahora un escenario de adhesión en 2012, una fecha que otros países han mencionado como deseable, como por ejemplo Bulgaria, Letonia o Estonia. Hungría considera que en 2009 podría cumplir con los criterios de convergencia. Además, han aparecido candidatos a la moneda única totalmente imprevistos meses atrás. Miembros del gobierno de Suecia y Dinamarca, que habían rechazado en sendos referendos su adhesión, han afirmado que sería recomendable plantearse la adhesión a la moneda única. En el caso de Dinamarca se habla ya de 2011 como la fecha de un nuevo referéndum sobre la cuestión. Incluso el Reino Unido, adalid intelectual y político de la oposición a la moneda única durante años, puede estar reabriendo el debate. Finalmente, Islandia, que no sólo no está en el euro sino que tampoco es miembro de la UE, se postula como candidato a la moneda única. ¿Qué ha sucedido para que un proyecto que hasta la fecha no entusiasmaba sea ahora objeto de deseo?

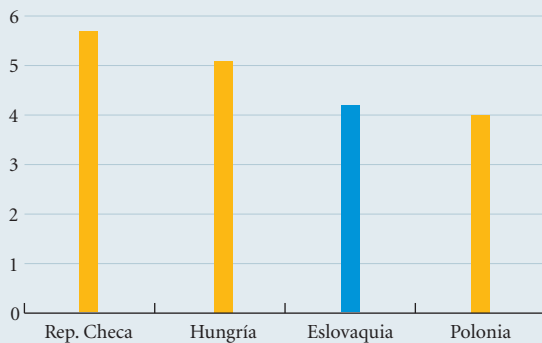
La crisis financiera, como en otros muchos dominios de la realidad económica, ha cambiado radicalmente la opinión sobre la deseabilidad de la moneda única. Aunque los beneficios y los costes de compartir la divisa, y en concreto el euro, han sido motivo de discusión académica, política y ciudadana desde hace muchos años, en un contexto de fuerte crisis financiera uno de los beneficios del euro, la protección frente a movimientos del tipo de cambio no deseados, parece escasamente discutible. No se trata de un debate teórico, alejado del común de la gente. En el Eurobarómetro que anteriormente comentábamos cerca de la mitad de la población de Eslovaquia, Lituania, Letonia, República Checa, Estonia, Polonia, Hungría, Bulgaria y Rumania afirmaba que uno de los beneficios de la moneda única para su país sería protegerlo contra los efectos de las crisis internacionales.

Este efecto de escudo contra la crisis que ofrece el euro está siendo muy notable. Aunque parecería que esta valoración tan contundente es de difícil demostración, el hecho de que uno de los nuevos estados miembros, Eslovaquia, se incorpore en el euro en enero de 2009 permite visualizar hasta qué punto la moneda única blindó a una economía frente a la crisis financiera. Si las condiciones macroeconómicas, es decir los fundamentos macro, son semejantes en Eslovaquia y en otros estados comunitarios fuera del euro, pero en cambio la presión sobre divisas, tipo de interés o bolsas es menor, cabe inferir que Eslovaquia se beneficia del efecto de protección del euro (incluso antes de su adopción oficial).

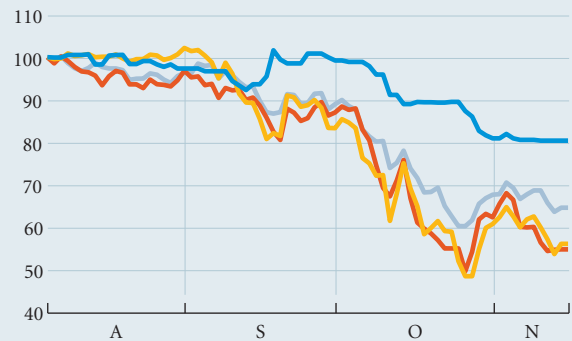
Las cifras indican que este es el caso. Los desequilibrios macroeconómicos de Eslovaquia no son sensiblemente diferentes a los de otros países de Europa Central y Oriental. Los datos disponibles (véanse los gráficos de la página siguiente) apuntan a que en términos de déficit corriente, tensiones inflacionistas o desequilibrio público, su situación se asemeja a la de países como la República Checa, Hungría o Polonia. Y, a pesar de estas similitudes macroeconómicas, las variables financieras revelan que la crisis está afectando de forma relativamente menor a Eslovaquia. Aunque desde principios de agosto pasado, cuando las turbulencias financieras se recrudecieron, la bolsa eslovaca ha cedido aproximadamente un 20%, la mayor parte de mercados de valores de la región han caído más del doble. Igualmente, la presión sobre el tipo de cambio de la corona eslovaca ha sido menor. En relación con el dólar, y también desde principios de agosto, la divisa de Eslovaquia se ha depre-

EL ESCUDO DEL EURO EN ESLOVAQUIA: SIMILARES DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS PERO MENORES TENSIONES FINANCIERAS

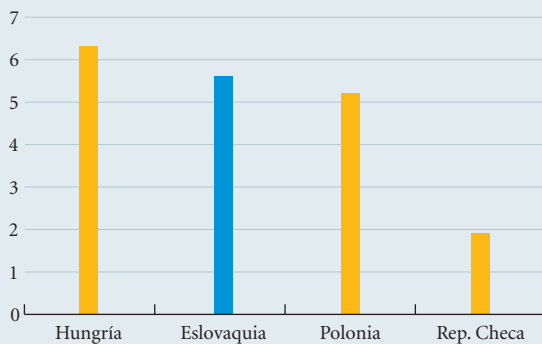
IPC (1)



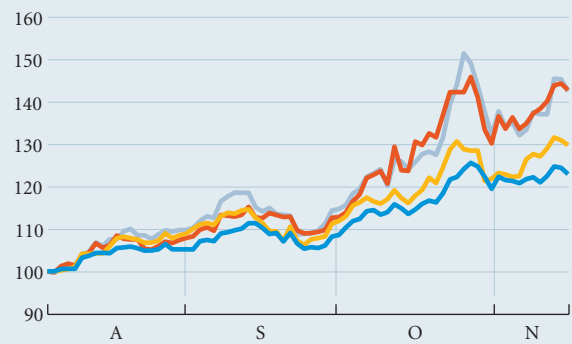
Bolsas (2)



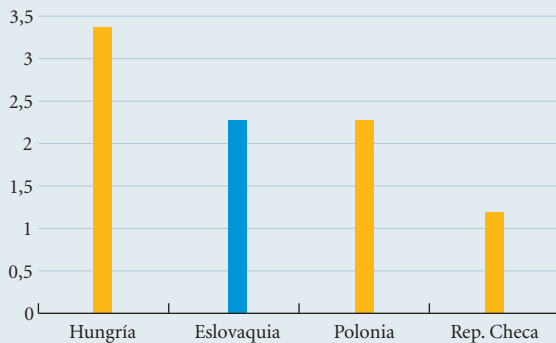
Déficit por cuenta corriente (3)



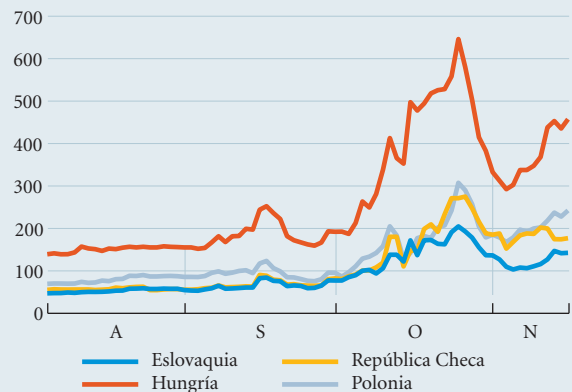
Tipo de cambio respecto al dólar (2) (4)



Déficit público (3)



Coste de asegurar deuda soberana (5)



NOTAS: (1) Variación interanual en porcentaje, octubre de 2008, tasa anualizada.

(2) 1 de agosto de 2008 = 100.

(3) Porcentaje del PIB, previsiones para 2008.

(4) Valores mayores implican depreciaciones de la moneda.

(5) Credit Default Swap de la deuda a 10 años, en puntos básicos.

FUENTES: Comisión Europea y Thomson Reuters Datastream.

CUMPLIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONVERGENCIA

Pais	Inflación	Tipo de cambio	Tipo de interés	Déficit y deuda	Compatibilidad legal
Bulgaria	●	●	✓	✓	●
República Checa	●	●	✓	✓	●
Estonia	●	✓	●	✓	✓
Letonia	●	✓	✓	✓	●
Lituania	●	✓	✓	✓	✓
Hungría	●	●	●	●	●
Polonia	●	●	✓	●	●
Rumania	●	●	●	✓	●
Eslovaquia	✓	✓	✓	✓	●
Suecia	✓	●	✓	✓	●

✓ Cumple criterio ● No cumple criterio

FUENTES: Comisión Europea, Informe de Convergencia, mayo de 2008.

ciado aproximadamente un 25%, lejos de la pérdida de valor del 45% del forint húngaro o del zloty polaco. En este contexto, la necesidad de apoyar la divisa mediante un agresivo tensionamiento monetario ha sido escasa. Mientras los tipos de interés a corto plazo han tendido a subir en todas las economías de la zona (del orden de 150 puntos básicos desde agosto pasado), en Eslovaquia no solo no se ha producido un aumento sino que el tipo de interés a tres meses ha descendido casi 75 puntos básicos.

Por tanto, la experiencia reciente refuerza el papel de protección contra la crisis de la moneda única. La situación para los posibles candidatos dista ahora de estar expedita. El escaso interés político hasta la fecha supone que todos ellos incumplen los criterios de convergencia (véase cuadro). Aunque el progreso en este campo puede darse, en la actual coyuntura económica va a ser costoso en términos de crecimiento, además de complicado políticamente. En cambio, la situación económica hubiese permitido afrontar con menores dificultades la senda de la convergencia en años anteriores. En economía, como en la vida, nos acordamos del euro, perdón, de Santa Bárbara, sólo cuando truena. En esta ocasión, también.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Hiperactividad de los bancos centrales y gobiernos frente a la crisis

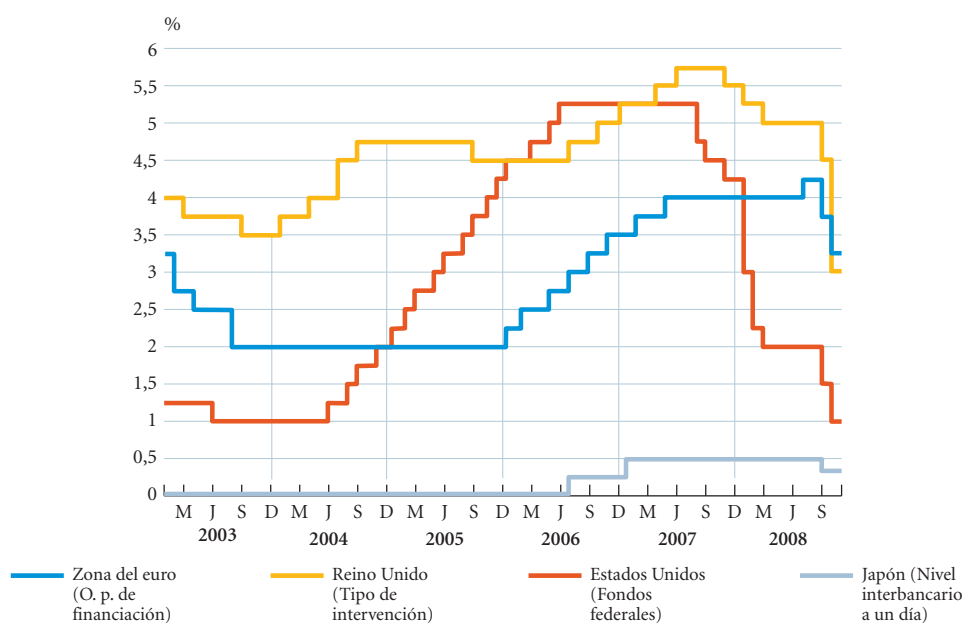
El clamor por una mayor coordinación de las políticas económicas y por reformar la arquitectura financiera internacional recibió una respuesta positiva en la reunión del grupo de los 20 (G-20) en Washington. El G-20 es un bloque formado por las ocho principales economías avanzadas, las once principales economías emergentes y la representación de la Unión Europea. Este foro de cooperación y consultas se reunió en Washington el 15 de noviembre a propuesta de Europa y con los Estados Unidos como anfitrión.

Esta primera reunión supone el inicio de las reformas auspiciadas durante tanto tiempo. Aunque es un primer paso, al que seguirán nuevas reuniones, el proceso ya está en marcha y probablemente no pueda detenerse debido a la necesidad de evitar que se produzca una nueva crisis en el futuro, o incluso porque una falta de acuerdo podría agravar la actual crisis. Por este motivo, el incentivo para llegar a un acuerdo era muy fuerte y, por lo tanto, se aprobó por unanimidad un conjunto de medidas para estabilizar los mercados y el crecimiento económico. Para conseguir estos objetivos se decidió apoyar incondicionalmente el sistema financiero, la coordinación de políticas fis-

El G-20 se reúne en Washington y consensúa reformas de la arquitectura financiera internacional.

EL PRECIO DEL DINERO SIGUE BAJANDO

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTES: Bancos centrales.

Reforzar la transparencia, mejorar la regulación, aumentar la cooperación internacional y el compromiso con una economía abierta son los principales pilares del acuerdo.

El Banco de Inglaterra y el BCE recortan los tipos de interés oficiales ante el deterioro del crecimiento en ambas áreas.

cales expansivas y la ayuda a los países emergentes.

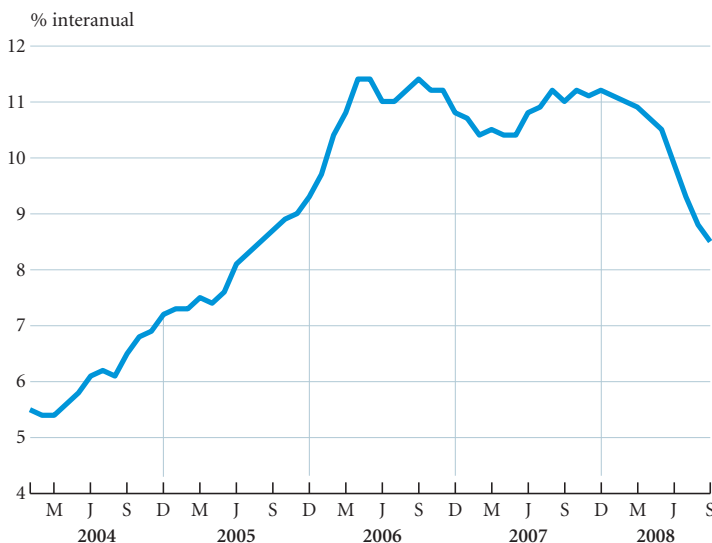
A las medidas anteriores, se añadió una serie de principios básicos de reforma de los mercados financieros. Reforzar la transparencia de los mismos y de los productos financieros, mejorar la regulación y supervisión de las agencias de *rating*, proteger al inversor y a los consumidores, aumentar la cooperación internacional en materia de regulación y, finalmente, reformar el Fondo Monetario Internacional y el Foro de Estabilidad Financiera (FSF). El FSF es un organismo internacional creado en 1999 cuyo objetivo es promover la estabilidad financiera internacional. Sus miembros son instituciones financieras internacionales, bancos centrales, reguladores y supervisores nacionales. Ambas instituciones deberán identificar los puntos vulnerables en la economía mundial y, de esta manera, anticipar peligros potenciales para poder actuar de forma más preventiva. Finalmente, los líderes del G-20 anunciaron su compromiso con una economía global y abierta, para no sólo

evitar incrementar las barreras al comercio sino, además, para impulsar un acuerdo en la actual ronda de negociación en la Organización Mundial de Comercio.

La reunión del G-20 no ha impedido que el resto de organismos oficiales mantengan su activismo en la lucha contra la crisis. Así, los bancos centrales mantienen su tendencia de inyección de liquidez y de recorte del precio del dinero. En el caso del Banco de Inglaterra, el comité de política monetaria, ante la gravedad de la situación británica, recortó el tipo de interés oficial en 150 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) el 6 de noviembre hasta dejarlo en el 3%. El motivo principal fue la previsión de una recesión profunda para la economía del Reino Unido. La reducción ha sido la más intensa desde 1992 y ha dejado el tipo de interés oficial en niveles que no se veían desde 1955. Los miembros del comité de política monetaria contemplaron la posibilidad de incluso recortar hasta 250 puntos básicos el tipo de interés oficial, según el acta de la reunión.

MENOS CRÉDITO PARA EMPRESAS Y FAMILIAS

Evolución de la concesión de crédito a residentes de la eurozona



FUENTE: BCE.

El mismo día 6 de noviembre, el Banco Central Europeo (BCE) tomó la decisión de bajar el tipo de interés de referencia 50 puntos básicos hasta dejarlo en el 3,25%. El presidente del banco emisor, Jean-Claude Trichet argumentó que las perspectivas sobre la estabilidad de precios en la eurozona han mejorado sensiblemente, por la caída del precio de las materias primas, y sobre todo del petróleo.

En cambio, a los miembros del Consejo del BCE les preocupa el impacto de la inestabilidad financiera sobre la economía real cuando los últimos datos económicos indican que la zona del euro ha entrado en recesión y las perspectivas son de empeoramiento de la situación. Este es el segundo factor que el BCE baraja para el control de la inflación en el medio plazo. El debilitamiento de la demanda reduce el poder de fijación de precios de las empresas europeas, pues en un entorno de reducción de las ventas se hace más difícil que éstas puedan elevar el precio de sus bienes y servicios sin perder cuota de mercado.

En su análisis, el BCE suele utilizar otro elemento clave para tomar decisiones de política monetaria, que es el análisis de la evolución de los agregados monetarios. En este caso, el BCE constató la continuada desaceleración de los mismos y añadió que los agentes económicos han apostado por sacar el dinero de los fondos de inversión monetarios y trasladarlo a depósitos bancarios debido a las garantías concedidas por los gobiernos. En relación con las masas monetarias, el banco central de la eurozona percibió una desaceleración en la concesión de crédito a los residentes en la zona del euro.

Pero la lista de países cuyos bancos centrales han bajado el tipo de interés en el mes de noviembre es más extensa e incluye Dinamarca, República Checa, Eslovaquia, Corea del Sur, Australia. Además, el 20 de noviembre el banco central de Suiza recortó 100 puntos básicos el tipo de interés oficial hasta dejarlo en el 1%. En definitiva, puede afirmarse que ante la sincronización de la crisis económica se mantiene la respuesta coordinada de recortes de los tipos de interés oficiales en casi todo el mundo.

Al BCE le preocupa la futura trayectoria económica en la eurozona y cree que el riesgo de inflación es ahora menos importante.

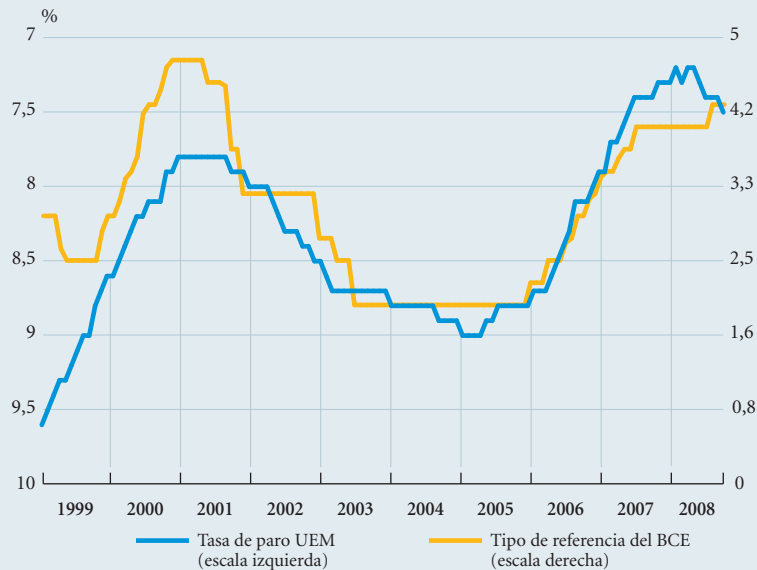
Numerosos bancos centrales recortan sus tipos de interés de referencia.

¿Tiene en cuenta el BCE la tasa de desempleo cuando fija el tipo de interés?

En tiempos de desaceleración económica suelen surgir voces que claman por una rebaja de los tipos de interés. Hace unos meses, la fortaleza del euro también provocó que en círculos políticos y empresariales aparecieran demandas de un recorte de tipos para contrarrestar la apreciación de la moneda y reactivar la economía. Sin embargo, el BCE se resistió a bajar los tipos durante gran parte del año alegando que la inflación estaba en unos niveles muy altos. Voces críticas con el banco central sugieren que entre sus objetivos se debería incluir maximizar el nivel de empleo, lo que permitiría al BCE bajar tipos aun cuando la inflación estuviera en valores superiores al objetivo del 2%. Dichas críticas no son descabelladas: la Reserva Federal estadounidense, por ejemplo, tiene un doble mandato de estabilidad de precios con la máxima tasa de empleo sostenible. Por tanto, es razonable preguntarse si el BCE debería tener un mandato similar, en lugar de centrarse exclusivamente en la inflación, como requiere su objetivo primario de estabilidad de precios.

Tal como hemos comentado en otro recuadro de este Informe Mensual, el BCE solamente ha conseguido mantener la inflación en la banda objetivo de «debajo, pero cerca, del 2%» menos del 40% del tiempo durante los últimos diez años. Por tanto, el BCE parece haber seguido una política monetaria menos estricta que la requerida por sus estatutos: no parece que el BCE haya sacrificado el crecimiento económico para conseguir sus ob-

LA RELACIÓN ENTRE EL TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCE Y LA TASA DE PARO EN EUROPA ES CLARA



FUENTE: BCE y Eurostat.

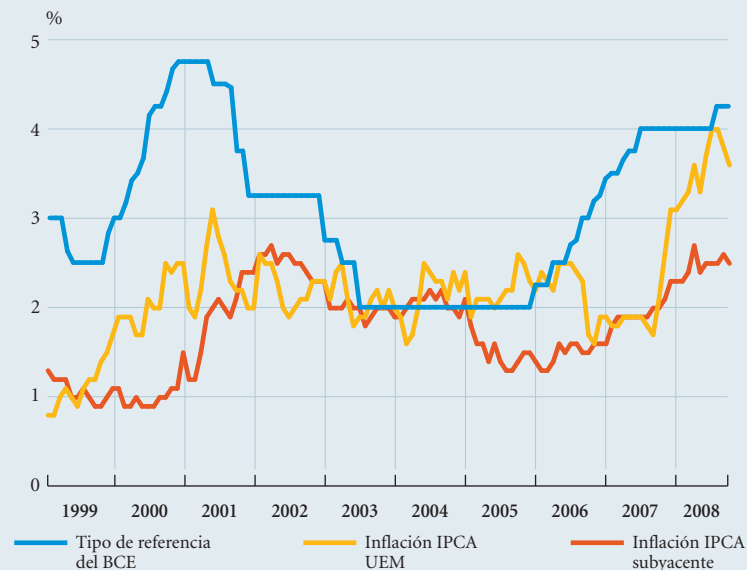
jetivos de inflación, sino más bien lo contrario. Como vale más una imagen que mil palabras, el gráfico anterior muestra la tasa de desempleo de la zona del euro (con la escala invertida) y el tipo de referencia del BCE. Como se puede observar, las dos series se mueven conjuntamente durante los últimos diez años: cuando el desempleo aumenta, el BCE tiende a recortar los tipos de interés. Esta relación se hace aún más evidente a partir de 2001, cuando el tipo de interés de referencia reacciona con un cierto retraso a fluctuaciones en la tasa de paro. Por tanto, las críticas que sugieren que el BCE no presta atención a la tasa de desempleo en la zona del euro parecen exageradas.

¿Y cómo reacciona el BCE a los movimientos de la tasa de inflación? En el siguiente gráfico, mostramos la evolución del tipo de referencia del BCE junto con la inflación del Índice de Precios al Consumo Armonizado y su componente subyacente (excluyendo energía y alimentos frescos). Contrariamente al caso de la tasa de paro, es más difícil encontrar a simple vista una relación entre el tipo de referencia del BCE y la inflación. En algunos periodos, el tipo de referencia ha estado muy por encima de la tasa de inflación, mientras que entre 2003 y 2005 la inflación se situó por encima del tipo de referencia, lo que implica tipos de interés reales negativos.

La intuición de este simple análisis gráfico se confirma en un reciente trabajo del Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa".⁽¹⁾ Utilizando métodos econométricos, este estudio muestra que, desde 1999, el BCE ha respondido mucho más a las fluctuaciones de la tasa de paro que a las fluctuaciones en la inflación. En contraste, durante los años noventa, los bancos centrales de la zona del euro reaccionaban de forma similar a fluctuaciones de ambas variables. Este resultado se observa también cuando se utilizan otras variables de actividad real en lugar de la tasa de paro, como la brecha del producto (esto es, la diferencia entre el PIB actual y el potencial, o *output gap*). Una explicación a este resultado es que durante los años noventa, los bancos centrales europeos es-

(1) Véase Rabanal, P., 2008, *Should the ECB Target Employment?*, "la Caixa" Economic Paper, n.º 6.

LA RELACIÓN ENTRE EL TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA Y LA TASA DE INFLACIÓN EN EUROPA NO ES TAN CLARA



FUENTE: BCE y Eurostat.

taban intentado rebajar la inflación a los niveles requeridos por Maastricht y, por ello, respondían agresivamente al aumento de la inflación. Desde la creación de la UEM, en cambio, la credibilidad del BCE ha permitido mantener las expectativas de inflación bien ancladas y, ante fluctuaciones moderadas de la inflación, el BCE no ha necesitado variar los tipos para que ésta volviera a valores cercanos al 2%. El riesgo de esta estrategia es que si la inflación persiste en niveles por encima del objetivo, el BCE puede perder credibilidad, lo que aumentaría las expectativas de inflación y los tipos de interés a largo plazo.

En resumen, a pesar de que el mandato del BCE es obtener la estabilidad de precios, el BCE no es insensible a la situación del mercado de trabajo en la zona del euro. Tal como hemos mostrado, el tipo de referencia del BCE es sensible a variaciones en la tasa de paro. Además, el BCE ha permitido desviaciones de la inflación de su objetivo «por debajo, pero cerca, del 2%», en lugar de mantener una política monetaria más restrictiva que hubiera perjudicado el crecimiento y la creación de empleo en la zona del euro. Un resultado que, dada la retórica del BCE y lo que dicen sus críticos, puede parecer sorprendente.

Cae la rentabilidad de la deuda pública ante la recesión global

Las medidas tomadas hasta ahora ayudan a la normalización de los mercados interbancarios. En el siguiente cuadro puede verse cómo el tipo de interés euríbor a 1 año ha caído hasta el 4%, nivel

que no se veía desde marzo del año pasado. Y todavía existe camino por recorrer, pues mientras que a principios de año el diferencial entre el tipo oficial del BCE y el euríbor a 1 año era de 0,32 puntos porcentuales, el 26 de noviembre el diferencial era de 0,75 puntos porcentuales. Sin embargo, puede afirmarse que desde los

El euríbor a un año baja hasta el 4%.

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)		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)
		Tres meses	Un año						
2007									
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
2008									
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	4,00	4,86	4,96	2,00	2,85	0,92	5,00	5,84	2,86
Mayo	4,00	4,86	5,10	2,00	2,68	0,92	5,00	5,87	2,78
Junio	4,00	4,95	5,39	2,00	2,78	0,93	5,00	5,95	2,73
Julio	4,25	4,97	5,37	2,00	2,79	0,90	5,00	5,78	2,78
Agosto	4,25	4,96	5,34	2,00	2,81	0,88	5,00	5,75	2,70
Septiembre	4,25	5,27	5,50	2,00	4,05	1,02	5,00	6,30	3,00
Octubre	3,75	4,76	4,87	1,00	3,03	0,94	4,50	5,84	2,43
Noviembre (1)	3,25	3,90	4,00	1,00	2,20	0,93	3,00	3,96	1,85

NOTAS: (1) Día 26.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 7-12-06 (3,50%), 8-03-07 (3,75%), 6-06-07 (4,00%), 3-07-08 (4,25%) 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%).

(3) Últimas fechas de variación: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%), 8-10-08 (1,5%), 29-10-08 (1%).

(4) Últimas fechas de variación: 10-05-07 (5,50%), 5-07-07 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-02-08 (5,25%), 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

La menor inflación y la recesión favorecen la deuda pública.

máximos que marcó durante septiembre se ha inaugurado una tendencia a la baja que ha visto reducir el euríbor a 1 año desde el 5,5% hasta el 4% actual.

También se produce el mismo fenómeno en los Estados Unidos, donde el tipo de interés del mercado interbancario a 3 meses ha caído hasta el 2,20% mientras que hace sólo dos meses, en septiembre, cotizaba una rentabilidad de 4,05%. En este caso, la reducción ha sido de 1,8 puntos porcentuales en los dos últimos meses. En Japón, a pesar del tensionamiento que se produjo en el mes de septiembre, el tipo de interés del mercado interbancario a 3 meses ha vuelto a situarse claramente por debajo del 1%, alcanzando un 0,93% el

26 de noviembre. Es decir, los bancos japoneses están dispuestos a prestarse dinero entre ellos por un periodo de tres meses, cobrando un tipo de interés del 0,93%. Se trata de un nivel bajo, pero hay que tener en cuenta que el tipo de interés oficial en Japón ha bajado del 0,5% al 0,3%, e incluso no se descartan nuevos descensos porque la economía nipona ha entrado en recesión.

El movimiento más espectacular se ha producido en el mercado interbancario británico, donde el tipo de interés a tres meses ha caído 2,34 puntos porcentuales en dos meses, desde el 6,30% que cotizaba en septiembre hasta el 3,96% de rentabilidad exigida el 26 de noviembre.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

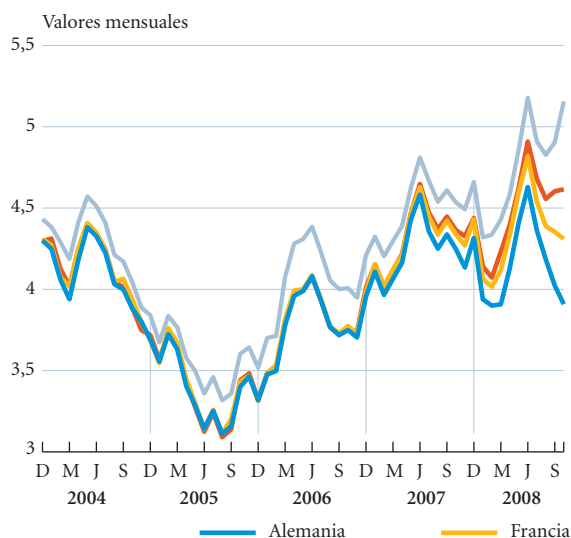
	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2007								
Octubre	4,24	4,33	4,36	4,53	4,47	1,61	4,93	2,98
Noviembre	4,13	4,26	4,32	4,48	3,94	1,48	4,64	2,88
Diciembre	4,31	4,42	4,43	4,65	4,02	1,51	4,51	3,05
2008								
Enero	3,93	4,05	4,13	4,31	3,59	1,44	4,48	2,81
Febrero	3,89	4,01	4,06	4,33	3,51	1,37	4,47	2,96
Marzo	3,90	4,11	4,22	4,42	3,41	1,28	4,35	2,92
Abril	4,12	4,33	4,39	4,58	3,73	1,59	4,67	3,12
Mayo	4,41	4,59	4,62	4,86	4,06	1,76	4,99	3,19
Junio	4,62	4,81	4,90	5,17	3,97	1,60	5,13	3,29
Julio	4,36	4,53	4,67	4,90	3,95	1,54	4,81	3,05
Agosto	4,18	4,38	4,55	4,82	3,81	1,42	4,48	2,89
Septiembre	4,02	4,35	4,60	4,90	3,82	1,47	4,45	2,61
Octubre	3,90	4,30	4,61	5,15	3,95	1,48	4,52	2,84
Noviembre (*)	3,31	3,73	3,89	4,43	3,01	1,39	3,80	2,23

NOTA: (*) Día 26.

FUENTE: Bloomberg.

PREFERENCIA POR LA DEUDA PÚBLICA ALEMANA

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años, en porcentaje anual



NOTA: Último dato, 26 de noviembre.

FUENTE: Bloomberg.

Las perspectivas de más emisiones de deuda pública no alteran sus rentabilidades, de momento.

En el caso de la deuda pública a largo plazo, se mantiene la tendencia de reducción de rentabilidades. Si hasta hace poco el motivo era la huida hacia la calidad, es decir, los inversores preferían salir de otro tipo de activos financieros con más riesgo y adquirir bonos del estado para proteger su capital, ahora el aumento del pesimismo sobre la duración y la dureza de una recesión sincronizada en todo el mundo ha impulsado la compra de un activo que gana valor en las recesiones. Por otra parte, las expectativas de fuertes caídas en las inflaciones de todos los países hacen más atractivo este producto financiero, pues la pérdida de poder adquisitivo del dinero disminuye, y por lo tanto la renta fija se vuelve más interesante.

De momento, la previsión de que los gobiernos deberán ampliar sus emisiones de bonos para financiar el previsible aumento de los déficits públicos, por caída de la actividad económica y para poder financiar los planes de impulso fiscal, no está afectando negativamente a la deuda pública. Un fuerte aumento de la emisión de bonos de cualquier gobierno debería, en condiciones normales, hacer caer su precio y aumentar la rentabilidad de los mismos. Pero en estos momentos el riesgo de una severa recesión se impone sobre cualquier otro factor.

Por ejemplo, el bono de deuda pública a 10 años de Estados Unidos ha reducido su rentabilidad de 3,95% a finales de octubre al 3% del 26 de noviembre. También en la zona del euro la deuda pública alemana a 10 años ha reducido la rentabilidad 59 puntos básicos, hasta el 3,31% de finales de noviembre. Si nos fijamos por países de la eurozona, el bono español ha convergido más rápidamente que el resto con respecto a Alemania. Desde el inicio de la crisis los inversores prefirieron refugiarse en los bonos alemanes, por la amplitud y la mayor liquidez del

mismo en relación con el resto de países de la eurozona. Pero ahora se está cerrando el diferencial entre la deuda alemana y la del resto de países, como puede verse en el gráfico anterior; este estrechamiento ha favorecido a la deuda pública española.

La libra esterlina y el peso mexicano no consiguen la estabilidad

Tras la fuerte volatilidad vivida durante el mes de octubre en el mercado de divisas, éste se ha tomado un cierto respiro en noviembre mientras consolida los nuevos niveles alcanzados, con un par de excepciones. En primer lugar, la divisa que sigue su fuerte tendencia a la depreciación es la libra esterlina. La divisa británica contra el dólar, en el periodo del 24 de octubre al 24 de noviembre, se ha depreciado un 5,8%. Ahora un dólar compra 0,67 libras esterlinas, mientras que a finales de julio sólo adquiría 0,50 libras esterlinas. Es decir, durante este periodo el dólar se ha apreciado un 32,6%. Pero la divisa del Reino Unido también se ha depreciado de forma intensa contra el euro. Así, a 24 de noviembre un euro adquiría 0,851 libras esterlinas, mientras que a finales de octubre el tipo de cambio era de 0,792.

El motivo más importante que explica este movimiento de la libra esterlina es el ajuste de las carteras de inversión. Los gestores de las carteras de inversión globales deben seguir el principio de diversificación de riesgos para evitar pérdidas masivas debido a un exceso de concentración. El Reino Unido es una de las mayores economías del mundo, y por lo tanto el peso de los activos británicos debe estar en consonancia con su importancia. Sin embargo, cuando se genera un consenso por parte de los economistas de que este país será uno de los que sufrirá una de las recesio-

La mayoría de divisas se toman un respiro excepto la libra esterlina y el peso mexicano, que mantienen una fuerte volatilidad.

La libra esterlina sufre por la expectativa de una recesión profunda

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

24-11-2008

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	96,0	1,7	-16,5	-11,9
Libra esterlina	0,665	5,8	32,1	37,8
Franco suizo	1,206	3,2	6,0	9,0
Dólar canadiense	1,256	-1,7	20,5	21,2
Peso mexicano	13,467	0,6	19,1	18,2
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,280	1,4	-12,2	-13,9
Yen japonés	122,9	3,3	-24,6	-23,1
Franco suizo	1,544	4,8	-6,7	-5,4
Libra esterlina	0,851	7,4	15,8	18,6
Corona sueca	10,428	4,1	10,5	12,5
Corona danesa	7,455	0,0	0,0	0,0
Zloty polaco	3,851	1,0	7,1	4,6
Corona checa	25,36	1,4	-4,5	-5,2
Forint húngaro	261,5	-4,9	3,4	1,4

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

FUENTE: Bloomberg.

nes más severas de su historia, en 2009, en comparación con el resto de países, el interés por adquirir activos en libras esterlinas desaparece.

La otra excepción ha sido el peso mexicano, que dio más de un quebradero de cabeza al banco central de México. La divisa azteca se hundió contra el dólar, hasta llegar a cotizar 13,90 pesos por dólar el 20 de noviembre.

A diferencia de los dos casos anteriores, en la cotización del euro-dólar se ha producido una mayor estabilidad durante noviembre. Desde el mes de julio el movimiento de la cotización de la divisa de la eurozona contra el dólar ha tenido dos fases. Una primera de fuerte depreciación del euro, que se inició en julio de este año cuando un euro compraba casi 1,60 dólares, hasta mediados de octubre cuando el

euro sólo adquiría 1,30 dólares. La segunda fase se inicia el 21 de octubre, cuando la cotización del euro se sitúa en un rango de entre 1,25 y 1,30, aproximadamente; este rango permanece en la actualidad. La fuerte depreciación del euro se explicó por el estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés entre las dos zonas, pues el BCE está recortando el tipo oficial desde un nivel superior, mientras que la Fed ya tiene el tipo de interés de referencia en el 1%. Además, se le añadieron las expectativas de que los Estados Unidos, al haber entrado antes en la crisis, saldrán antes que la zona del euro. Habiéndose incorporado esta información en el precio de la cotización, de momento los mercados, a la espera de nuevas noticias o cambios de tendencia significativos, parecen encontrarse cómodos en el rango anteriormente citado.

La cotización del euro-dólar espera nueva información económica para decidir su futura tendencia.

Las bolsas no frenan su caída durante el mes de noviembre.

A las dudas sobre la salud del sector financiero se ha unido el deterioro del sector automovilístico norteamericano, todo lo cual repercute en un aumento del pesimismo de los inversores.

Las bolsas no encuentran un suelo firme

Efectivamente, el mes de noviembre ha sido desolador para las bolsas que siguen luchando por encontrar un suelo. Sólo el día 24 de noviembre, tras conocerse la noticia de un nuevo rescate por parte del gobierno federal de los Estados Unidos al banco Citigroup, los índices de renta variable de los países desarrollados rebotaron con fuerza, con alzas en un rango de entre el 4% y el 9%. Pero este rebote fue insuficiente para recobrar unos niveles que permitan afirmar que la tendencia bajista se ha acabado. En el caso de que se lograran consolidar estas ganancias, se habría dado el primer paso para abandonar un año que, de todas formas, difícilmente evitará pasar a la historia de las finanzas con el adjetivo de «desastre».

Dos elementos han pesado como una losa durante noviembre en la renta variable. El primero son unos datos económicos que indican una recesión sincronizada en todo el mundo, cuya duración y severidad ha generado nuevas dudas sobre la solidez de algunos sistemas financieros, como en el caso de Estados Unidos. El rescate de Citigroup pone de manifiesto que la banca norteamericana sigue necesitando recapitalizaciones públicas para evitar situaciones de alto riesgo de impago.

Pero el segundo elemento negativo para los inversores ha sido la dificultad por la que atraviesa el sector automovilístico en Norteamérica. Aunque, actualmente, el peso de esta industria en la economía es muy inferior a hace 30 o 40 años, sigue teniendo relevancia, como pone de manifiesto una somera descripción del mismo.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

24-11-2008

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	8.216,0	-1,9	-38,1	-36,7
<i>Standard & Poor's</i>	820,2	-6,5	-44,1	-43,1
<i>Nasdaq</i>	1.416,4	-8,7	-46,6	-45,5
Tokio	7.910,8	3,4	-48,3	-46,9
Londres	3.976,9	2,4	-38,4	-36,5
Zona del euro	2.250,6	-3,5	-48,8	-47,3
<i>Francfort</i>	4.298,0	0,1	-46,7	-43,5
<i>París</i>	3.006,5	-5,9	-46,4	-45,5
<i>Amsterdam</i>	232,8	-5,4	-54,9	-52,7
<i>Milán</i>	19.064,0	-4,1	-50,6	-49,8
<i>Madrid</i>	8.305,4	-0,6	-45,3	-46,0
Zurich	5.303,2	-6,6	-37,5	-36,7
Hong Kong	12.457,9	-1,3	-55,2	-53,1
Buenos Aires	886,6	-0,4	-58,8	-59,9
São Paulo	33.473,0	6,3	-47,6	-45,1

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.

Así, este sector en los Estados Unidos emplea de forma directa 240.000 personas, pero de forma indirecta varios millones de empleados, si se incorpora a los que trabajan en concesionarios, proveedores de piezas para la industria, etc. Su contribución al producto interior bruto del país es de un 4%, gasta 12.000 millones de dólares cada año en investigación y desarrollo y provee a 2 millones de personas con seguros médicos, si se tienen en cuenta las personas jubiladas del sector que tienen este derecho adquirido por ser antiguos empleados, así como al resto de miembros de sus familias.

En este contexto, los inversores mantuvieron su tendencia de reducción de ries-

go en sus carteras de inversión y prefirieron recortar las tenencias de renta variable en las mismas.

Durante este último mes, la bolsa española, representada por el selectivo Ibex 35, lo hizo relativamente mejor que la mayoría de bolsas europeas, a excepción de la alemana. También la comparación es favorable a la bolsa española si se tiene en cuenta la rentabilidad desde principios de año. Mientras la bolsa española ha experimentado una caída del 45,3%, el resto de bolsas han recortado más. Pero es un amargo consuelo cuando toda la clase suspende el examen. Efectivamente, a un mes del final de este año la inversión en renta variable presenta un panorama decepcionante.

Aunque el índice de bolsa español lo ha hecho mejor que sus competidores en la eurozona, 2008 no habrá sido un buen año para la renta variable.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

En el tercer trimestre el PIB aumenta el 0,9% en relación con el mismo periodo del año anterior, 9 décimas menos que en el segundo.

Drástica reducción de la aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB mientras mejora la contribución del sector exterior.

La larga fase de expansión económica llega a su fin

Después de año y medio de ralentización económica, el producto interior bruto (PIB) experimentó una caída trimestral en el tercer trimestre de 2008, el primer retroceso desde principios de 1993, según la primera estimación del Instituto Nacional de Estadística. La profundización de la desaceleración económica fue debida al impacto de la crisis financiera internacional y también al efecto de unos precios de las materias primas en niveles todavía elevados en el periodo julio-septiembre. No obstante, el principal impulso a la baja procede del cambio de fase en el ciclo del sector inmobiliario.

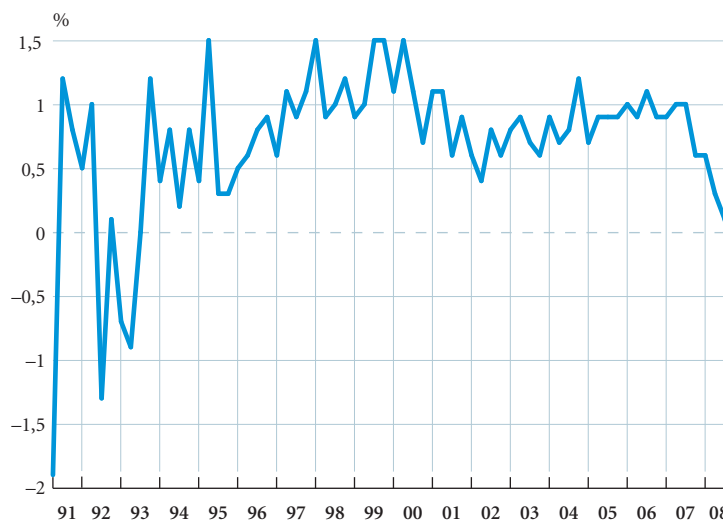
En tasa interanual, sin embargo, el PIB crecía todavía el 0,9%, nueve décimas me-

nos que en el trimestre anterior. Este ritmo era levemente superior al del conjunto de la Unión Europea, que también experimentaba una moderación del ritmo de expansión económica.

La evolución del PIB en el tercer trimestre se caracterizó por el desplome de la aportación de la demanda nacional al crecimiento interanual, pasando del 1,5% en el segundo trimestre hasta sólo el 0,1%. En cambio, la contribución del sector exterior experimentó una mejora de 5 décimas, hasta el 0,8%. El ajuste del desequilibrio del sector exterior también se manifestó en un estrechamiento del déficit por cuenta corriente hasta el 8,7% del PIB, 7 décimas menos que en el trimestre anterior, pero todavía se situaba en un nivel demasiado alto.

PRIMERA CONTRACCIÓN TRIMESTRAL DEL PIB DESDE PRINCIPIOS DE 1993

Variación trimestral del PIB

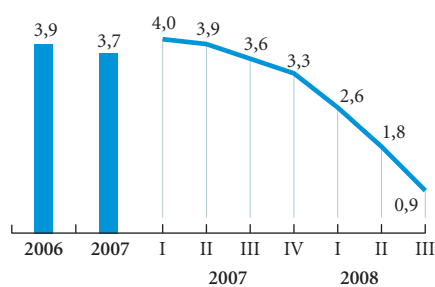


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

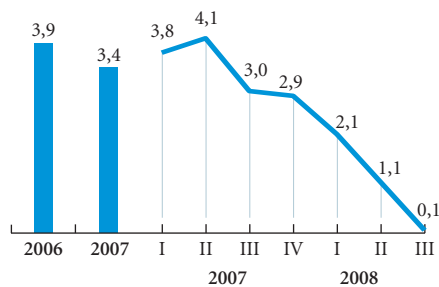
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

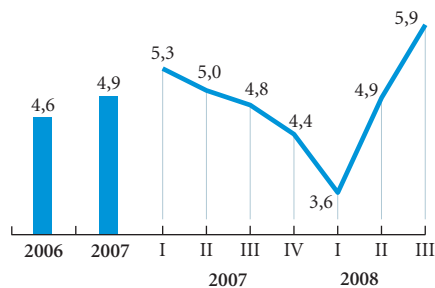
PIB



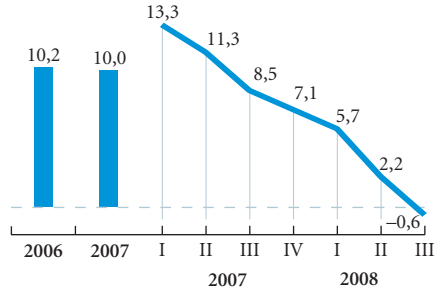
Consumo de los hogares



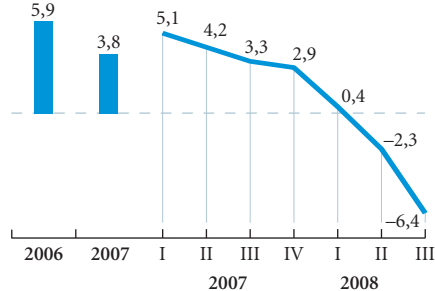
Consumo público



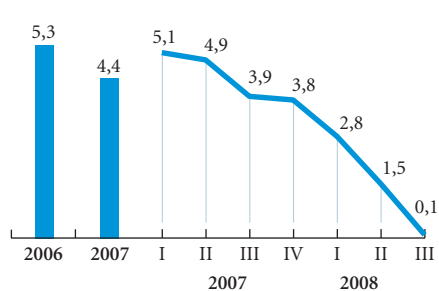
Inversión en bienes de equipo



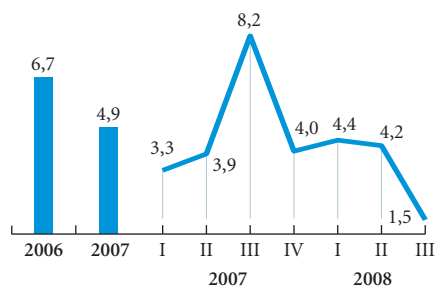
Inversión en construcción



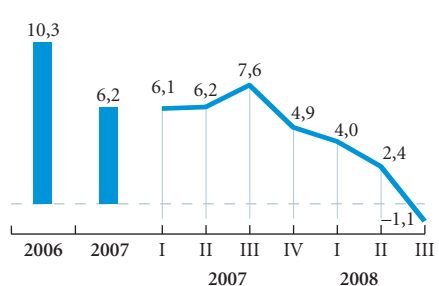
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



NOTAS: (*) Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Los hogares echan el freno al consumo...

La aminoración del ritmo de crecimiento de la demanda nacional provino tanto de la inversión como del consumo. Dentro del consumo, el de los hogares se redujo el 1,0% en relación con el trimestre anterior, contrayéndose sobre todo los bienes de consumo duraderos. Esta tendencia parece que continuará en el cuarto trimestre, a tenor de una caída interanual de las ventas de automóviles del 40,0% en octubre. El debilitamiento del consumo de las familias se produjo al caer el empleo en el trimestre y al flojear adicionalmente la confianza de los consumidores por el hundimiento de las bolsas y el deslizamiento a la baja de los precios de las viviendas, lo que incitó a elevar los niveles de ahorro.

Por el contrario, el consumo público adoptó un comportamiento anticíclico y se elevó el 5,9% en relación con el tercer trimestre de 2007. Este alto incremento

del gasto público corriente se debió tanto a las remuneraciones de los asalariados del sector como a las compras de bienes y servicios.

Por su parte, la inversión continuó disminuyendo, respondiendo a la debilidad de la demanda, tanto interior como exterior, a la desaceleración de los beneficios empresariales y al endurecimiento de las condiciones de financiación. De este modo, la formación bruta de capital fijo anotó un retroceso trimestral del 1,9% en el tercer trimestre, igual que en el segundo. La inversión en construcción continuó profundizando su caída, especialmente debido a las viviendas, que registraron una disminución trimestral del 6,9%. La inversión en bienes de equipo también se redujo, sobre todo a causa del equipo de transporte, que bajó el 4,6% en el trimestre. La inversión en otros productos, como *software* informático, propeccio-

...y las empresas reconsideran sus planes de inversión.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
Consumo										
Producción de bienes de consumo (*)	2,3	1,2	0,9	-2,7	-0,8	-5,6	-2,1	-6,1	-8,6	...
Importación de bienes de consumo (**)	8,9	5,1	8,4	7,7	-1,2	-6,9	-4,0	-12,6	...	...
Matriculaciones de automóviles	-0,9	-1,2	-2,9	1,3	-15,3	-19,6	-27,4	-41,3	-32,2	-40,0
Crédito al consumo de bienes duraderos	14,5	10,0	6,9	9,9	8,8	7,1	-	...	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-12,3	-13,3	-12,3	-17,3	-20,0	-31,3	-39,0	-37,0	-39,0	-44,0
Inversión										
Producción de bienes de equipo (*)	8,4	5,9	6,3	3,3	2,0	-3,1	1,8	-10,9	-5,0	...
Importación de bienes de equipo (**)	3,2	9,8	-0,6	9,0	-16,0	-16,4	-7,8	-28,1	...	...
Matriculación de vehículos industriales	1,5	0,3	-3,0	4,7	-29,5	-34,0	-46,6	-57,0	-48,1	-54,3
Comercio exterior (**)										
Importaciones no energéticas	9,0	7,3	7,6	7,5	4,3	0,2	-2,7	-10,2	...	...
Exportaciones	5,6	4,2	6,7	4,6	2,2	6,6	9,5	-2,7	...	...

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

(**) En volumen.

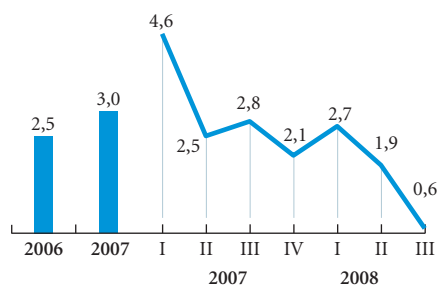
(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

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

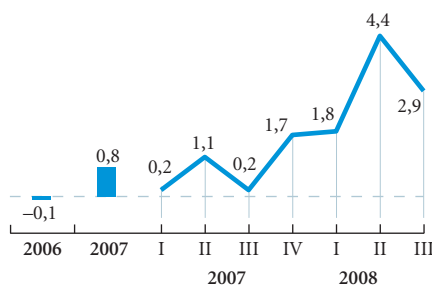
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

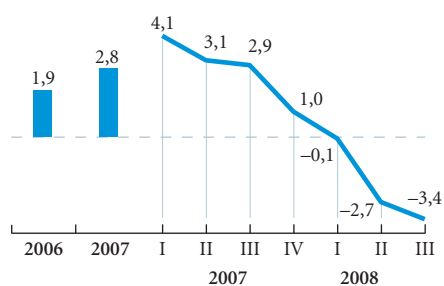
Agricultura



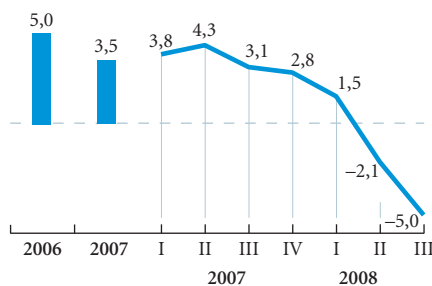
Energía



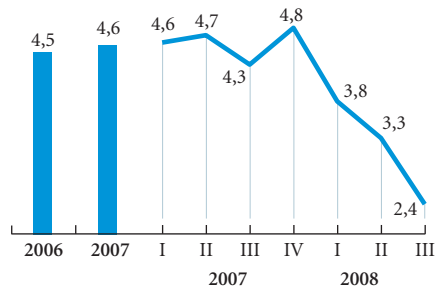
Industria



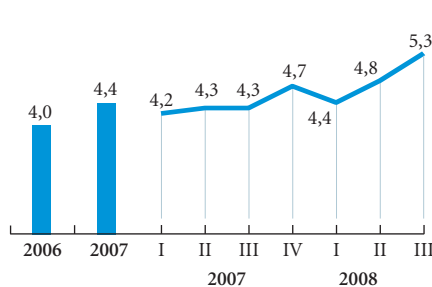
Construcción



Servicios de mercado



Servicios no de mercado



NOTA: (*) Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

nes mineras y petroleras, etc., sólo supuso una compensación parcial, al subir un 2,6% en el trimestre.

La mejora comentada más arriba del sector exterior se debió mayormente a la caída interanual de las importaciones de bienes y servicios en un 1,1%, después de haber registrado una subida del 2,4% en el segundo trimestre. Las exportaciones también se ralentizaron, pero en menor me-

da, hasta un crecimiento del 1,5% respecto al mismo trimestre del año anterior.

Desde la óptica de la oferta, la expansión se aminoró en todos los grandes sectores. Se agudizó el ajuste de la construcción y su valor añadido bajó el 5,0% con relación al tercer trimestre de 2007. Las ramas energéticas e industriales también intensificaron su caída hasta el 2,5%, en variación interanual.

Se agudiza el ajuste en la construcción.

Las organizaciones internacionales prevén una recesión.

El crecimiento de las ramas de los servicios se deceleró hasta un aumento interanual del 3,0%, 6 décimas menos que en el trimestre anterior, debido a los servicios de mercado, que moderaron su ritmo de variación hasta el 2,4% respecto al mismo trimestre del año anterior. Algunos servicios empresariales y de tecnologías de la información eran las ramas que mostraban más dinamismo. En el polo contrario se situaba el comercio de vehículos. Por su parte, los servicios de no mercado repuntaron hasta un ascenso interanual del 5,3%, medio punto más que en el segundo trimestre.

La agricultura, ganadería y la pesca experimentaron una contracción trimestral del 1,7%. De esta forma, el crecimiento interanual de su valor añadido bruto se redujo al 0,6%.

Las previsiones para la economía española por parte de las organizaciones internacionales que han ido apareciendo en las últimas semanas se han caracterizado por la continuación de las revisiones a la baja del crecimiento económico para 2009. Así, las proyecciones de otoño de la Comisión Europea lo situaban en un retroceso del 0,2%. Las nuevas previsiones

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
Industria										
Consumo de electricidad (1)	4,0	4,4	2,5	4,9	2,5	2,6	1,6	2,9	0,7	-1,7
Índice de producción industrial (2)	3,9	1,9	1,1	-0,2	-0,5	-5,1	-2,9	-6,7	-8,8	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,7	-0,3	-0,7	-3,3	-7,0	-11,9	-16,0	-18,0	-22,0	-27,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,5	81,3	82,1	81,1	81,3	80,3	-	79,3	-	76,8
Importación bienes interm. no energ. (5)	10,5	8,0	8,7	7,1	11,4	6,9	-1,2	-5,8	...	...
Construcción										
Consumo de cemento	8,5	0,2	-1,1	-1,9	-13,3	-18,9	-23,8	-30,2	-24,8	-34,4
Indicador de confianza en la construcción (3)	14,2	9,3	12,0	-1,3	-14,7	-17,3	-30,0	-15,0	-26,0	-38,0
Viviendas (visados obra nueva)	18,6	-24,7	-50,7	-33,6	-59,8	-56,0	-58,0	-67,9	...	...
Licitación oficial	31,3	-14,9	-30,0	-33,1	27,8	-32,1	-9,3	12,2	...	...
Servicios										
Ventas comercio minorista (6)	2,1	2,4	3,1	-0,3	-3,6	-5,6	-6,1	-6,1	-7,2	-8,0
Turistas extranjeros	4,1	1,4	1,2	1,6	5,3	0,9	-8,0	-1,8	-5,9	...
Ingresos turismo	5,6	3,6	3,3	4,5	5,2	1,0	1,1	0,3	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-1,2	-4,4	-1,4	-5,3	-2,7	-0,7	-0,7	-17,8	4,1	...
Tráfico aéreo pasajeros	6,8	9,0	10,6	8,5	7,9	-0,7	-3,7	-2,4	-8,8	-10,8
Consumo de gasóleo automoción	5,5	4,8	4,3	4,7	-0,9	-2,8	-0,9	-8,3	...	...

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.

del Fondo Monetario Internacional llevaban el descenso anual del PIB hasta el 0,9%, 7 décimas menos que las anteriores de un mes antes. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos también apunta a una caída anual del PIB del 0,9% en 2009 y una lenta salida posterior de la recesión económica.

En este entorno, el Gobierno aprobó un plan de apoyo financiero a las pymes estructurado en una nueva línea de financiación del Instituto de Crédito Oficial,

dotada con 10.000 millones de euros, y ampliaciones de otras existentes por valor de más de 3.000 millones, que permitirán también la financiación del capital circulante. Además, el Gobierno anunció la preparación de medidas de estímulo económico de forma concertada con la Unión Europea. Éstas se centrarán en inversiones en infraestructuras. Hasta ahora la principal medida con impacto presupuestario ha sido la nueva deducción de hasta 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas.

El Gobierno lanza nuevas medidas de estímulo económico.

Mercado de trabajo

En octubre se produce un considerable descenso de los afiliados a la Seguridad Social.

El mercado laboral se enfría

La crisis económica está repercutiendo sensiblemente en el mercado de trabajo. Así, en octubre el número medio de afiliados en alta en la Seguridad Social se situó en 18.918.473, con un descenso mensual de 101.886, cifra que contrasta con un aumento de 80.699 en el mismo mes de 2007. De este modo, se hace patente el deterioro del mercado laboral en el último periodo hasta el punto de que tendencialmente el ritmo de destrucción de ocupación se aproxima al 3% anual.

En los últimos doce meses el número medio mensual de afiliados a la Seguridad Social se redujo en 453.211 personas, el 2,3%. Los descensos interanuales afectaron sobre todo a los trabajadores del Régimen General, aunque los autónomos del sistema normal disminuyeron el 0,9%. Por el contrario, el régimen de empleados del hogar aumentó sus efectivos el 6,4%. Por grandes sectores, el nivel de afiliación descendió en la construcción y la industria, mientras que subió en los servicios y la agricultura.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008			Octubre
			III	IV	I	II	III	
Afiliados a la Seguridad Social								
Sectores de actividad								
<i>Industria</i>	0,0	2,5	2,5	2,4	0,3	-1,4	-2,8	-4,7
<i>Construcción</i>	8,7	3,3	2,3	0,5	-2,8	-7,8	-13,0	-18,2
<i>Servicios</i>	5,2	3,5	3,0	3,0	2,6	2,0	1,4	0,2
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	4,7	3,0	2,6	2,2	1,2	0,0	-1,2	-3,0
<i>No asalariados</i>	2,2	2,8	2,9	2,9	2,3	1,1	-0,3	-1,5
Total	4,3	3,0	2,7	2,4	1,4	0,2	-1,0	-2,7
Población ocupada (*)	4,1	3,1	3,1	2,4	1,7	0,3	-0,8	-
Puestos de trabajo (**)	3,2	2,9	2,8	2,2	1,4	0,4	-0,8	-
Contratos registrados (***)								
Indefinidos	41,1	2,0	-1,6	-21,1	-11,8	-5,6	-13,8	-22,7
Temporales	4,7	0,3	-0,5	1,2	-6,5	-7,4	-9,4	-16,3
Total	7,9	0,5	-0,7	-2,1	-7,2	-7,2	-9,9	-17,1

NOTAS: (*) Estimación de la encuesta de población activa (las variaciones correspondientes a 2005 están corregidas del impacto de los cambios metodológicos).

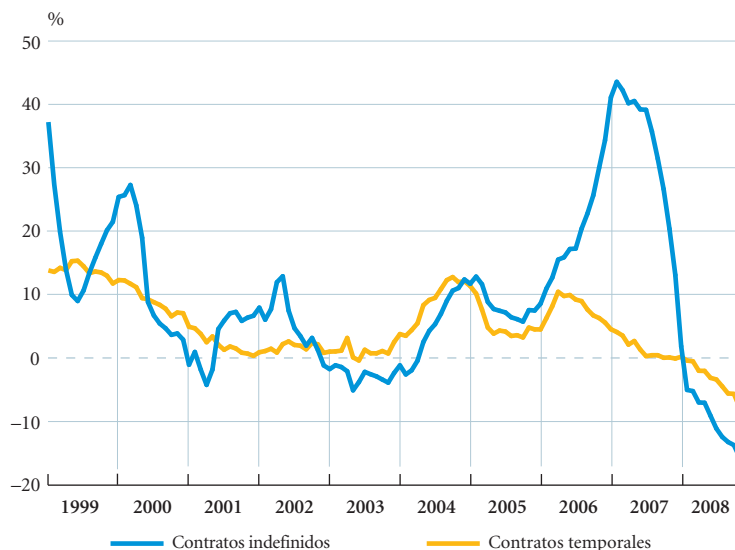
(**) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(***) En el INEM.

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

PÉRDIDA DE VIGOR DE LA CONTRATACIÓN

Contratos registrados en el INEM: variación del acumulado de los últimos 12 meses respecto al mismo periodo del año anterior



FUENTES: Instituto Nacional de Empleo y elaboración propia.

Las cifras de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo de la contabilidad nacional corroboran la tendencia a la destrucción de ocupación. En el tercer trimestre éstos decrecieron el 0,8% con relación al mismo periodo del año anterior, frente a un aumento interanual del 0,4% en el segundo trimestre. Las caídas de la ocupación fueron generalizadas, sobresaliendo la construcción, con una reducción anual del 12,8%. En las ramas industriales y energéticas el nivel de empleo bajó el 1,2% y en el sector primario el 4,1%. El incremento del 2,1% en las ramas de los servicios sólo pudo compensar parcialmente la disminución en el resto de sectores.

Por otro lado, en el tercer trimestre prosiguió la recuperación de la productividad aparente del trabajo, que se elevó el 1,7% respecto al mismo periodo de 2007, 4 décimas más que en el trimestre anterior, a resultas de la evolución del producto interior bruto trimestral y del empleo a

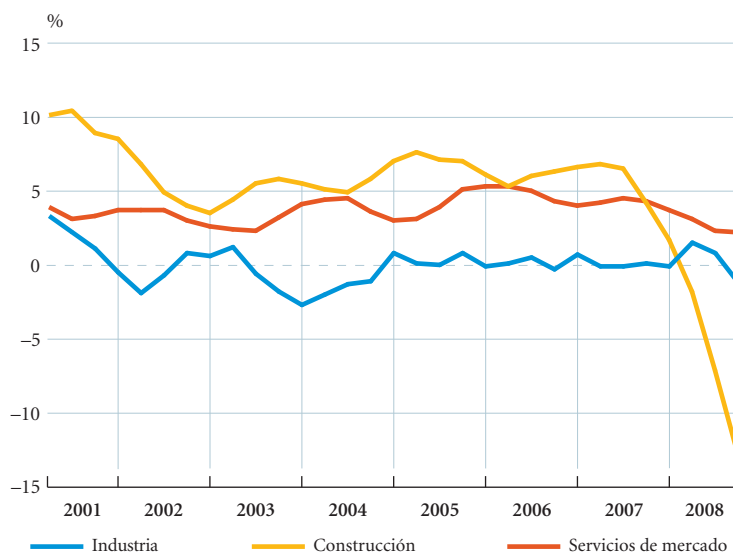
tiempo completo. La remuneración de los asalariados se moderó hasta un crecimiento anual del 4,5%, pero fue debido sobre todo al decremento de la ocupación, ya que la media por asalariado apenas se ralentizó hasta el 5,3%. De este modo, el incremento anual del coste laboral unitario se desaceleró hasta el 3,6%, 2 décimas superior al deflactor implícito de la economía.

El menor dinamismo del mercado de trabajo también se manifiesta en la contratación. Así, en octubre el número de contratos registrados en los servicios públicos de empleo cayó el 17,1% en relación con el mismo mes del año anterior hasta 1.584.811, frente a un descenso interanual del 9,2% del acumulado en los diez primeros meses del año. En octubre de 2008 se registraron 180.229 contratos de trabajo de carácter indefinido, lo que representa una bajada del 22,7% sobre igual mes del año precedente. A pesar de esta reducción, los contratos estables supusieron el 11,4%

El número de contratos registrados fijos a tiempo completo disminuye más que el de a tiempo parcial.

LA CREACIÓN DE OCUPACIÓN EN LOS SERVICIOS SÓLO COMPENSA PARCIALMENTE LAS CAÍDAS EN LA CONSTRUCCIÓN Y EN LA INDUSTRIA

Variación interanual de los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El gobierno avanza diversas propuestas para incentivar el empleo.

Aumento del paro generalizado en todos los sectores, pero especialmente en la construcción.

Los gastos de desempleo experimentan un alza interanual del 42% en septiembre de 2008.

del total. Por otro lado, los contratos fijos a tiempo completo disminuyeron más que los a tiempo parcial. Por su parte, los contratos temporales experimentaron un decremento del 16,3% con relación a octubre de 2007 hasta 1.404.582.

Ante este panorama, el gobierno, en el marco del proceso emprendido de diálogo social, avanzó la propuesta de una nueva modalidad de bonificación en la cuota empresarial a la Seguridad Social de 1.500 euros anuales durante dos años para incentivar la contratación indefinida de parados con responsabilidades familiares. Además, también se plantea la ampliación de la capitalización del 40% al 60% de la prestación por desempleo para fomentar el autoempleo.

Séptimo mes consecutivo de ascenso del paro registrado

La reducción neta del nivel de ocupación está provocando una fuerte subida del

desempleo. En octubre el número de parados registrados en los servicios públicos de empleo aumentó en 192.658. Aunque en parte el incremento del paro en octubre obedece a factores estacionales derivados del fin de la temporada turística, su magnitud, seis veces mayor que el alza anotada en el mismo mes de 2007, no deja lugar a dudas del deterioro del mercado de trabajo. Así, al final de octubre el número de parados registrados ascendía a 2.818.026, con una subida interanual del 37,6%.

El fuerte aumento del paro registrado se ha traducido en un significativo incremento de los gastos de desempleo, que subieron el 41,8% en septiembre de 2008 con relación al mismo mes de 2007. Al final de septiembre los beneficiarios ascendían a 1.851.308, un 31,3% más que doce meses antes. Por otra parte, el número de beneficiarios extranjeros en septiembre de 2008 se elevó el 78,5% respecto al mismo mes del año anterior hasta 209.101, el 11,3% del total.

FUERTE REPUNTE DEL PARO REGISTRADO

Tasa de variación interanual del paro registrado (*)



NOTA: (*) En mayo de 2005 se produce una ruptura en la serie debido a la entrada en funcionamiento del nuevo modelo de gestión SISPE.

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

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Octubre 2008

	Parados	Variación sobre diciembre 2007		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	94.630	25.818	37,5	27.865	41,7	3,4
Industria	349.430	69.449	24,8	78.874	29,2	12,4
Construcción	479.576	195.709	68,9	239.191	99,5	17,0
Servicios	1.631.882	347.632	27,1	378.077	30,2	57,9
Primer empleo	262.508	49.871	23,5	45.442	20,9	9,3
Por sexos						
Hombres	1.335.865	450.726	50,9	533.034	66,4	47,4
Mujeres	1.482.161	237.753	19,1	236.415	19,0	52,6
Por edades						
Menores de 25 años	358.755	118.372	49,2	123.630	52,6	12,7
Resto de edades	2.459.271	570.107	30,2	645.819	35,6	87,3
TOTAL	2.818.026	688.479	32,3	769.449	37,6	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Precios

La tasa de inflación interanual disminuye un punto en octubre hasta el 3,6%...

...gracias al impulso bajista de los carburantes y combustibles...

La inflación intensifica su caída

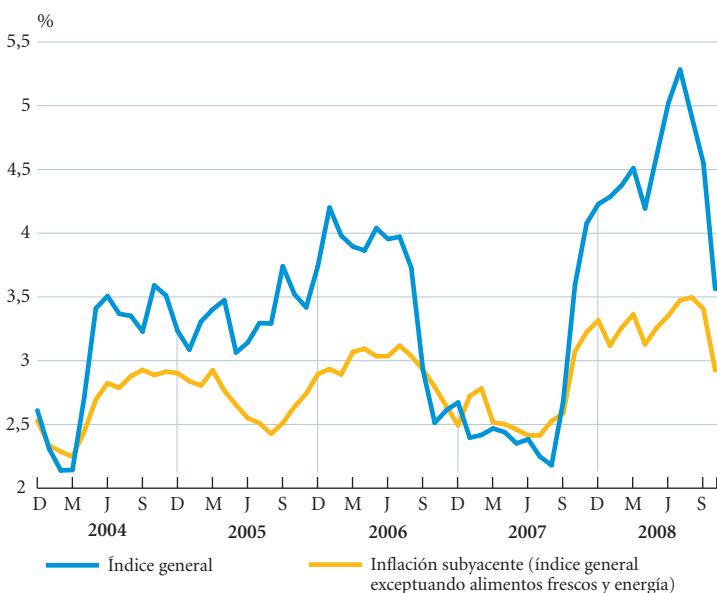
En octubre se aceleró la bajada de la inflación iniciada en agosto. Así, la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) disminuyó en un punto hasta el 3,6%, lejos del máximo del 5,3% de julio. Este descenso reflejó mayormente el hundimiento del precio del petróleo en los mercados internacionales, pero también de los precios de otras materias primas. Así, la inflación subyacente, considerada como el núcleo más estable de la inflación y que excluye a los elementos más volátiles como los productos energéticos y los alimentos frescos, se redujo en 5 décimas hasta el 2,9%.

El principal impulso bajista de la inflación en octubre provino de los carburantes y combustibles, que recortaron más de medio punto la tasa interanual del IPC al pasar de un incremento interanual del 16,2% en septiembre al 8,9% en octubre. El otro elemento errático de la cesta de la compra, los alimentos sin elaborar, se moderaron desde un aumento anual del 3,9% al 3,0% y contribuyeron con casi una décima a la reducción de la inflación interanual.

En cuanto a los componentes de la inflación subyacente, el que protagonizó su disminución en octubre fueron los alimentos elaborados, cuyos precios perma-

MARCAO DESCENSO DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

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	1,1	1,5	4,2
Mayo	0,3	1,8	2,3	0,7	2,2	4,6
Junio	0,2	2,0	2,4	0,6	2,8	5,0
Julio	-0,7	1,3	2,2	-0,5	2,3	5,3
Agosto	0,1	1,4	2,2	-0,2	2,1	4,9
Septiembre	0,3	1,7	2,7	0,0	2,0	4,5
Octubre	1,3	3,0	3,6	0,3	2,4	3,6
Noviembre	0,7	3,8	4,1			
Diciembre	0,4	4,2	4,2			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

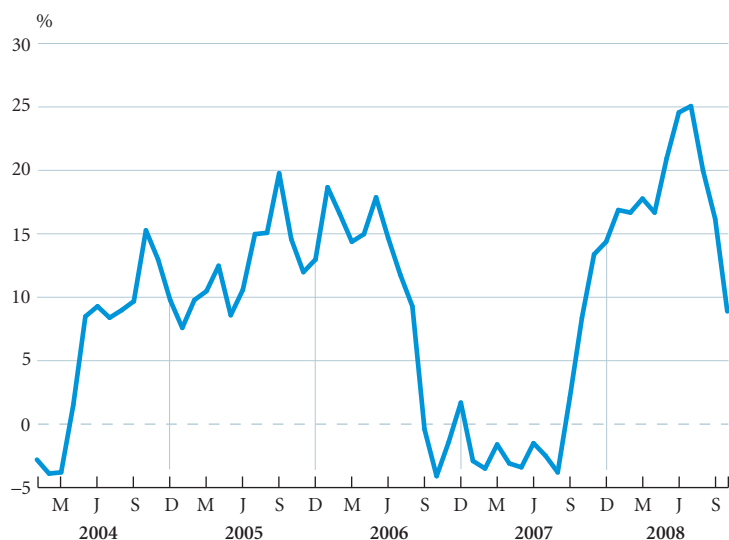
necieron prácticamente estables frente a fuertes alzas en el mismo mes del año anterior. Son destacables las repercusiones negativas de los productos lácteos y

el pan sobre la inflación, que traducen la tendencia a la baja de las materias primas agrarias en los mercados globales en los últimos meses, al normalizarse la oferta.

...y de los alimentos elaborados.

LOS PRECIOS DE LOS CARBURANTES Y COMBUSTIBLES SE FRENAN

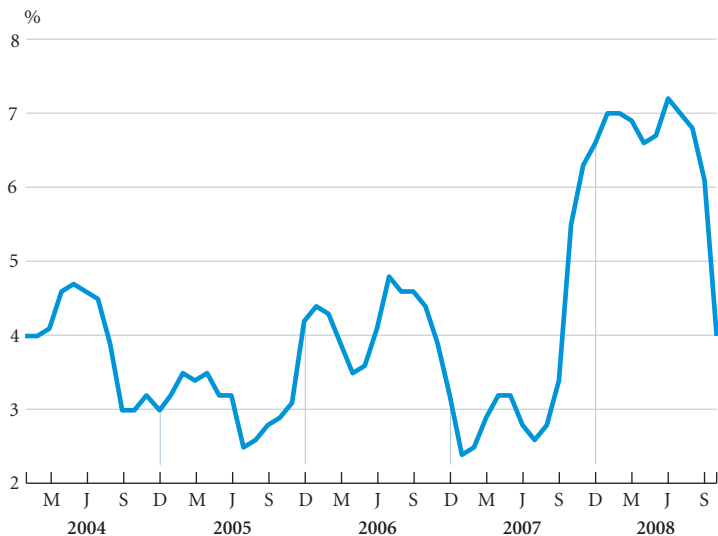
Variación interanual de los precios de los carburantes y combustibles



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

MODERACIÓN DEL PRECIO DE LOS ALIMENTOS

Variación interanual de los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El diferencial de inflación con la eurozona se estrecha hasta 0,4 puntos, la cota mínima desde principios de 2002.

Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 0,5%. Esta contención estuvo propiciada por la fuerte competencia en los mercados internacionales. La presión a la baja en los precios debido a la flojedad de la demanda fue contrarrestada por la depreciación del euro.

La tasa de variación interanual de los precios de los servicios tampoco varió en octubre, pero se situaba en un nivel mucho más elevado, el 4,1%, que en parte reflejaba un menor grado de competencia. Así, las tasas interanuales del servicio doméstico (4,8%), consultas médicas (4,8%) y hoteles, cafés y restaurantes (4,7%) se colocaban más de un punto por encima de la inflación general.

La inflación podría finalizar el año claramente por debajo del 2,5%.

El índice de precios armonizado con la Unión Europea también anotó una subida interanual del 3,6%. De este modo, el diferencial de inflación con la eurozona se estrechó en medio punto hasta 0,4 puntos, el nivel mínimo desde principios de 2002. Cabe señalar que esta reducción está muy influida por la bajada del precio de los carburantes, que tienen un mayor peso en el IPC español.

A falta de dos meses para finalizar el año las perspectivas para la inflación son francamente optimistas. Así, probablemente la tasa de variación interanual del IPC cerrará el ejercicio claramente por debajo del 2,5%, si no se tuerce la tendencia de los precios de las materias primas.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Octubre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,5	1,9	-0,1	4,8	2,2	5,5	4,0
Bebidas alcohólicas y tabaco	111,6	0,2	0,1	5,8	3,8	6,6	4,0
Vestido y calzado	106,7	9,0	9,2	-1,0	-1,5	0,9	0,7
Vivienda	112,4	0,7	0,1	4,1	6,6	4,2	7,4
Menaje	106,0	0,4	0,5	1,9	2,1	2,5	2,7
Medicina	98,8	0,2	0,2	-2,3	0,3	-2,1	0,5
Transporte	107,3	0,3	-2,5	4,8	1,9	4,9	4,2
Comunicaciones	100,2	-0,1	0,0	1,0	0,3	0,6	0,0
Ocio y cultura	99,3	-0,8	-0,5	-1,4	-0,2	-0,7	0,4
Enseñanza	111,9	2,4	2,7	3,8	4,3	4,5	4,6
Hoteles, cafés y restaurantes	110,7	0,0	-0,2	4,5	4,3	4,8	4,7
Otros	107,4	0,1	0,2	2,7	3,4	3,0	3,7
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	111,2	2,3	0,1	5,9	3,1	6,1	4,5
Alimentos sin elaboración	109,4	0,5	-0,4	2,8	0,9	4,7	3,0
Conjunto no alimentario	107,0	1,1	0,5	2,4	2,4	2,9	3,4
Bienes industriales	105,3	2,2	0,9	1,5	1,2	2,0	2,7
<i>Productos energéticos</i>	113,3	1,0	-3,9	7,4	5,3	7,0	9,3
<i>Carburantes y combustibles</i>	112,9	1,3	-5,1	8,9	3,7	8,4	8,9
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	102,6	2,7	2,7	-0,4	-0,2	0,4	0,5
Servicios	108,9	0,1	0,0	3,4	3,6	3,8	4,1
Inflación subyacente (**)	107,1	1,4	0,9	2,6	2,2	3,1	2,9
ÍNDICE GENERAL	107,9	1,3	0,3	3,0	2,4	3,6	3,6

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Los precios mayoristas confirman su orientación a la baja

La caída de los precios de las materias primas en el último periodo y en particular el hundimiento del precio del petróleo desde julio sigue trasladándose a los precios mayoristas, cuya inflación había anotado los niveles máximos de los últimos años. Diversas causas, tanto del lado de la demanda como de la oferta, han contribuido a la reversión del movimiento alcista de las materias primas, siendo una de las

más significativas la debilidad de la demanda, afectada por la crisis financiera global.

En este contexto, los precios industriales continuaron moderándose. Su tasa de variación anual se situó en octubre en el 5,9%, 2,2 puntos menos que en el mes anterior y 4,4 por debajo del máximo desde 1984 registrado en julio de 2008. El principal factor bajista fue la energía, cuya tasa de variación anual bajó 6,4 puntos hasta el 15,2%, nivel, con todo, todavía elevado, y con margen para nuevos des-

La tasa de variación anual de los precios industriales disminuye hasta el 5,9% en octubre.

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
2007											
Septiembre	12,1	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,3	3,1	-
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,1	0,6	0,0	2,0	-
Noviembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,1	0,7	0,0	0,7	3,0
Diciembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	4,9	1,1	-0,1	0,7	-
2008											
Enero	11,1	6,6	5,4	2,7	5,9	13,3	6,7	1,1	0,4	1,8	-
Febrero	7,3	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	6,8	1,4	0,3	1,8	3,2
Marzo	10,5	6,9	5,5	2,3	6,3	14,6	6,7	0,7	-0,2	2,1	-
Abril	8,5	7,2	5,3	2,3	6,0	16,5	6,8	0,6	-0,2	2,2	-
Mayo	15,2	7,9	5,3	2,0	5,9	21,2	9,1	0,7	-0,1	3,0	3,3
Junio	8,6	9,0	5,4	2,1	6,3	25,5	10,3	1,1	-0,3	3,4	-
Julio	14,1	10,3	5,2	2,3	7,4	30,3	10,6	0,5	-0,1	4,7	-
Agosto	6,9	9,2	4,9	2,3	7,5	25,3	9,6	1,3	0,3	5,8	3,4
Septiembre	-2,3	8,1	4,2	2,1	7,1	21,6	8,6	1,7	0,6	6,6	-
Octubre	...	5,9	2,9	2,1	5,0	15,2	...	...	...	...	-

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

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

Descenso interanual de los precios agrarios a pesar del repunte de los precios del ganado para abasto.

censos. La tasa interanual de los bienes intermedios bajó 2,1 puntos hasta el 5,0%. Asimismo, los precios de los bienes de consumo aminoraron su ritmo de aumento hasta el 2,9% con relación a octubre de 2007.

Por ramas, las que habían experimentado las mayores elevaciones de sus precios en los últimos doce meses eran las energéticas, la metalurgia y la química, que todavía reflejaban las pasadas tensiones en los precios de las materias primas. Por el contrario, la fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos mostraba una bajada anual del 2,0% gracias a una marcada competencia en los mercados internacionales y a los incrementos de productividad.

Los precios de importación en septiembre confirmaron su inflexión y su tasa de

inflación interanual se situó en el 8,6% en septiembre, un punto menos que en el mes anterior. El impulso bajista provino de la energía, cuya tasa interanual se redujo en 9,9 puntos hasta el 35,1%. En cambio, las tasas de variación anuales de los precios de consumo, de equipo e intermedios subieron ligeramente presionadas por la depreciación del euro.

En cuanto a los precios percibidos por los agricultores, en septiembre cayeron hasta un 2,3%, nivel por debajo del mismo mes del año precedente. Los precios agrarios no registraban una tasa interanual negativa desde febrero de 2007. Este descenso se explica por las bajadas de los productos ganaderos, un 9,7%, y los agrícolas, un 5,0%. En cambio, los precios del ganado para abasto, que se habían mantenido relativamente deprimidos, repuntaron con fuerza hasta el 8,4% interanual.

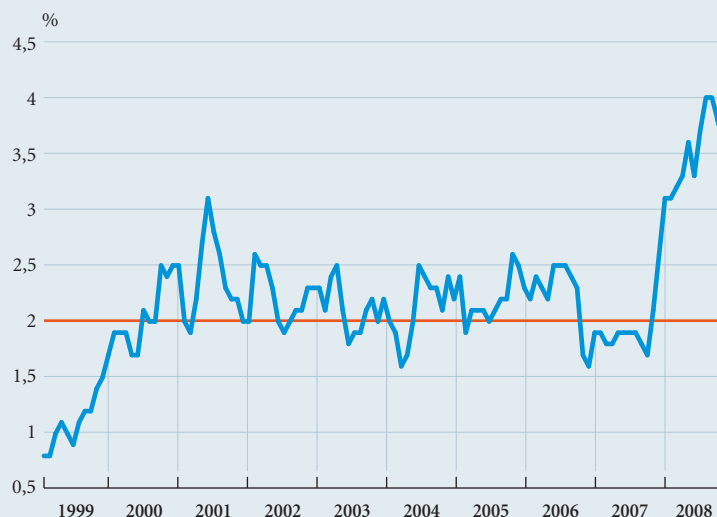
El euro y la inflación: balance de los primeros diez años

En enero de 1999 se puso en circulación la nueva moneda común europea, el euro, y el Banco Central Europeo tomó las riendas de la política monetaria de los países que la adoptaron. Siguiendo la tradición del banco central alemán, el Bundesbank, los arquitectos de la unión monetaria tuvieron muy claro desde el principio que la función principal de un banco central debía ser mantener la inflación en niveles muy bajos. Por ello, el Tratado de la Unión Europea asignó un objetivo primario a la política del BCE: la estabilidad de precios. A mediados de 1998, el BCE definió la estabilidad de precios como una tasa de inflación del Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA) por debajo del 2% a medio plazo.⁽¹⁾ Diez años más tarde parece un buen momento para evaluar el desempeño del BCE en estas lides.

En el siguiente gráfico presentamos la evolución de la tasa de inflación desde enero de 1999, con una línea horizontal marcando el objetivo del 2%. Si al lector le parece que la tasa de inflación ha estado por encima del objetivo de inflación durante la mayor parte del tiempo, está en lo cierto: la tasa de inflación ha estado en la zona objetivo durante solamente 42 de los últimos 118 meses. Desde este punto de vista, el BCE sólo ha cumplido con su objetivo de inflación el 36% del tiempo.

Sin embargo, en promedio, la inflación no ha sido muy superior al 2%. En concreto, desde la creación del euro, el promedio de inflación en la unión monetaria ha sido del 2,18%, un valor que ciertamente está por encima del objetivo a medio plazo, pero que es bastante bajo en términos absolutos e históricos. Tal como puede observarse en la siguiente tabla, la inflación promedio en la zona del euro se sitúa en el rango intermedio en comparación con otras economías industrializadas. En la zona del euro, la inflación ha sido inferior que la registrada en los Estados Unidos, Canadá o Australia, pero mayor que la registrada en Japón. Es de destacar que el Reino Uni-

LA TASA DE INFLACIÓN SE SITÚA A MENUDO POR ENCIMA DEL 2%



FUENTE: Eurostat.

(1) Posteriormente, en la revisión de su estrategia que el BCE llevó a cabo en 2004, se clarificó que el objetivo era una inflación «por debajo, pero cerca, del 2%».

do y Suecia, dos de los países de la UE-15 que decidieron no entrar en el euro, han registrado tasas de inflación promedio por debajo del 2% en la última década. El otro país que optó por quedarse fuera, Dinamarca, ha registrado una tasa promedio de inflación una décima menor que en la UEM.

INFLACIÓN PROMEDIO 1999-2008

Zona Euro	2,18
Reino Unido	1,71
Suecia	1,69
Dinamarca	2,09
EEUU	2,86
Australia	3,12
Canadá	2,27
Japón	-0,20

FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

Además, hay que tener en cuenta que, en los últimos cinco años, el precio de la energía se ha llegado a multiplicar por cinco, y se ha producido un encarecimiento generalizado de las materias primas, incluyendo los alimentos. Poco o nada ha podido hacer el BCE para evitar el impacto directo de un aumento global en los precios del petróleo y otras materias primas sobre la inflación. En promedio, la inflación subyacente (excluyendo energía y alimentos frescos) ha sido del 1,8% desde 1999.

En general, dadas las circunstancias, se puede argumentar que el BCE ha hecho un buen papel. Sin duda alguna, esta década no ha sido fácil. Además de los incrementos del precio de las materias primas, el BCE ha tenido que lidiar con los efectos de la explosión de la burbuja *dotcom*, las incertidumbres asociadas al cambio de milenio, los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 en los Estados Unidos, y más recientemente, con la crisis financiera global. También es cierto que el BCE se fijó unos estándares muy altos para sí mismo que no ha sido capaz de cumplir. Para utilizar un símil futbolístico, es como si un equipo se fijase ganar en un año la Liga de Campeones, y la Liga y la Copa de su país. ¿Constituye un fracaso ganar los dos primeros torneos *solamente*? Todo depende de cómo se plantearon los objetivos.

Si se utiliza el criterio de que la inflación debe estar por debajo del 2% en el medio plazo, se podría concluir que el BCE no ha conseguido su objetivo. Pero conviene recordar que otros países avanzados tienen objetivos más flexibles. La Reserva Federal estadounidense, por ejemplo, no tiene un objetivo numérico explícito. Otros bancos centrales con objetivos explícitos de inflación, como es el caso de Canadá, el Reino Unido, Nueva Zelanda, o Suecia, tienen un objetivo central para la inflación del 2%, con una banda de fluctuación del 1% en torno al objetivo central, mientras que Australia tiene un objetivo de inflación entre el 2% y el 3%. Ello les permite tener cierta flexibilidad a la hora de gestionar la política monetaria, sobre todo cuando la economía sufre *shocks* inflacionarios. Si evaluásemos al BCE suponiendo que hubiese adoptado un objetivo de inflación del 2% con una banda de fluctuación del 1%, su porcentaje de éxito hubiese sido del 85%.

De hecho, hace ya unos años, un informe de evaluación de un grupo de expertos sobre política monetaria opinó que el BCE se comportaba en la práctica como si tuviese un objetivo de inflación de entre el 1% y el 3%, y sugie-

ría que adoptase dicho objetivo explícitamente.⁽²⁾ El BCE optó por un objetivo de inflación «por debajo del 2%» para establecer sus credenciales antiinflacionistas y asegurar a los países miembros del norte de Europa que la política del Bundesbank tendría continuidad. Sin embargo, puede ser contraproducente fijar objetivos que después se incumplen de forma reiterada, ya que ello puede provocar a largo plazo un problema de credibilidad. Es decir, es peor tener un objetivo estricto que raramente se cumple, que tener un objetivo más realista o menos ambicioso que se cumple con frecuencia.

Un objetivo para la inflación del 2% con una banda del 1% otorgaría un mayor margen de maniobra al BCE. Además, la autoridad monetaria podría cumplir el objetivo de forma holgada la mayoría del tiempo. Por otro lado, no se incurriría en ningún coste significativo, ya que la inflación ya fluctúa entre el 1% y el 3% la mayoría del tiempo, y no hay ninguna evidencia empírica que sugiera que tener una tasa de inflación de entre el 1% al 3% sea peor para la actividad económica que una inflación por debajo, pero cerca, del 2%.⁽³⁾

(2) Véase Galí, J., Gerlach, S., Rotemberg, J., Uhlig, H., y Woodford, M., 2004, «The Monetary Policy Strategy of the ECB Reconsidered», *Monitoring the European Central Bank* 5, CEPR.

(3) Véase Khan, M., y Senhadji, A., 2001, «Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth», *IMF Staff Papers*, Vol. 48, pp. 1-21.

Sector exterior

Continúa la mejora del saldo no energético

La razón del ligero aumento del desequilibrio comercial siguió estando en el deterioro de la balanza comercial energética, cuyo saldo negativo en el periodo enero-septiembre se incrementó en un 50,5% interanual, alcanzando los 36.224 millones de euros. Sin embargo, las tendencias de los últimos meses muestran que estos aumentos ya están perdiendo fuerza, ya que el déficit energético de septiembre, de 3.620 millones de euros, fue un 20,1% inferior al máximo de julio y siguió evolucionando a la baja. Por su parte, el déficit

El déficit comercial crece un 4,8% por el deterioro de la balanza energética.

Entre enero y septiembre de 2008 el déficit comercial fue de 74.544 millones de euros, un incremento del 4,8% interanual que confirma que el deterioro sigue perdiendo fuerza y apunta a descensos del déficit para los próximos meses. En lo que respecta a la tasa de cobertura, ésta se situó en el 65,9%, algo por encima del 65,3% del mismo periodo correspondiente al año anterior.

COMERCIO EXTERIOR

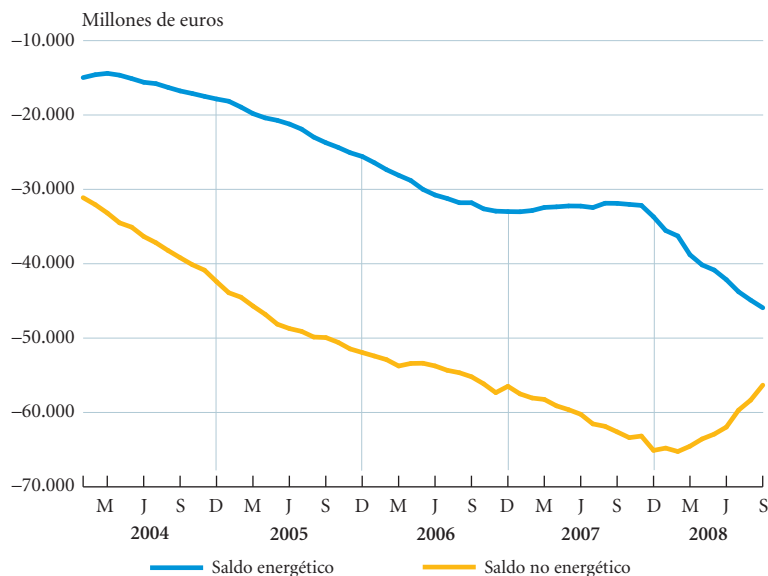
Enero-septiembre 2008

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	45.287	52,9	20,7	9.063	63,2	6,3	-36.224	20,0
Bienes de consumo	53.212	-5,9	24,3	51.141	6,3	35,5	-2.071	96,1
<i>Alimenticios</i>	11.880	3,5	5,4	16.423	7,9	11,4	4.542	138,2
<i>No alimenticios</i>	41.332	-8,9	18,9	34.718	2,0	24,1	-6.614	84,0
Bienes de capital	18.135	-14,4	8,3	12.387	1,6	8,6	-5.748	68,3
Bienes intermedios no energéticos	101.992	4,4	46,7	71.491	4,9	49,6	-30.501	70,1
Por áreas geográficas								
Unión Europea	119.274	-1,3	54,6	100.238	6,2	69,6	-19.036	84,0
<i>Zona del euro</i>	99.180	-2,1	45,4	79.908	5,1	55,5	-19.271	80,6
Otros países	99.352	17,9	45,4	43.843	10,8	30,4	-55.508	44,1
<i>Rusia</i>	6.410	6,1	2,9	2.186	46,7	1,5	-4.224	34,1
<i>EEUU</i>	8.553	18,8	3,9	5.653	-0,7	3,9	-2.900	66,1
<i>Japón</i>	3.982	-12,2	1,8	1.080	6,3	0,7	-2.902	27,1
<i>América Latina</i>	12.147	12,3	5,6	6.902	-8,3	4,8	-5.245	56,8
<i>OPEP</i>	22.643	42,8	10,4	5.028	31,0	3,5	-17.615	22,2
<i>Resto</i>	45.616	14,6	20,9	22.995	14,8	16,0	-22.621	50,4
TOTAL	218.626	6,6	100,0	144.082	7,5	100,0	-74.544	65,9

FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y elaboración propia.

EL DÉFICIT NO ENERGÉTICO SE CORRIGE CON INTENSIDAD

Saldo comercial por tipo de producto (*)



NOTA: (*) Suma de los 12 últimos meses.

FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y elaboración propia.

no energético de enero-septiembre fue de 38.320 millones de euros, un 18,5% inferior al mismo periodo del año anterior, lo que significa el séptimo mes consecutivo de unos descensos que van ganando en intensidad. La mejora del saldo comercial no energético fue debida en su mayor parte a la mejora de la balanza en bienes de consumo no alimenticios, seguida por la de bienes de capital.

Balanza de pagos: se reduce el déficit corriente

La balanza por cuenta corriente registró en agosto un déficit de 6.931,7 millones de euros, un nivel que es un 7,8% inferior al del mismo periodo del año anterior.

En un contexto temporal más amplio, la evolución de la suma acumulada de doce meses muestra una clara moderación de las últimas tendencias. Desde marzo de 2008, el deterioro del déficit corriente está

en un proceso de desaceleración que va ganando intensidad. En los doce meses que acaban en agosto creció un 10,9% interanual, tasa muy inferior al 21,5% de marzo. Esta ralentización del deterioro viene causada por un menor aumento del saldo negativo de la balanza de rentas y, en menor medida, del de transferencias corrientes.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, continúa el proceso de sustitución del saldo de inversión en cartera por un incremento del saldo de la cuenta de otras inversiones, aunque con menor intensidad que en meses anteriores. La cuenta de otras inversiones, excluyendo derivados, está constituida fundamentalmente por préstamos, depósitos y repos de otros sectores residentes, de administraciones públicas y de instituciones financieras monetarias. Partidas que obedecen al cambio en los instrumentos de cobertura de las necesidades de liquidez de la economía española.

El déficit no energético intensifica su retroceso y las exportaciones avanzan más que las importaciones.

Los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes crecen menos que a principios de 2008.

BALANZA DE PAGOS

Agosto 2008

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-60.938	7,9	-94.284	-8.443	9,8
Servicios					
<i>Turismo</i>	19.569	2,8	28.340	719	2,6
<i>Otros servicios</i>	-2.477	-31,6	-4.515	627	-12,2
Total	17.092	10,8	23.825	1.345	6,0
Rentas	-21.980	2,8	-32.100	-3.348	11,6
Transferencias	-7.132	16,6	-7.750	-365	4,9
Total	-72.957	6,4	-110.309	-10.811	10,9
Cuenta de capital	4.422	112,7	6.859	1.844	36,8
Balanza financiera					
Inversiones directas	6.869	-	-9.767	35.078	-78,2
Inversiones de cartera	9.257	-91,6	3.432	-156.255	-97,9
Otras inversiones	25.237	-	59.892	60.696	-
Total	41.363	-41,8	53.557	-60.481	-53,0
Errores y omisiones	2.876	154,9	5.492	2.851	108,0
Variación de activos del Banco de España	24.297	-	44.401	66.597	-

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.

Las entradas netas de inversión en cartera disminuyen notablemente.

La inversión extranjera directa llega a los 66.000 millones de euros.

Así, las entradas por inversión de cartera de los últimos doce meses hasta agosto fueron de 3.432 millones de euros, mientras que en el mismo periodo del año anterior habían sido de 159.686 millones. Esta disminución siguió siendo compensada, en su mayor parte, por un aumento de la cuenta de otras inversiones, que en el mismo periodo pasó de un saldo negativo de 150 millones de euros a otro positivo de 77.165 millones. Sin embargo, este proceso pierde cierta intensidad, ya que el saldo de otras inversiones viene disminuyendo desde su máximo de 107.989 millones de euros de marzo de 2008.

Por su parte, va cobrando fuerza la mejora del saldo de inversiones directas que, en los últimos doce meses hasta agosto, tuvo un saldo neto de salidas hasta los 9.767 millones de euros, una quinta parte del registro correspondiente a finales de año. Esta mejora es debida en su mayor parte al aumento de los flujos de entrada, las inversiones extranjeras en España, que, con 66.207 millones de euros, triplican con creces el mínimo de septiembre de 2007.

Comerciendo bajo el euro

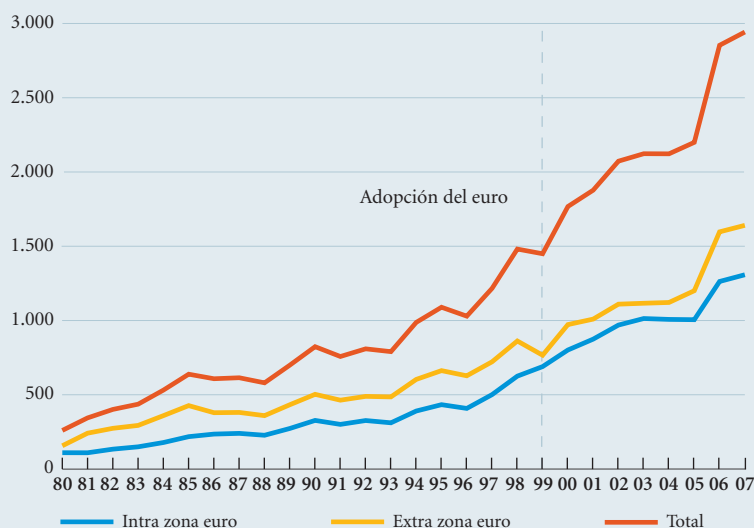
La introducción del euro hace diez años, además de ser un evento de fuerte simbolismo político, constituyó un hito en el camino de integración económica de la Unión Europea. Se ha hablado largo y tendido de los costes derivados de renunciar a una política monetaria autónoma con la adopción del euro. Compartir una moneda, sin embargo, también tiene sus ventajas, entre ellas, facilitar las relaciones comerciales. Aunque las importaciones de los países de la zona del euro han crecido tanto en el decenio anterior a la adopción del euro como en el posterior (véase gráfico adjunto), calcular el impacto del euro sobre el comercio requiere aislar este efecto de los derivados de otros factores como, por ejemplo, los precios de las importaciones, medidas de integración económica en el seno de la UE o cambios en la política arancelaria.

Durante años los economistas han considerado el uso de monedas distintas entre países como un factor limitador del comercio y por tanto del crecimiento económico. La idea clásica, que se origina con Jacob Viner y sobre la cual se sustenta la teoría de las uniones monetarias óptimas del premio Nobel Robert Mundell, se basa en los riesgos o costes que entraña la variación del tipo de cambio. Bajo esta perspectiva, el tipo de cambio es un coste de transacción inherente al comercio que desaparece con la adhesión a una unión monetaria, aunque, eso sí, sólo entre las economías de la unión. La adopción de una moneda común es equivalente, en este sentido, a una liberalización preferencial al comercio, donde la ventaja por la reducción del coste, y por tanto del precio, no es general a todos los países del mundo sino sólo al grupo de países que comparten moneda.

Las medidas preferenciales, en general, tienen un doble efecto en el comercio: creación de comercio y desviación de comercio. Se da una situación de creación de comercio entre las zonas preferenciales cuando se sustituye producción doméstica por importaciones de otros países miembros, que ahora se pueden realizar a un menor coste (este

LAS IMPORTACIONES TRAS EL EURO

Miles de millones de euros



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

aumento en volumen de comercio se conoce como *margen intensivo*). No obstante, esta liberalización preferencial puede generar también desviación de comercio si se sustituyen importaciones que provenían de países de fuera de la unión monetaria por importaciones de países miembros que, si bien menos eficientes, se ven favorecidos por la disminución en los costes de transacción.

La evidencia empírica sugiere que el efecto de creación de comercio derivado de la introducción del euro ha sido bastante pequeño – alrededor de un 5%– y, lo que es más sorprendente, no se observa desviación de comercio⁽¹⁾. Por otra parte, los países fundadores de la UE que no adoptaron el euro –Reino Unido, Dinamarca y Suecia– no presentan grandes diferencias en creación y desviación de comercio en relación al resto de los 11 países fundadores. No parece por tanto que la teoría de Viner-Mundell sea la explicación principal del aumento de comercio en los países de la zona euro.

La variación en la estructura de mercado que genera la creación de una unión monetaria es una segunda vía de influencia que ha sido estudiada. En concreto, la adopción de una misma moneda facilita a los compradores la comparación de precios entre los distintos países de la unión, aumentando con ello su sensibilidad a diferencias entre ellos. En otras palabras, la demanda se hace más elástica, lo que obliga a las empresas a rebajar sus márgenes y, con ello, los precios (efecto pro-competitivo). A menores precios, mayor será el comercio entre países (creación de comercio). Esta teoría, a diferencia de la clásica, no genera desviación de comercio, pues el cambio en la elasticidad de la demanda es cierto para todo aquel país que quiera vender en el nuevo mercado y no sólo para los países de la eurozona. Las predicciones de esta teoría están más acorde con la evidencia empírica: se crea comercio y caen los precios –si bien ambos efectos son cuantitativamente pequeños–.

Recientemente, la rama más novedosa de la economía internacional ha sustituido el estudio del comercio entre países para centrarse en investigar lo que lleva a las distintas empresas de cada país a la exportación y a la inversión extranjera directa. Marc Melitz fue el economista que abrió la veda a esta nueva manera de enfocar el estudio del comercio en 2003. Posteriormente, Baldwin y Taglioni (2004) la aplicaron al estudio de la eurozona, produciendo un análisis alternativo al de Mundell que, además, es corroborado empíricamente. En la nueva teoría, las empresas de un mismo país y sector se diferencian entre sí por su nivel de productividad, y sólo las más productivas son capaces de incurrir en el coste fijo que supone exportar. Además, dentro de un mismo sector se considera que cada empresa produce un bien o servicio ligeramente distinto al de su competidor –una variedad única–, que le permite diferenciar en precios. Cuando distintos países deciden formar una unión monetaria, el coste fijo que entraña el exportar al conjunto de países disminuye. Este menor coste fijo permite a empresas menos productivas –junto a sus nuevos bienes y servicios– entrar en el mercado de la exportación, incrementando con ello la variedad de productos (aumenta el denominado *margen extensivo* del comercio).

En resumen, y según los estudios más recientes, el euro sí aumenta el comercio en el área euro, y ello se traduce en mayores niveles de bienestar. Sin embargo, el mecanismo principal afecta al *margen extensivo* del comercio en lugar de al *margen intensivo*. Es decir, los países de dentro y de fuera de la unión aumentan el número de variedades de bienes y servicios que venden en la eurozona. Y contrariamente a la visión clásica, el incremento en el volumen de las variedades que ya eran exportadas es claramente residual.

(1) Micco, Alejandro, Ernesto Stein, Guillermo Ordonez (2003), «The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence From EMU», *Economic Policy*, 316-356.

Sector público

Tendencia al empeoramiento del déficit del Estado

La fase descendente del ciclo económico está impactando sensiblemente en las cuentas públicas. En los diez primeros meses del ejercicio los ingresos del Estado en términos de caja, o sea, según los flujos monetarios registrados, totalizaron 162.954 millones de euros antes de las cesiones a las administraciones autonómicas y locales de acuerdo con el sistema de financiación vigente. Esta cantidad supone una baja del 11,6 en relación con el mismo periodo del año anterior.

La recaudación de los impuestos directos en el periodo enero-octubre anotó un descenso interanual del 14,2%. La principal

figura tributaria de este apartado, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), ingresó 60.394 millones de euros, el 1,5% menos que en el mismo periodo de 2007. Este descenso fue debido mayormente a la nueva deducción avanzada de hasta 400 euros en la cuota líquida y al impacto de la deducción anticipada por nacimiento y adopción de hijos. Más importante fue la caída de las entradas por el impuesto de sociedades, del 34,6%, a causa sobre todo del empeoramiento de los beneficios empresariales.

Los impuestos indirectos recaudaron el 10,3% menos que en los diez primeros meses de 2007. El impuesto estrella de este grupo, el impuesto sobre el valor añadido (IVA) sufrió una caída del 14,0% de-

Los ingresos del Estado bajan el 12% en los diez primeros meses del ejercicio al deteriorarse la coyuntura económica.

Fuertes descensos de la recaudación del impuesto de sociedades y del IVA.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Octubre 2008

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	19.074	-28,8	112.640	-18,6
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	7.825	-10,2	60.394	-1,5
Impuesto de sociedades	5.706	-48,1	26.409	-34,6
IVA	7.182	-16,7	43.226	-14,0
Impuestos especiales	1.653	3,0	16.332	-0,2
Resto	1.212	-8,3	16.593	3,9
Total	23.578	-24,6	162.954	-11,6
Pagos no financieros	12.883	8,3	119.458	5,5
Saldo de caja	6.191	-58,5	-6.818	-
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	4.991	-67,9	-8.585	-

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.

El superávit presupuestario del pasado año se convierte en déficit en el ejercicio actual.

bido a la fuerte ralentización del consumo y también a una nueva normativa de consolidación fiscal para grupos de entidades fijada a partir de enero de 2008. Por su parte, los impuestos especiales descendieron el 0,2% ya que el decremento del 4,3% del tributo especial más importante, el de hidrocarburos, fue contrarrestado casi totalmente por el alza del 4,8% del impuesto sobre el tabaco.

En el otro lado del balance, los pagos acumulados hasta octubre subieron el 5,5%. Este aumento es atribuible a los pagos corrientes, que ascendieron el 6,3%, mientras que los de capital bajaron el 0,7%.

Dentro de los gastos corrientes los de personal aumentaron el 6,7%. Los gastos financieros, por su parte, se elevaron el 9,7%, mientras que las compras de bienes y servicios se incrementaron el 3,1%.

En el ámbito de las operaciones de capital, las inversiones reales ascendieron el 9,7%, impulsadas por la subida del 14,9% de las inversiones civiles del Ministerio de Fomento. Por el contrario, las transferencias de capital se redujeron el 12,0%.

Como resultado de los ingresos y de los pagos las cuentas del Estado contabilizaron un déficit público en el periodo enero-octubre de 6.818 millones de euros. En términos de contabilidad nacional, es decir, teniendo en cuenta los derechos y obligaciones generados, la necesidad de financiación alcanzó 8.585 millones de euros. Este déficit representa el 0,78% del producto interior bruto (PIB), que se contrapone a un superávit del 2,64% correspon-

diente al mismo periodo de 2007, lo que es ilustrativo de las consecuencias de la crisis económica en las cuentas públicas.

Por otra parte, el día 20 de noviembre tuvo lugar la primera subasta del Fondo de Adquisición de Activos Financieros. Como se sabe, este fondo tiene como finalidad facilitar liquidez a las entidades financieras para que, a su vez, estimulen el flujo de liquidez hacia empresas y familias. El Fondo está autorizado a comprar activos por un máximo de 50.000 millones de euros hasta el final de 2009.

La primera subasta del Fondo, realizada el día 20 de noviembre no cubrió las expectativas. En efecto, el importe efectivo máximo en la subasta fue fijado en 5.000 millones de euros, pero el importe solicitado en 70 ofertas por parte de 28 entidades solicitantes sólo ascendió a 4.562 millones de euros. El importe adjudicado de compra con pacto de recompra a dos años de cédulas hipotecarias, bonos de titulización de cédulas hipotecarias, bonos de titulización de activos y bonos de titulización hipotecaria, respaldados por créditos concedidos al sector privado y con calificación crediticia de al menos doble A fue de 2.115 millones de euros, o sea, del 42,3% del límite máximo. El tipo de interés mínimo aceptado en la subasta fue del 3,15%, inferior al 3,25% del Banco Central Europeo que, además, es a un plazo mucho más corto, pero el tipo medio ponderado resultó del 3,34%. La siguiente subasta se ha fijado para el día 11 de diciembre, también con un límite máximo de 5.000 millones de euros, pero esta vez con la compra en firme.

La primera subasta del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros no cubre las expectativas.

Ahorro y financiación

Bajan los tipos de interés

El tipo de interés euríbor a un año, ampliamente utilizado como tipo de referencia en operaciones de crédito, disminuyó 6 puntos básicos en promedio mensual en octubre, situándose en el 5,25%. El recorte efectuado por el Banco Central Europeo (BCE) en su tipo de interés oficial al principio del mes y las expectativas de nuevas rebajas influyeron en esta relajación. No obstante, todavía se hallaba a sólo 15 puntos básicos del máximo histórico registrado en julio y era 60 puntos básicos superior a un año antes. Sin embargo, la tendencia bajista se intensificó en las primeras semanas de noviembre, hasta un nivel cercano al 4% al principio de la cuarta semana del mes. Esta cota su-

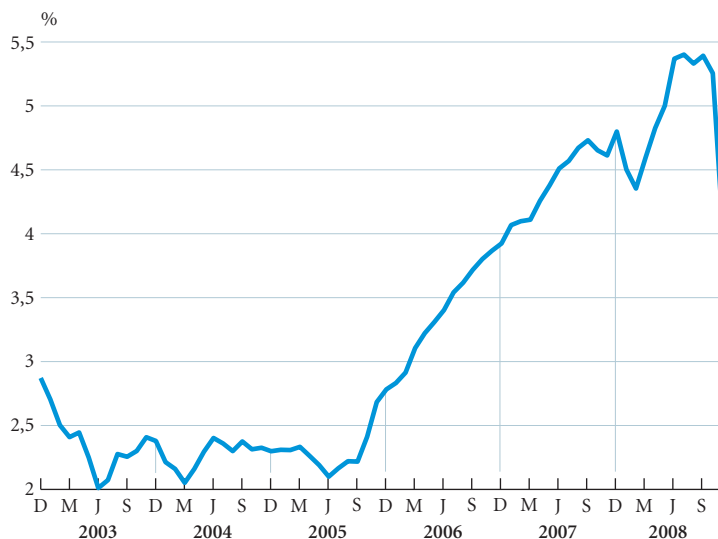
ponía un diferencial de cerca de 0,8 puntos porcentuales por encima del tipo de interés del BCE, todavía elevado, que reflejaba la persistencia de la desconfianza en el mercado interbancario.

En este entorno, los tipos de interés crediticios de las entidades financieras moderaron su ascenso en septiembre. El tipo de interés promedio se colocó en el 6,57%, 2 puntos básicos por encima del mes anterior y marcando el máximo de los últimos años, pero cabe señalar que el ascenso mensual de los depósitos fue mayor. Este liviano aumento mensual se debió a la subida anotada en los tipos de interés de los créditos a las empresas, cuyo tipo promedio aumentó 5 puntos básicos hasta el 6,11%, mientras que el tipo de los

**El euríbor a un año
desciende hasta cerca del
4% en noviembre, debido
a los recortes del BCE...**

EL EURÍBOR GIRA A LA BAJA

Euríbor a 12 meses



NOTA: Día 24 de noviembre.

FUENTE: Banco de España.

PROSIGUE LA DESACELERACIÓN DE LA FINANCIACIÓN A EMPRESAS Y FAMILIAS

Variación interanual de la financiación a las empresas no financieras y a las familias (*)



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

FUENTE: Banco de España.

...y a la debilidad de la demanda de crédito de empresas y familias.

El crédito comercial cae el 13% desde septiembre de 2007.

Frenazo de las hipotecas sobre viviendas.

préstamos a los hogares se mantuvo en el 7,07%.

El vuelco a la baja de los tipos de interés refleja también la debilidad de la demanda, derivada del deterioro económico, lo que combinado con unas todavía restrictivas condiciones de liquidez, motiva que la financiación al sector privado haya seguido desacelerándose marcadamente. De este modo, al final del tercer trimestre su tasa de variación interanual se colocó en el 8,0%, un ritmo de crecimiento similar al del conjunto de la eurozona.

Dentro de la financiación al sector privado, el saldo del crédito a empresas y familias subió el 8,6% en los últimos doce meses. En septiembre anotó un crecimiento mensual del 0,6%, la mitad del registrado en septiembre de 2007.

La financiación a las empresas no financieras continuó decelerándose sensiblemente hasta un aumento anual del 9,1%,

menos de la mitad que doce meses antes. El crédito comercial, utilizado para la financiación del capital circulante, cayó el 13,4% con relación al mismo mes del año anterior. Asimismo, se moderó mucho la financiación para proyectos de inversión, a juzgar por un modesto incremento anual del 4,5% de los arrendamientos financieros.

También se ralentizó fuertemente la financiación a los hogares, situándose su tasa de variación anual en el 6,6%, frente a una tasa del 15,3% en septiembre de 2007. Los préstamos para la compra de vivienda experimentaron un frenazo hasta una variación anual del 6,3%. La demanda de vivienda flojea por el deterioro de la confianza de las familias al acelerarse el paro y por las expectativas bajistas de precios. El resto de préstamos a las familias, incluyendo el consumo de bienes y servicios, también se moderó, si bien en menor medida, presentando un alza anual del 6,8%.

Septiembre 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	76.076	-14.766	-16,3	-11.799	-13,4	4,1	
Deudores con garantía real (*)	1.107.513	39.141	3,7	68.892	6,6	59,8	
Otros deudores a plazo	527.585	29.702	6,0	42.877	8,8	28,5	
Deudores a la vista	45.564	4.992	12,3	9.978	28,0	2,5	
Arrendamientos financieros	47.036	743	1,6	2.030	4,5	2,5	
Créditos dudosos	48.707	32.456	199,7	34.377	239,9	2,6	
TOTAL	1.852.481	92.268	5,2	146.355	8,6	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

En este panorama de contracción de la actividad, la morosidad continuó su tendencia al alza y su ratio en relación con el total del crédito al sector privado se colocó en el 2,6% en septiembre para el conjunto de las entidades crediticias. A pesar de su ascenso en los últimos meses, la morosidad se halla en niveles relativamente bajos y cabe señalar que las entidades financieras españolas disponen de amplias provisiones para hacer frente a eventuales fallidos.

Para aliviar las dificultades de las familias el Gobierno ha anunciado una serie de medidas temporales. Así, ha abierto la posibilidad de que los parados con hipotecas de hasta 170.000 euros iniciales puedan aplazar parcialmente el pago de las cuotas de las mismas. Asimismo, ha ampliado el plazo de materialización de las cuentas de ahorro vivienda, dada la atonía del mercado inmobiliario. Igualmente, ha ampliado en dos años el plazo para vender la vivienda habitual, cuando previamente se haya adquirido otra, manteniendo la exención fiscal de las plusvalías. Además, los trabajadores con rentas de hasta 33.000 euros anuales y que se aplican la deducción por compra de vivienda habitual con financiación ajena en el im-

puesto sobre la renta de las personas físicas podrán solicitar una minoración de 2 puntos de las retenciones en el mismo impuesto.

Récord de salidas de los fondos de inversión en octubre

Las dificultades de obtener financiación en los mercados mayoristas continuaron impulsando a las entidades crediticias a redoblar sus esfuerzos para lograrla mediante depósitos de las familias y empresas. Así, las retribuciones de los depósitos bancarios siguieron ascendiendo en el mes de septiembre. Especialmente notable fue la subida de la remuneración de los depósitos a plazo de los particulares, que aumentaron 6 puntos básicos en el mes hasta colocarse en el 4,84%.

En este contexto, el saldo de los depósitos bancarios del sector privado mantuvo un ritmo de crecimiento anual cercano al 10% en el mes de septiembre. La máxima expansión anual correspondía a los depósitos a plazo hasta 2 años, con un alza del 47,2%. En cambio, las cuentas a la vista y de ahorro caían el 3,7% afectadas por bajas remuneraciones. El crecimiento anual

El Gobierno anuncia medidas para aliviar las dificultades financieras de las familias.

El saldo de los depósitos bancarios mantiene una velocidad de cruce del 10% anual gracias a las imposiciones a plazo.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Septiembre 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	422.217	-15.840	-3,6	-16.082	-3,7	30,2	
A plazo hasta 2 años	468.947	116.241	33,0	150.398	47,2	33,6	
A plazo a más de 2 años	393.000	-8.974	-2,2	4.855	1,3	28,1	
Cesiones temporales	68.398	-17.194	-20,1	-17.562	-20,4	4,9	
Total	1.352.562	74.233	5,8	121.610	9,9	96,8	
Depósitos en monedas no euro	44.087	243	0,6	223	0,5	3,2	
TOTAL	1.396.648	74.475	5,6	121.831	9,6	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sigue descendiendo el patrimonio de los fondos de inversión, que registran rentabilidades negativas.

de los depósitos en moneda extranjera fue de un magro 0,5% al presentar en general diferenciales de tipos de interés desfavorables, teniendo en cuenta las expectativas de tipos de cambio.

La mala evolución de los mercados financieros en octubre y la dura competencia de los depósitos pasaron factura a los fondos de inversión. En el transcurso del mes su patrimonio descendió en 11.127 millones de euros, debido sobre todo a unos reembolsos netos de participaciones que alcanzaron un máximo histórico por valor de 8.115 millones. De hecho, desde el estallido de la crisis en los mercados financieros internacionales en el verano de 2007, debido a las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos, la evolución del patrimonio de los fondos ha tenido una tendencia a la baja. Así, al final del mes los fondos de inversión mobiliarios presentaban una caída interanual del 30,1% en su patrimonio hasta 174.485 millones de euros. La aversión al riesgo de los ahorradores se manifestó con fuerza en octubre y, aparte del trasvase a depósitos, el refu-

gio fueron los garantizados de renta fija y los bonos a largo plazo.

Debido a la adversa marcha de los mercados financieros el rendimiento medio en el mes fue negativo del 1,5%, lo que llevó a una rentabilidad promedio anual negativa del 6,5%. No obstante, la variabilidad fue grande entre categorías de fondos: desde el 2,9% de los garantizados de renta fija hasta minusvalías del 51,3% de la renta variable emergente. En los últimos diecisiete años, sin embargo, el rendimiento promedio anual se situaba por encima del 4%.

A pesar de las dificultades de la mayoría de *hedge funds* en los mercados internacionales, más maduros, en octubre los fondos de inversión libre continuaron aumentando su patrimonio en el mercado español hasta 1.503 millones de euros, frente a 818 millones en diciembre de 2007. Por último, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria ascendió hasta 8.176 millones de euros y su rentabilidad media ponderada fue del 3,5% en los últimos doce meses.

ÍNDICE 2008

Recuadros temáticos publicados en el Informe Mensual

		PÁGINA
Enero	PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	
	La economía global ante la desaceleración de Estados Unidos: ¿habrá <i>decoupling</i> ?	9
	La crisis <i>subprime</i> : los riesgos del riesgo	33
	Mercado de divisas: ¿todo lo que sube, baja?	40
	La vivienda se enfría	49
Febrero	MATERIAS PRIMAS	
	China se come el mundo	14
	Oro a 900 dólares: ¿por qué?	39
	La dependencia energética de España	47
	Biocarburantes, ¿a qué precio?	58
Marzo	TIPOS DE CAMBIO	
	Desequilibrios comerciales y cambiarios: ¿círculo vicioso o virtuoso?	10
	<i>Euroland</i> : juntos... pero no revueltos	26
	Tipos de cambio fijo: ¿regreso al futuro?	44
	¿Es posible determinar quién hace trampas con el tipo de cambio?	67
Abril	ECONOMÍA FAMILIAR	
	¿Qué mueve el consumo?	18
	Casa, vivienda, familia y hogar: dinámica de sinónimos	44
	El gasto de las familias: de la cocina al restaurante... y con el móvil	58
	Las familias españolas soportan su deuda	69
Mayo	ESTANFLACIÓN	
	Estanflación: ¿cómo frenar a Pandora?	11
	Burbujas financieras e inmobiliarias: lecciones de la experiencia japonesa	16
	Disminuir los tipos de interés: ¿un dilema para el BCE?	28
	Ben S. Bernanke: nuevas medidas para nuevos problemas	37
Junio	ÁFRICA	
	África: la maldición de los trópicos	11
	Después de los tigres asiáticos... ¿Los leones africanos?	21
	La teoría del crecimiento económico: más que la piedra filosofal, un pedregal	35
	África mediterránea: tan cerca, tan lejos	64
Julio-agosto	DEPORTE	
	Riqueza y oro olímpico	21
	Derechos de TV a la una, a las dos... ¡Adjudicados!	32
	El ganador se lo lleva todo	53
	El efecto de la llama olímpica sobre la economía	65

Septiembre	PETRÓLEO	
	La sed de petróleo de las economías emergentes	15
	La escasa respuesta de la oferta de petróleo	22
	Burbujas de petróleo	42
	El petróleo, ¿importa?	59
Octubre	CRISIS FINANCIERA	
	Convulsión en el sistema financiero	10
	Regulación financiera: ¿rumbo a Basilea III?	29
	¿Reaccionan la Fed y el BCE a los movimientos en los mercados financieros? ¿Deberían hacerlo?	35
	Banca relacional vs. mercados: ¿vuelta a los orígenes?	69
Noviembre	ESTADOS UNIDOS	
	La economía de Estados Unidos: solidez tras las llamas	8
	Elecciones presidenciales 2008: ¿Y el ganador es...?	14
	¿Adónde va el mercado de la vivienda en Estados Unidos?	17
	El rebote del dólar, ¿nueva tendencia o efecto pasajero?	42
Diciembre	10 AÑOS CON EL EURO	
	Acordarse del euro cuando truena	29
	¿Tiene en cuenta el BCE la tasa de desempleo cuando fija el tipo de interés?	35
	El euro y la inflación: balance de los primeros diez años	59
	Comerciendo bajo el euro	65

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

www.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:

publicacioneseestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2008

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico

2. La economía de Illes Balears: 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

10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández

11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero Maria Gutiérrez-Domènech

■ "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

6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

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

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

■ 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

Diciembre 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 subscripciones (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	Millones €
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
TOTAL PRESUPUESTO	500



Canal Móvil

El Servicio de Estudios desde cualquier lugar **estudios.laCaixa.mobi**

El Canal Móvil te permite tener disponibles, allí donde te encuentres, algunos de los contenidos de la web del Servicio de Estudios de "la Caixa".

Sólo necesitas un dispositivo móvil, conexión a internet y un navegador.

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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.