

Informe Mensual



NÚMERO 320

Recesión pero no depresión: una mirada al 29 y al Japón de los años noventa Pág. 11

Las lecciones de los episodios de depresión de las crisis del 29 y de Japón en los años noventa no deben ser desaprovechadas

Los BRIC también sufren, unos más que otros Pág. 18

Brasil, Rusia, India y China, los mayores emergentes, también sufrirán con la crisis global

El mundo está apalancado, ¿cómo se despalancará? Pág. 41

El año que comienza estará marcado por la disminución de la deuda del sector privado

La economía española ante la recesión Pág. 47

En los últimos 40 años, España ha sufrido pocas recesiones y breves

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					Previsiones
Producto interior bruto									
Estados Unidos	2,0	1,4	-0,6	2,3	2,5	2,1	0,7	0,3	
Japón	2,4	0,1	-0,2	2,0	1,4	0,6	-0,3	-1,1	
Reino Unido	3,0	1,0	-1,2	3,0	2,6	1,7	0,3	-0,1	
Zona del euro	2,6	1,0	-0,7	2,1	2,1	1,4	0,6	-0,2	
<i>Alemania</i>	2,6	1,3	-0,9	1,7	2,7	1,9	0,8	0,1	
<i>Francia</i>	2,1	0,8	-0,6	2,2	2,0	1,2	0,6	-0,2	
Precios de consumo									
Estados Unidos	2,9	3,9	-0,1	4,0	4,1	4,4	5,3	1,8	
Japón	0,1	1,1	0,0	0,5	1,0	1,4	2,2	0,0	
Reino Unido	2,3	3,6	1,2	2,1	2,4	3,3	4,9	3,8	
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					Previsiones
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	3,4	0,5	-1,8	2,9	2,1	1,1	0,1	-1,3	
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	-8,0	4,5	2,8	-0,2	-3,2	-5,6	
<i>Bienes de equipo</i>	10,0	1,1	-8,9	7,1	5,7	2,2	-0,6	-3,0	
<i>Construcción</i>	3,8	-4,3	-10,3	2,9	0,4	-2,3	-6,4	-8,9	
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	4,4	0,7	-2,7	3,8	2,8	1,5	0,1	-1,5	
Exportación de bienes y servicios	4,9	2,7	0,6	4,0	4,4	4,2	1,5	0,7	
Importación de bienes y servicios	6,2	0,6	-3,5	4,9	4,0	2,4	-1,1	-2,8	
Producto interior bruto	3,7	1,2	-1,3	3,3	2,6	1,8	0,9	-0,3	
Otras variables									
Empleo	2,9	-0,4	-3,0	2,2	1,4	0,4	-0,8	-2,7	
Tasa de paro (% población activa)	8,3	11,2	15,2	8,6	9,6	10,4	11,3	13,4	
Índice de precios de consumo	2,8	4,1	1,4	4,0	4,4	4,6	4,9	2,6	
Costes laborales unitarios	2,9	3,6	2,7	3,0	3,9	4,0	3,6		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-10,1	-9,8	-8,0	-10,5	-12,1	-9,4	-8,7		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,7	-9,4	-7,7	-9,6	-11,3	-8,9	-8,5		
Saldo público (% PIB)	2,2	-3,0	-5,5						
MERCADOS FINANCIEROS									
	Previsiones			Previsiones					Previsiones
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	5,0	2,1	0,3	4,5	3,2	2,1	2,0	0,9	
Repo BCE	3,8	3,9	1,7	4,0	4,0	4,0	4,2	3,3	
Bonos EEUU 10 años	4,6	3,6	2,2	4,3	3,6	3,9	3,8	3,2	
Bonos alemanes 10 años	4,2	4,0	3,0	4,2	3,9	4,3	4,3	3,5	
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,37	1,46	1,29	1,45	1,50	1,56	1,51	1,29	

La economía en 2009: en la dimensión desconocida

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 11 *Recesión pero no depresión: una mirada al 29 y al Japón de los años noventa*
 - 16 China
 - 18 *Los BRIC también sufren, unos más que otros*
 - 20 México
 - 22 Materias primas
- 24 Unión Europea
 - 24 Zona del euro
 - 27 Alemania
 - 29 Francia
 - 30 Italia
 - 31 Reino Unido
- 33 Mercados financieros
 - 33 Mercados monetarios y de capital
 - 41 *El mundo está apalancado, ¿cómo se desapalancará?*
- 43 Coyuntura española
 - 43 Actividad económica
 - 47 *La economía española ante la recesión*
 - 51 Mercado de trabajo
 - 56 Precios
 - 60 Sector exterior
 - 62 Ahorro y financiación

En los años de la televisión en blanco y negro, allá por la década de los cincuenta o los sesenta, una serie de televisión cautivó la atención de los televidentes: *Dimensión desconocida*. En los casi cinco años de emisión de la misma, la mezcla de ciencia-ficción, fantasía y terror atrajo una audiencia muy elevada, deleitada por los imaginativos guiones. Probablemente, el secreto del éxito de los telefilmes fue la sensación inquietante que invadía al televidente de principio a fin de cada episodio, con un desenlace siempre inesperado. Viene a cuento recordar ese famoso hito de la televisión porque el año en el que nos adentramos empieza con muchos elementos inquietantes e incluso extraños. Ciertamente nos encontramos en un momento singular de la evolución de la economía mundial. Tanto por la coyuntura de crecimiento y precios como por la situación del sector financiero o por el tipo de respuesta de las políticas económicas. Vayamos por partes.

Hay que remontarse muy atrás para encontrar un episodio de contracción sincronizada de prácticamente todas las economías desarrolladas. En Estados Unidos, la recesión que empezó en enero de 2008 lleva camino de ser la más larga desde la crisis de 1929. Muchos indicadores de actividad han caído hasta mínimos históricos o incluso hasta niveles nunca alcanzados desde que se elabora la estadística. Además, el desplome del precio del petróleo va a llevar a los índices de precios de consumo a la zona negativa en los próximos meses, lo que ha despertado los temores a caer en la deflación. Y la experiencia japonesa nos recuerda que la deflación constituye un territorio muy peligroso. ¿Y Europa? Sólo un dato: el índice IFO de actividad empresarial en Alemania se ha situado en diciembre en el nivel de los 82,6 puntos, mínimo desde que se publica la serie y apuntando a una recesión profunda en la primera economía del continente.

En cuanto a la crisis financiera global, las tensiones vividas en 2008 son difícilmente superables. El sistema ha estado en algún momento al borde de la catástrofe. Las pérdidas astronómicas, las tensiones de liquidez y la desconfianza generalizada han supuesto la desaparición de la gran banca de inversión. Gran parte de las entidades financieras internacionales que resisten capitalizan ahora una fracción de su valor previo a la crisis, situándose al alcance de fortunas moderadas. Fortunas que, si lo prefieren, pueden adquirir a muy buen precio gigantes industriales al filo de la bancarrota, como General Motors o Ford.

En cuanto a la respuesta de gobiernos y bancos centrales, hay que reconocer su rapidez y contundencia. Estados Unidos ha echado el resto: tipos de interés de referencia casi al cero y expansión contundente del balance del banco central. La Fed ha sacado todo su arsenal para luchar contra la recesión y la deflación. El Banco Central Europeo, más comedido, ha recortado sin miramientos su tipo de interés de referencia y también ha expandido su balance. Los gobiernos, en general, han puesto en marcha apoyos sin restricciones a sus sistemas financieros y anuncian voluminosos planes de gasto presupuestario en actuaciones de emergencia, espoleados por los principales organismos internacionales.

El resultado de estas acciones es incierto, toda vez que la recesión ya se ha iniciado en las principales economías, pero confiamos en que palien una situación que podría llegar a ser muy crítica. En cualquier caso, hasta que el panorama económico y financiero no se despeje, no nos podremos quitar de encima esa sensación de inquietud, tan semejante a la que, en la ficción, querían transmitir los guionistas de la *Dimensión desconocida*.

RESUMEN EJECUTIVO

Pesimismo generalizado en el arranque de 2009...

Máxima incertidumbre

El año 2009 comienza en un ambiente de pesimismo generalizado, madurado a lo largo de un año 2008 en el que, haciendo buenas las leyes de Murphy, todo lo susceptible de empeorar ha empeorado. ¿Mala suerte? Tiempo habrá de debatir por qué la economía mundial ha llegado hasta aquí. Lo más relevante, en estos momentos, es que el mundo ha pasado por crisis mucho peores y que las lecciones derivadas de estos episodios constituyen un material muy valioso para afrontar la actual. Una subley de Murphy afirma que, si se deja que las cosas evolucionen a su aire, los problemas irán de mal en peor. No es éste el caso actual, puesto que todos los gobiernos afectados han sacado la artillería monetaria y presupuestaria pesada con tal de que a finales de 2009 podamos contemplar el pesimismo actual como una exageración colectiva.

...por la proliferación de malas noticias en los últimos compases de 2008.

De momento, muy a nuestro pesar, nos hallamos en la estación de las malas noticias. Estados Unidos, la primera economía mundial, está en recesión desde enero de 2008, aunque hasta la primera mitad del año el principal indicador, el producto interior bruto (PIB), había registrado avances. Sin embargo, desde el mes de septiembre los niveles de actividad sufren un intenso deterioro que hace que las previsiones para el cuarto trimestre sean de un descenso muy abrupto del PIB, que probablemente se repetirá en el primer periodo de 2009. ¿Qué está fallando? Indiscutiblemente, el consumo privado, que hasta ahora había sostenido un crecimiento precario, enormemente lastrado por un sector inmobiliario que atraviesa una recesión larga y profunda.

La caída del precio del petróleo devuelve algo del poder adquisitivo perdido pero abre temores de deflación.

La capitulación del consumidor estadounidense no era difícil de prever si tenemos en cuenta que en los once primeros meses de 2008 se han perdido más de 1,9 millones de empleos y la tasa de paro se ha elevado hasta el 6,7% desde los mínimos del 4,6%. Además, la recesión ha pillado a los hogares con un endeudamiento bruto equivalente a cerca del 100% del PIB y con unos activos financieros y reales que han perdido una parte importante de su valor, en un contexto de endurecimiento de las condiciones crediticias. El lado positivo está en el desplome del precio del petróleo, que ha devuelto a los consumidores una parte del poder adquisitivo perdido pero que no ha conseguido que remonten unos indicadores de confianza que se mueven cerca de los niveles mínimos históricos.

El hundimiento del petróleo y otras materias primas ha tenido un efecto negativo inesperado: despertar temores de deflación. El índice de precios de consumo (IPC) estadounidense de noviembre se situó en el 1,1% en tasa anual, después de haber alcanzado cotas del 5,6% en julio pasado. Si los precios de los hidrocarburos no sufren un tirón alcista, el IPC experimentará retrocesos en tasa interanual dentro de pocos meses. En propiedad, no cabría hablar de deflación si la parte subyacente del índice –la que no incluye precios volátiles como los de la energía o los alimentos– no entra en territorio negativo. Pero el riesgo está ahí y las experiencias recientes de deflación, singularmente la japonesa, obligan a prestar la máxima atención al tema.

Esta combinación de recesión con riesgo de deflación ha obligado a la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, a

reaccionar de forma rápida y contundente. Efectivamente, en su reunión del 16 de diciembre el comité monetario dejó el tipo de interés de referencia en un rango de entre 0% y 0,25%, un mínimo que no había alcanzado nunca desde la creación del banco central de Estados Unidos en 1913. Además, la Fed aprovechó su comunicado para dar tres importantes mensajes sobre la futura dirección de su política monetaria. El primero es que utilizará todos los medios a su alcance para que la economía estadounidense retorne a una senda de crecimiento estable. El segundo es que las excepcionales condiciones actuales exigirán el mantenimiento del muy bajo tipo de interés oficial actual durante un largo periodo de tiempo. El tercer mensaje es que durante los próximos trimestres el banco central adquirirá grandes cantidades de deuda de agencias y bonos cuyo colateral sean activos hipotecarios con el fin de apoyar al mercado hipotecario y al sector de la construcción.

El efecto inmediato de esta política ha sido una caída de los tipos de interés en todos los plazos. En el mercado interbancario de Estados Unidos, donde las operaciones a tres meses se cerraban a niveles del 4,8% en octubre, ahora lo hacen al 1,5%. Los inversores están dispuestos a comprar deuda pública con vencimiento a 10 años que les ofrece tan sólo una rentabilidad del 2,1% anual, lejos del máximo anual del 4,3% alcanzado en junio. El recorte del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal y la inyección masiva de liquidez han impulsado una fuerte depreciación del dólar en el último mes: un 12% con respecto al euro y un 7,2% contra el yen japonés.

En la eurozona, la situación recesiva parece por el momento menos aguda, pero los datos disponibles del cuarto trimestre señalan que la recesión, lejos de remitir, se está intensificando. En julio-septiembre de 2008, el PIB se contrajo por segundo trimestre consecutivo, entrando, por tanto, en una situación de recesión técnica. Por

lo que se refiere a la demanda interna, el componente más afectado es la formación bruta de capital fijo, que tras crecer un 2,6% interanual en el segundo trimestre, apenas alcanzó un avance del 0,9% en los meses de julio a septiembre. El consumo privado, por su parte, aunque registró un crecimiento nulo en el tercer trimestre, venía de un moderado incremento del 0,4% interanual. El sector exterior también se ralentizó apreciablemente. En definitiva, el peor comportamiento exportador e inversor explica en gran medida la entrada en recesión, por un contexto interior y exterior menos dinámico y con el agravante de un tipo de cambio efectivo apreciado.

Ante este panorama, el Banco Central Europeo (BCE) también ha actuado con contundencia. El tipo de interés de referencia ha pasado del 4,25% en julio al 2,50% en diciembre, a la vez que, aunque en menor medida que la Fed, también el BCE ha inyectado masivas dosis de liquidez, reflejadas en el aumento del activo en su balance. De todas formas, el BCE mantiene una postura más ortodoxa que su homólogo norteamericano, ya que, aunque el BCE apoya los planes de gasto fiscal para contrarrestar la severidad de la desaceleración económica, recuerda a los países miembros de la Unión Europea la necesidad de mantener la disciplina fiscal a medio y largo plazo.

El mismo día de diciembre que el BCE recortaba su tipo de interés de referencia, el Banco de Inglaterra rebajaba el suyo propio en 100 puntos básicos hasta el 2%, el más bajo desde 1951, por el fuerte deterioro de la economía británica. Algo parecido ha hecho el Banco de Japón, que mantenía su tipo de referencia en el 0,30%, pero que el 19 de diciembre decidió bajarlo hasta el 0,10% y anunciar que ampliará la compra de deuda pública para inyectar liquidez en la economía nipona.

Todos estos movimientos son reflejo de un progresivo deterioro del entorno económico en las economías avanzadas. ¿Qué

La Reserva Federal baja su tipo de referencia hasta prácticamente cero y plantea comprar deuda privada.

En la eurozona, la recesión parece menos aguda, pero los indicadores empeoran progresivamente.

El BCE y otros bancos centrales recortan los tipos de interés de referencia.

Los emergentes no van a actuar de contrapeso a la recesión de las economías avanzadas.

sucede en las emergentes? Las livianas expectativas de un desacoplamiento de las mismas respecto a las desarrolladas, que permitiera que los emergentes tiraran de la economía global, se han desvanecido casi totalmente. Así, la economía china, el principal contribuidor al crecimiento global en 2008, muestra cada vez mayores signos de ralentización; aunque el PIB del tercer trimestre creció un 9,0% interanual, los últimos indicadores de oferta y demanda muestran un panorama mucho más deprimido. En general, el freno de los flujos de inversión extranjera directa y el bache del comercio internacional van a pasar su factura, a la vez que la caída del precio de las materias primas va a perjudicar sensiblemente el potencial de crecimiento de los productores.

La economía española sufre, asimismo, una situación recesiva que impacta directamente en el mercado de trabajo.

En España, después de que en el tercer trimestre de 2008 el PIB registrara el primer descenso intertrimestral desde principios de 1993, los indicadores disponibles del cuarto trimestre apuntan a una intensificación de la contracción de la actividad económica. El consumo de los hogares continúa debilitándose, sobre todo en bienes duraderos, debido a unas condiciones de financiación más restrictivas, al aumento del paro y sobre todo por el temor a las perspectivas futuras, que se plasma en un indicador de confianza de los consumidores en la cota mínima histórica.

Tampoco la inversión atraviesa un buen momento, debido a la debilidad tanto de la demanda interior como exterior y a la ralentización de los beneficios empresariales. Desde la vertiente de la oferta, el sector industrial está sufriendo un duro castigo a causa de la caída de la demanda y por los problemas de competitividad acumulados. Pero el epicentro del ajuste sectorial se halla sin duda en la construcción y particularmente en el sector inmobiliario, que experimentó un descenso de las transacciones de viviendas del 27,1% en septiembre con relación al mismo mes del año anterior y una caída interanual del 63,5% en los visados de obra nueva.

La situación recesiva por la que atraviesa la economía cobra su mayor crudeza en el mercado de trabajo. Las cifras de la afiliación a la Seguridad Social de noviembre muestran una intensificación de la destrucción de empleo. Así, en promedio mensual el número de afiliados en alta laboral se situó en 18,72 millones, con un descenso interanual del 3,5%, frente a una bajada del 2,3% en octubre. En promedio mensual se destruyeron 197.087 empleos en noviembre y 671.772 en los últimos doce meses. Como consecuencia, el paro experimenta una escalada que afecta ya a casi 3 millones, según las cifras de parados registrados en las oficinas de empleo en noviembre, un alza interanual del 43%.

En el lado positivo de la balanza están los descensos de la inflación y del desequilibrio exterior. En noviembre continuó desacelerándose el crecimiento del índice de precios de consumo, que ha pasado del 5,3% de julio al 2,4% en noviembre y se espera que en los meses próximos se sitúe por debajo del 2%. En cuanto al déficit por cuenta corriente, cabe señalar la tendencia de mejoría gracias a que las balanzas comercial y de rentas aumentan sus desequilibrios a un ritmo sensiblemente menor al tiempo que el déficit de la cuenta de transferencias ha disminuido y el superávit de servicios ha crecido de forma moderada.

El Gobierno, por su parte, siguiendo las directrices emanadas de la Unión Europea, ha sumado a las medidas ya adoptadas de apoyo al sector financiero el anuncio de un nuevo plan de medidas de estímulo económico que asciende a 8.000 millones de euros para inversiones en el ámbito municipal, además de 3.000 millones de euros para la realización de actuaciones de inmediata ejecución, con destino a I+D+i, al sector automovilístico, medioambiental, construcción de edificios públicos y rehabilitación de vivienda, pequeñas infraestructuras del transporte y actuaciones vinculadas con la prestación de servicios sociales.

23 de diciembre de 2008

Mejoran la inflación y el desequilibrio exterior y las autoridades económicas lanzan un nuevo plan de estímulo económico.

CRONOLOGÍA

2007

- 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.
28 El Gobierno anuncia un **plan de inversión pública** de 8.000 millones de euros en obras municipales y de 3.000 millones en diversos sectores y ámbitos de la economía.
- diciembre** 4 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 2,50%.
5 El precio del **petróleo** calidad *Brent* cae hasta su nivel más bajo (41,86 dólares por barril) desde enero de 2005.
16 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta una banda del 0%-0,25%.

AGENDA

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).

Febrero

- 5 Índice de producción industrial (diciembre). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
12 Avance del PIB (cuarto trimestre).
13 IPC (enero). PIB de la UE (cuarto trimestre).
18 Contabilidad nacional trimestral (cuarto trimestre).
25 Precios industriales (enero).
27 Balanza de pagos (diciembre). IPC armonizado de la UE (enero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos está en recesión con una extrema debilidad del consumo privado.

El endeudamiento de hogares e instituciones financieras llega al 97% y al 117% del PIB, respectivamente.

Estados Unidos: buscando el fondo

La economía estadounidense está en recesión, anticipa un año 2009 muy débil donde predominarán los retrocesos y la recuperación se hará esperar. Desde el mes de septiembre los niveles de actividad sufren un intenso deterioro que se ha añadido a la ralentización que había empezado en el cuarto trimestre de 2007. Si el producto interior bruto del tercer trimestre cedió un 0,4% interanual, las previsiones para el cuarto son de mayores descensos si cabe. Los riesgos a la baja están centrados en el consumo privado, que representa el 70% del producto interior bruto (PIB) y que en el tercer trimestre bajó un 3,7% intertrimestral anualizado.

Los datos de octubre, correspondientes al cuarto trimestre, también apuntan a descensos similares.

Simultáneamente a esta situación de fragilidad de la demanda agregada, las tensiones inflacionistas se han disipado con rapidez. Al abaratamiento del petróleo se le añade un más significativo estancamiento de los precios en el resto de los sectores a causa de la menor utilización de la capacidad productiva. Por su parte, la Reserva Federal, tras hacer descender el tipo de referencia hasta un rango entre el 0% y el 0,25%, ve agotarse el recorrido de la política monetaria convencional. La política fiscal también tendrá su parte, vía reducción de impuestos o proyectos gu-

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	2,8	2,0	2,3	2,5	2,1	0,7	-	...
Ventas al por menor	5,8	4,2	5,2	3,0	2,6	0,6	-4,6	-7,4
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	91,2	76,5	57,3	57,3	38,8	44,9
Producción industrial	2,2	1,7	2,1	1,9	0,2	-3,0	-4,5	-5,5
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	49,6	49,2	49,5	47,8	38,9	36,2
Venta de viviendas unifamiliares	-18,0	-26,8	-33,7	-33,1	-39,1	-35,4	-40,1	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,8	4,9	5,3	6,0	6,5	6,7
Precios de consumo	3,2	2,9	4,0	4,1	4,4	5,3	3,7	1,1
Balanza comercial (3)	-753,3	-700,3	-700,3	-697,8	-699,1	-707,5	-708,4	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,2	5,3	4,9	3,0	2,8	3,2	3,0	2,2
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	82,5	77,9	73,3	72,0	70,9	73,5	80,4	82,7

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

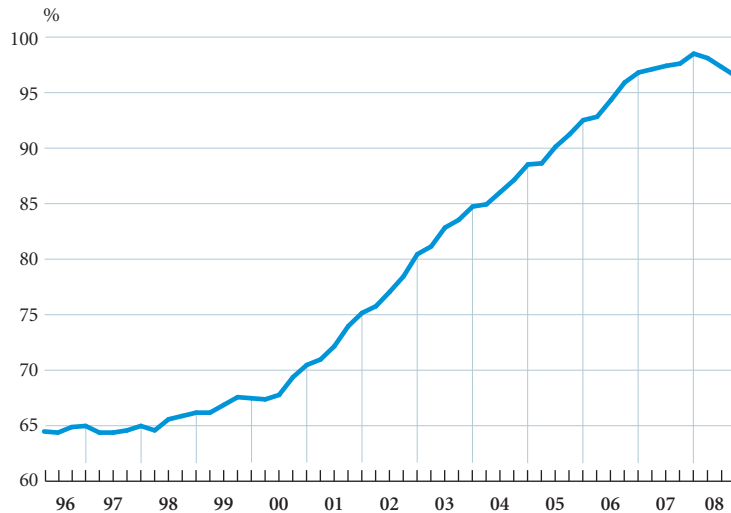
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

(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.

ESTADOS UNIDOS: EL ENDEUDAMIENTO SIGUE EN LAS ALTURAS

Deuda bruta de los hogares en porcentaje del PIB nominal



FUENTES: Federal Reserve y elaboración propia.

bernamentales. Con los actuales indicadores de consumo privado cayendo de forma abrupta sin encontrar un fondo aparente, y con unos apoyos a la banca que siguen sin llegar a los otros sectores, existen temores de deflación, entendida como una caída continuada y generalizada de los precios motivada por una debilidad de la demanda que, sin embargo, no acaban de concretarse en las previsiones de los índices de precios.

El incentivo de evitar el fantasma deflacionista es mayor en una economía endeudada. La crisis ha cogido a los hogares y a las instituciones financieras con un endeudamiento bruto del 96,5% y del 117,2% del PIB en dólares corrientes, respectivamente, y la economía estadounidense es un deudor neto frente al exterior. Un deudor teme el descenso generalizado de los precios porque disminuye el precio de todo menos el valor de su deuda contraída. Un acreedor teme la subida de los precios, donde todo se encarece menos lo que le han de devolver. Con ta-

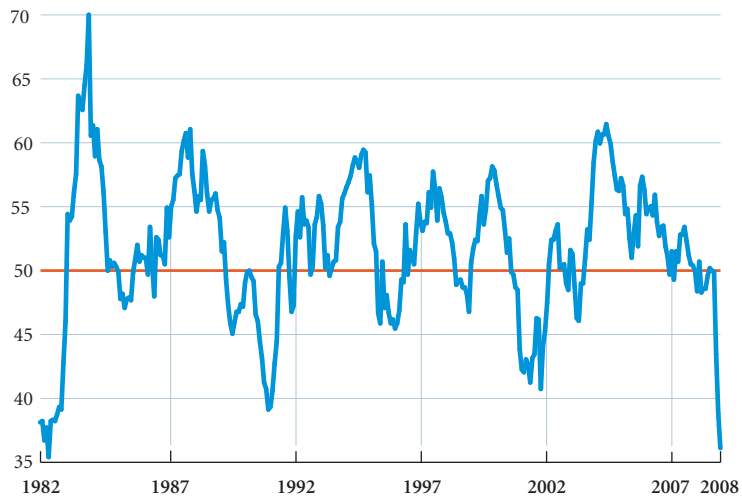
les incentivos, puede darse a más largo plazo una sobreacción de las medidas correctoras que podría generar importantes tensiones inflacionistas.

Este escenario sombrío se refleja en el ánimo de los consumidores, como lo expresa el índice de confianza del consumidor del Conference Board. Después del mínimo histórico de octubre, en noviembre el índice se recuperó sólo ligeramente hasta los 44,9 puntos, gracias a una mejoría en las expectativas que no se dio en la percepción de la situación presente. En este contexto de debilidad de la demanda, las ventas minoristas de noviembre tuvieron un inesperado repunte después de tres meses consecutivos de descensos, aunque, sin automóviles ni gasolina, quedaron un 0,3% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior, lo que, descontando las variaciones de precios, se traduce en una disminución del 2,2%. Entre los sectores más débiles destaca la bajada del 25,2% interanual de las ventas de automóviles y la del 10,9% de mobi-

Los consumidores permanecen anclados en el pesimismo; las ventas minoristas evolucionan a la baja.

ESTADOS UNIDOS: LA VISIÓN EMPRESARIAL DE MÍNIMO A MÍNIMO

Nivel del índice ISM de actividad empresarial de sector manufacturas



FUENTE: Institute for Supply Management.

Los empresarios empeoran drásticamente sus previsiones hasta mínimos históricos.

liario y menaje del hogar, lo que ilustra la precaria situación de las ventas de bienes duraderos.

La visión empresarial, reflejada en el índice de actividad del Institute for Supply Management, siguió mostrando el escenario de recesión profunda que se ha superpuesto a la tendencia bajista que había venido predominando a lo largo de todo 2008. Así, el índice de manufacturas bajó de 38,9 al nivel de los 36,2 puntos, muy 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 encadenó un segundo mes consecutivo de fuertes retrocesos, pasando de 44,2 al nivel de los 33,0 puntos, el mínimo absoluto del indicador desde su inicio en 1997. En ambos casos se evidencian fuertes descensos en los componentes de empleo y nuevos pedidos, especialmente en los de exportación. En precios, en cuatro meses se ha pasado de un escenario de tensiones inflacionistas a los mínimos históricos desde los ini-

cios del indicador, que en manufacturas se remontan al año 1948.

El sector de la vivienda sigue sin tocar fondo. Por el lado de la demanda, el precio de los inmuebles sigue disminuyendo la riqueza percibida de muchos consumidores. El índice Case-Shiller acumula un retroceso del 23,4% respecto al máximo de junio de 2006. Teniendo en cuenta la subida acumulada del índice de precios de consumo (IPC) desde entonces, los inmuebles presentan una pérdida del 29,0%, un correctivo que supera ampliamente el descenso del 21,9% que se dio entre agosto de 1989 y marzo de 1994, correspondiente al anterior ciclo bajista de la vivienda. El incremento de inmuebles subastados ha contribuido a estabilizar el número de transacciones, que desde octubre de 2007 parece haber tocado fondo. Sin embargo, el exceso de oferta acumulado y el retroceso de los ingresos de las familias con relación al precio de los inmuebles siguen impidiendo que el sector de la construcción toque fondo.

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

Las viviendas iniciadas en noviembre retrocedieron un 18,9% respecto a octubre, un descenso interanual del 47,0%, y las 625.000 viviendas iniciadas, en términos anuales, constituyeron un mínimo histórico desde la introducción del indicador en enero de 1959. Apuntando en igual dirección, los permisos de construcción, su indicador adelantado, descendieron un 48,1%.

El consumo privado y la compra de inmuebles dependen de la renta disponible de las familias y ésta, para una gran mayoría de hogares, depende a su vez del mercado de trabajo, que en estos momentos está en caída libre. En noviembre, se destruyeron 533.000 empleos y la revisión añadió 199.000 a los perdidos en los dos meses previos. Así, en el periodo enero-noviembre desaparecieron 1.911.000 empleos, de los que dos terceras partes se concentran en los tres últimos meses. Por su parte, la tasa de paro de noviembre llegó al 6,7% de la población activa y la tendencia es al alza. En este contexto cobra especial relevancia la precaria situación

de la industria del automóvil estadounidense, que el mes pasado fue incapaz de presentar un plan de reestructuración creíble que permitiera al Senado dar luz verde a las ayudas económicas, necesarias para hacer frente a sus acuciantes necesidades de liquidez. Una quiebra de los tres grandes de Detroit afectaría, incluyendo los trabajos indirectos perdidos y los pensionistas, entre uno y tres millones de familias, con unas implicaciones para la demanda que superan el estricto ámbito bursátil.

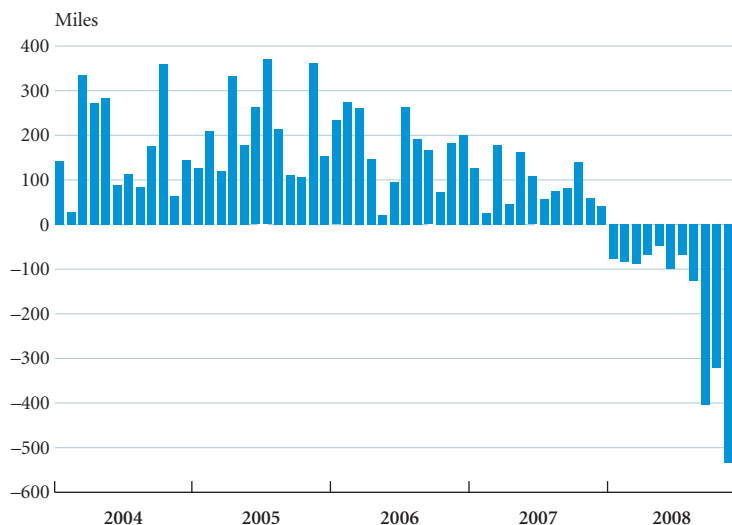
Por el lado de los precios, hoy por hoy, las tensiones inflacionistas se desvanecen aunque la deflación aún se antoja lejana. El IPC de noviembre retrocedió un 1,7% respecto a octubre y el índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, sumó su segundo mes consecutivo de práctico estancamiento, cuya causa está más en la languidez de la demanda agregada que en los vaivenes del petróleo. Las variaciones interanuales moderaron sus avances y se situaron en el 1,1% y el 2,0%, respectivamente.

El mercado laboral acentúa su deterioro, con 1,9 millones de empleos perdidos.

La inflación se modera con rapidez y baja al 1,1%, pero el déficit comercial se resiste a la corrección.

ESTADOS UNIDOS: EL EMPLEO CAE EN PICADO

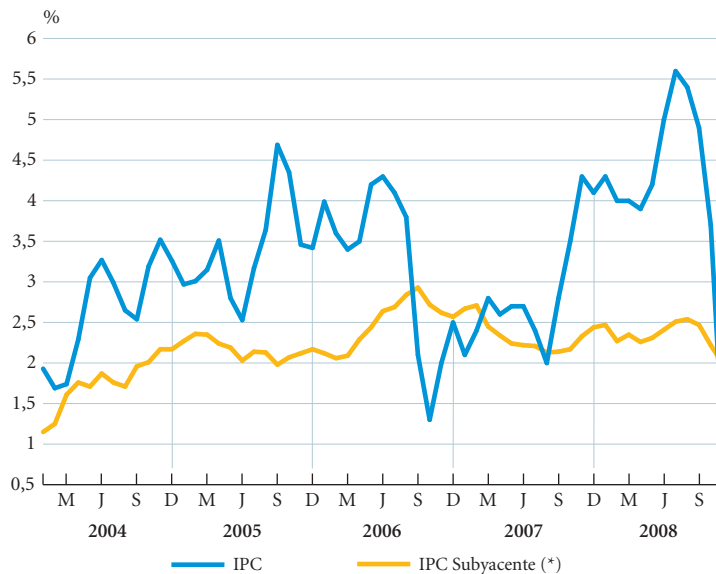
Creación (+) o destrucción (-) mensual neta de empleo no agrícola



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN SE TOMA UN RESPIRO GRACIAS AL PETRÓLEO

Variación interanual de índices de precios al consumo



NOTA: (*) El índice subyacente excluye alimentos y energía.
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

Japón sufre una recesión que gana en intensidad.

El sector exterior no está siendo un revulsivo para la economía y sigue perdiendo fuerza a causa del menor crecimiento global. Pese a la debilidad de la demanda interna, la balanza comercial de bienes y servicios arrojó en octubre un déficit de 57.190 millones de dólares, un 1,5% por encima del mismo periodo del año anterior. Las exportaciones intensificaron su proceso de desaceleración, creciendo un 5,3% interanual, un ritmo que apenas es la cuarta parte del de tres meses atrás. Así, a pesar de la ralentización importadora, el déficit de la balanza comercial excluyendo el petróleo sigue estancado con pocas variaciones respecto a su nivel de octubre de 24.498 millones de dólares.

Japón ya está en recesión

La revisión del PIB del tercer trimestre evidenció una situación más débil que la reflejada en el avance previo. La econo-

mía retrocedió un 1,8%, en términos intertrimestrales anualizados, lo que deja el retroceso interanual en el 0,3% y confirma que la recesión es más intensa de lo previamente anticipado.

En un mundo con importantes desequilibrios comerciales donde coexisten países acreedores, con superávit comercial, y países deudores, con déficit, Japón pertenece al grupo de los primeros. Los seis años de expansión que terminaron en marzo de 2008 fueron posibles gracias al tirón de la demanda exterior, que arrastraba al alza la inversión en equipo, ya que la práctica mitad del componente correspondía al gasto inversor de las empresas exportadoras. Con la desaceleración de la demanda global, las exportaciones y la inversión se han ralentizado con rapidez, con lo que los retrocesos de estos dos componentes, que combinados suman un tercio del PIB, explican la práctica totalidad de la recesión japonesa.

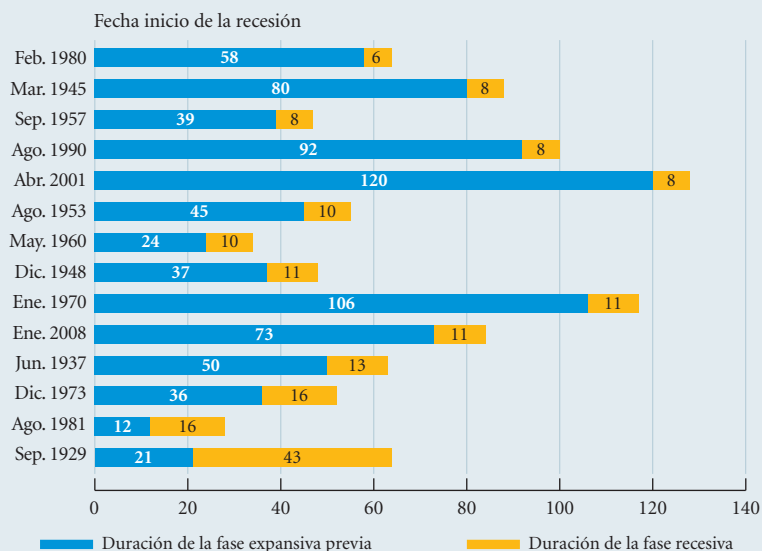
La inversión en equipo y las exportaciones son los componentes más débiles.

Recesión pero no depresión: una mirada al 29 y al Japón de los años noventa

La Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER en sus siglas en inglés) lo ha hecho oficial: Estados Unidos se encuentra en recesión, sorprendentemente, desde enero de 2008. Aunque no se ha producido una caída del PIB durante dos trimestres consecutivos, la definición más habitual de recesión técnica, el NBER considera que el declive significativo de la actividad económica y el empleo en el último año ya merece tal calificación. Todo parece indicar que la recesión se extenderá, al menos, hasta mediados de 2009, lo que la convertiría en la más larga desde la crisis del 29 (véase gráfico siguiente). ¿Es probable que estemos a las puertas de una depresión como la de entonces o quizás al comienzo de una década de crecimiento en torno a cero, como en el Japón de los años noventa? Varias razones nos hacen ser relativamente optimistas: lo más probable es que Estados Unidos sufra una recesión más larga de lo habitual, pero lejos de la experiencia del 29 o la de Japón.

ESTADOS UNIDOS: CAMINO DE LA RECESIÓN MÁS LARGA DESDE EL 29

Duración de los ciclos económicos en meses



FUENTES: NBER y elaboración propia.

Sin ninguna duda, existen similitudes entre las crisis del 29 y la de Japón con la crisis financiera actual. En los tres casos, una sobrevaloración de activos (acciones en el 29, inmuebles en Japón y Estados Unidos) provocó crisis bancarias, lo que contagió a la economía real a través de la interrupción del flujo normal de crédito. Sin embargo, las diferencias entre los episodios, especialmente en la reacción de las autoridades económicas, también son muy notables.

Los cuatro principales factores para que la crisis del 29 se convirtiera en una depresión fueron: *i*) la inoperancia de la Reserva Federal ante las quiebras masivas que se produjeron en el sistema financiero; *ii*) la magnitud épica de la contracción del crédito subsiguiente; *iii*) la espiral deflacionista provocada por la caída de la oferta monetaria y la actividad económica, lo que incrementó en términos reales el valor de las deudas y aumentó los

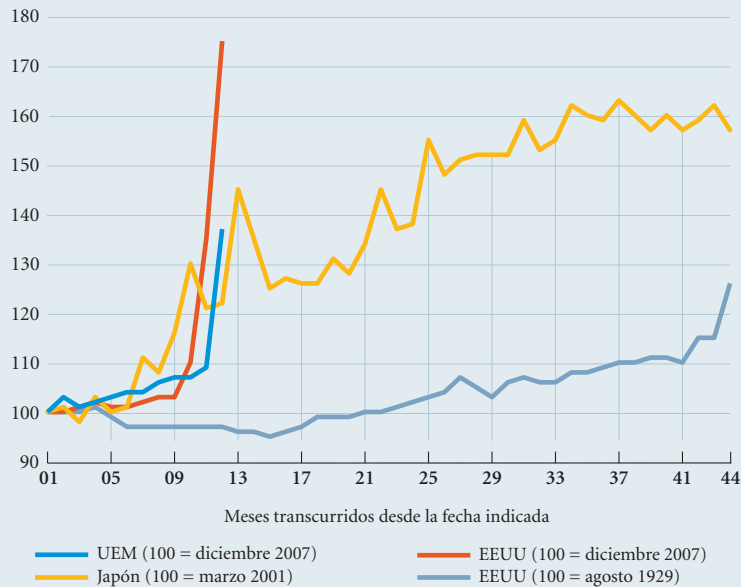
tipos de interés reales; *iv*) la implementación de medidas proteccionistas que redujo significativamente el comercio internacional.

La crisis actual, si bien está mostrándose más fuerte de lo esperado inicialmente, se enmarca en un contexto diferente y, por tanto, la probabilidad de que se transforme en una depresión es reducida. Por un lado, y especialmente tras la experiencia del colapso de Lehman Brothers, las autoridades económicas y monetarias de todo el mundo parecen muy conscientes de la importancia de evitar la quiebra de entidades relevantes. La ampliación del seguro de depósitos también ha afianzado la confianza de los depositantes y evitado los pánicos que fueron tan comunes en la crisis del 29. Por otro lado, la actuación de las autoridades fiscales y monetarias para evitar una fuerte contracción del crédito, la caída del nivel de precios, y una recesión larga está siendo muy distinta que en el 29 y que incluso en Japón.

La diferencia en materia de actuación se observa tanto en la celeridad como en la determinación. En primer lugar, el reconocimiento de los problemas en el sistema financiero ha sido relativamente rápido. Las instituciones a nivel global han reconocido importantes pérdidas ligadas a la caída del valor de los activos (*write-downs*) y han iniciado un proceso de recapitalización mediante capitales privados y públicos. Durante la crisis de Japón, en cambio, las instituciones financieras, que contaban con la complicidad de las autoridades supervisoras, tardaron años en reconocer la fragilidad de sus balances. En segundo lugar, las autoridades monetarias han reaccionado de forma agresiva mediante históricos recortes de tipos de interés, tanto individualmente como de forma concertada. El 16 de diciembre, por ejemplo, la Reserva Federal situó el tipo de interés de referencia en el rango 0%-0,25%, el nivel más bajo en sus 94 años de historia. Además, se han diseñado programas de inyección de liquidez enfocados a aliviar las tensiones financieras. Entre marzo de 2001 y comienzos de 2006, el

LOS BANCOS CENTRALES ACTÚAN CON MÁS DETERMINACIÓN QUE EN EL 29 O EN JAPÓN

Índices de expansión de la base monetaria durante las distintas crisis



NOTA: La base monetaria es la suma del dinero en circulación más los depósitos de las instituciones financieras en el banco central.
FUENTES: Banco de la Reserva Federal, Banco Central Europeo y Banco de Japón.

Banco de Japón expandió la base monetaria un 76%. Ello contrasta con la determinación de la Reserva Federal, que ha tardado menos de tres meses en alcanzar una expansión de la base monetaria de tal magnitud (véase gráfico de la página anterior). El Banco Central Europeo ha sido sumamente activo en lo referente a la solución de los problemas de financiación de las instituciones financieras, organizando subastas extraordinarias de liquidez o ampliando la calificación de los instrumentos elegibles como colaterales.

En materia de política fiscal, tanto en Europa como en Estados Unidos, se están discutiendo y elaborando planes de impulso enfocados a minimizar los impactos económicos de la actual crisis. En Estados Unidos, el presidente electo Barack Obama, ha anunciado un paquete de inversión en infraestructura y recorte de impuestos en torno a los 800 mil millones de dólares, equivalente a casi un 5% del PIB, el mayor plan de esta naturaleza desde 1956. El plan contempla desde infraestructura tradicional a la creación de «empleos verdes» para reducir el uso energético. Los estados miembros de la UEM también han alcanzado un acuerdo para llevar a cabo un estímulo fiscal equivalente al 1,5% del PIB de cada uno de los países, aunque los detalles de su implementación aún no se conocen con certeza.

Cuando se observan las diferentes medidas que se están tomando para atajar la crisis actual queda claro que las lecciones de los episodios de depresión de las crisis del 29 y de Japón en los años noventa no han sido desaprovechadas. En general, las autoridades están mostrando mucha más determinación y arrojo que en estos dos episodios anteriores, lo que aleja los riesgos de una depresión. Dicho esto, es necesario mantenerse en alerta: el camino de la recuperación no se encuentra exento de riesgos.

Los indicadores de demanda más recientes ofrecen un panorama bien sombrío. La confianza del consumidor en el cuarto trimestre alcanzó otro nuevo mínimo histórico, bajando de 33,2 hasta el nivel de 31,2 puntos. Las ventas minoristas retrocedieron en octubre un 0,7% interanual y las ventas de automóviles, indicador adelantado de la demanda, intensificaron su descenso en noviembre con una disminución del 27,9% interanual. Por el lado de la oferta, la situación empeora de forma más nítida si cabe. La producción industrial, sin recuperarse del severo correctivo de agosto, volvió a sufrir en octubre otra drástica bajada y acumula un decremento del 7,0% interanual, una senda que también siguió la producción industrial de bienes de consumo, que cedió un 4,5%. A esta debilidad se añadió la publicación del índice Tankan de actividad empresarial elaborado por el Banco de Japón correspondiente al cuarto trimestre. El índice

para grandes empresas manufactureras descendió de menos 3 hasta el nivel de menos 24 puntos, lugar idéntico al que llegó el índice general para grandes empresas, aunque con descensos menos intensos. Para el primer trimestre del año se vaticinan unos nada halagüeños menos 38 puntos para las empresas manufactureras. En el capítulo de la formación de capital, las expectativas para los próximos meses sufrieron un claro viraje bajista, con unos pedidos de maquinaria que disminuyeron un 29,6% interanual y en donde, a la debilidad de los pedidos dirigidos a la demanda interna, se superpuso el brusco descenso de los destinados al sector exportador.

En el sector de la vivienda, el volumen de ventas del área de Tokio mantuvo su tendencia a la baja mientras que los precios siguen en un zona de indefinición desde mayo. Por su parte, el precio del suelo bajó muy ligeramente en el tercer trimes-

La industria sufre otro correctivo y empeora la perspectiva de empresarios y consumidores.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	2,0	2,4	2,0	1,4	0,6	-0,3	-	...
Producción industrial	4,2	2,9	2,7	2,5	1,0	-1,9	-7,0	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	19,0	11,0	5,0	-3,0	-	-24,0
Viviendas iniciadas	4,5	-17,2	-27,1	-8,9	-10,9	40,2	19,8	...
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	4,0	4,1	3,7	...
Precios de consumo	0,2	0,1	0,5	1,0	1,4	2,2	1,7	...
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	12,5	11,7	10,2	7,0	5,9	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,3	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	81,1	77,1	78,4	83,4	82,6	81,9	93,5	98,7

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

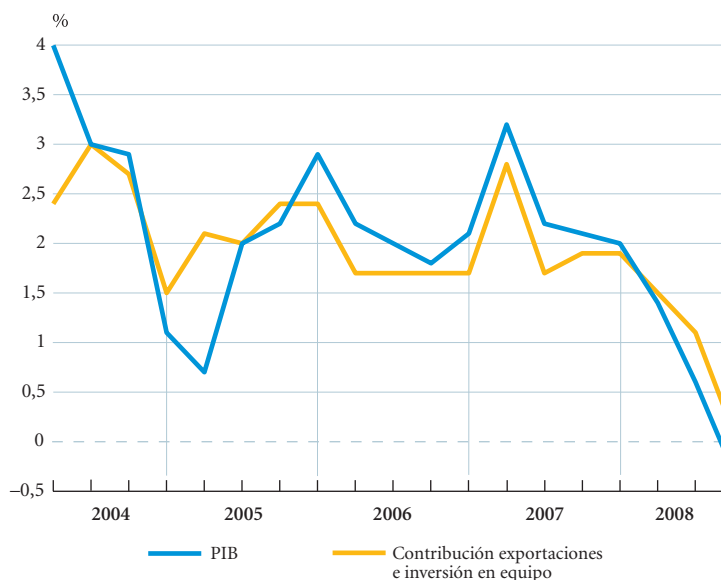
(4) Porcentaje.

(5) Cambio ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa. Promedio de 2.000 = 100.

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

JAPÓN: CASI TODO DEPENDE DEL SECTOR EXTERIOR

Contribución al crecimiento interanual del PIB



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

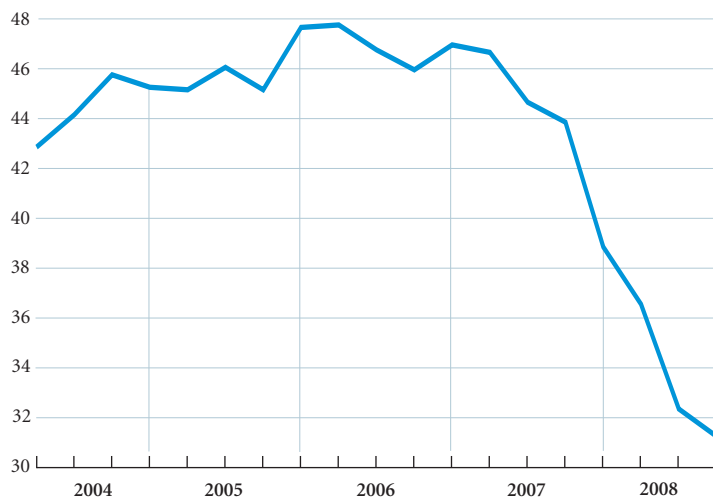
La construcción se recupera con cuantagotas pero los precios siguen estables.

tre. Por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas de enero a octubre avanzaron un moderado 3,7% interanual, que sigue

evidenciando que la recuperación respecto al bajo nivel alcanzado en el tercer trimestre de 2007 es más bien modesta.

JAPÓN: LOS CONSUMIDORES AUMENTAN SUS MIEDOS

Índice de confianza del consumidor



FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón y elaboración propia.

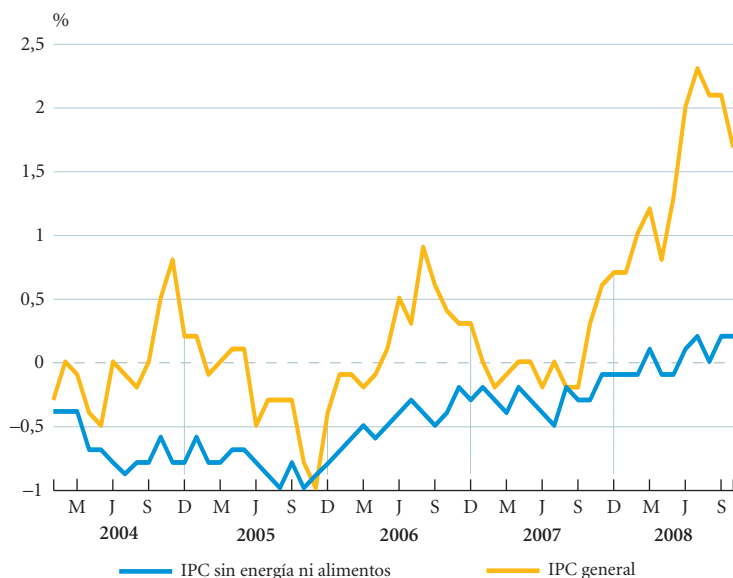
En el frente inflacionista, los avances del índice general empezaron a acusar los efectos del petróleo barato y el IPC de octubre subió un 1,7% interanual, frente al 2,1% del mes previo. El índice sin alimen-

tos frescos tuvo una evolución similar, con un incremento del 1,9%. Por su parte, el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, registró un incremento del 0,2% interanual. En una línea

La inflación se sitúa por debajo del 2% y la tendencia es a la baja.

JAPÓN: UNA INFLACIÓN MODERADA QUE LO SERÁ MÁS

Variación interanual del índice de precios al consumo



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

Las exportaciones siguen estancadas por la menor demanda internacional.

de tono bajista, el IPC de Tokio del mes de noviembre, con un avance del 1,1% interanual, y la persistencia del petróleo barato apuntan a un rápido retorno de la inflación japonesa a valores muy cercanos al cero. En el mercado laboral, la tasa de paro de octubre siguió a la baja, situándose en el 3,7% de la población activa, pero el poder adquisitivo de los salarios bajó a los niveles de 1992.

La menor demanda global sigue haciendo mella en el sector exterior de la economía japonesa. El superávit comercial de los últimos doce meses hasta octubre disminuyó hasta los 5,9 billones de yenes, poco más de la tercera parte de los máximos de octubre de 2004. Las exportaciones siguieron ralentizándose con intensidad, destacando el descenso del 9,2% interanual de la partida correspondiente al mes de octubre, mientras que las importaciones del mismo mes avanzaron un 8,6%. Las exportaciones a Estados Unidos retrocedieron un 19,0%, mientras que las dirigidas al resto de Asia, que son

el 50% del total, disminuyeron un 4,0%, que incluye un retroceso del 0,9% de las ventas a China.

China muestra una clara desaceleración

La economía china, el principal contribuidor al crecimiento global en 2008, muestra cada vez mayores signos de ralentización. Aunque el PIB del tercer trimestre creció un 9,0% interanual, los últimos indicadores de oferta y demanda muestran un panorama mucho más deprimido.

Por el lado de la oferta, la producción industrial creció en noviembre un 5,4% interanual que, excluyendo los efectos distorsionantes del calendario lunar del Año Nuevo Chino, es la tasa de crecimiento más baja desde inicios de 2002. La producción de vehículos a motor de noviembre descendió un 17,5% interanual, una debilidad cuyo precedente

China crece al 9% pero los últimos indicadores son de desaceleración.

CHINA: LA DESACELERACIÓN INDUSTRIAL ES UN HECHO

Variación interanual de la producción industrial (*)



NOTA: (*) Datos corregidos de los efectos de calendario del Año Nuevo Chino Lunar.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007			2008		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	11,0	11,8	11,3	10,6	10,1	9,0	–	...
Producción industrial	16,4	17,1	17,5	16,5	15,9	13,0	8,2	5,4
Producción eléctrica	14,7	15,7	16,1	16,0	11,9	6,7	–3,0	–7,8
Precios de consumo	1,5	4,8	6,6	8,0	7,8	5,3	4,0	2,4
Balanza comercial (*)	177,5	262,4	262,4	256,5	247,2	256,9	265,0	278,8
Tipo interbancario 3 meses (**)	2,8	3,6	4,7	4,6	4,6	4,4	4,1	3,7
Renminbi por dólar	8,0	7,6	7,4	7,1	6,9	6,8	6,8	6,8

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

(**) Porcentaje.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas de China, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

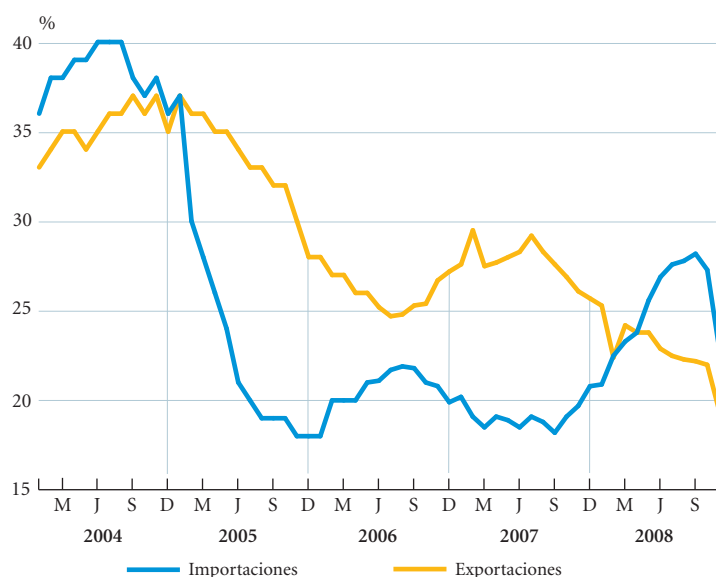
más inmediato data del año 1993 y que es secundada por el descenso del 14,3% de la producción de televisores. Completando esta radiografía, la producción de cemento y la de energía primaria, aunque sin descensos, sufren también una clara desaceleración.

Por el lado de la demanda, el enfriamiento de la actividad no se ve tan claro. Así, las ventas al por menor de noviembre, descontando los incrementos de precios, siguieron acelerando hasta el 18,0%, secundadas por una lenta mejora en las zonas rurales, que se benefician de la disminu-

La producción industrial avanza un 5,4%, mínimo desde 1990.

CHINA: EXPORTACIONES E IMPORTACIONES SE DESACELERAN

Variación interanual (*)



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

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

La inflación se modera hasta el 2,4% y los alimentos suben un 5,9%.

Las importaciones se desaceleran con más intensidad que las exportaciones.

La importación de materias primas sigue descendiendo con intensidad.

ción de las tensiones en los precios de los alimentos. Por su parte, el sector inmobiliario sigue confirmando su enfriamiento. En los tres primeros trimestres de 2008, el precio de la vivienda de Beijing bajó un 5,5% y el de Shanghai un 3,7%, mientras que el de la propiedad de uso comercial descendió otro 5,5%.

La nota positiva de esta ralentización es que los problemas inflacionistas siguen amainando. El IPC general de noviembre se incrementó en un 2,4% interanual cuando en febrero se había llegado al 8,7%. El componente de alimentos, que en China tiene una especial relevancia como indicador del coste de la vida, también se relajó, con un aumento del 5,9% interanual, claramente por debajo del 23,3% de nueve meses atrás.

En el sector exterior también se observan claros signos de enfriamiento. El superávit de los últimos doce meses hasta noviembre siguió aumentando hasta los 278.773 millones de dólares, pero esto se

debió a que el frenazo de las importaciones siguió siendo más intenso que el de las exportaciones. Más a corto plazo, las exportaciones se redujeron un 2,2% interanual en noviembre, mientras que las importaciones descendieron un rotundo 17,9%. Por áreas geográficas, en octubre las exportaciones a Estados Unidos y Europa (el 42,3% del total) se ralentizaron con mayor intensidad que las destinadas a Asia (46,7%) del total, donde las exportaciones al área del Pacífico aceleraron su ritmo de crecimiento hasta el 27,7%.

Por partidas, el enfriamiento en la importación de materias primas sigue atestiguando la disminución del ritmo de crecimiento. En términos de volumen, las importaciones de petróleo decrecieron un 1,8% interanual en noviembre y las de aluminio, un 38,5%, mientras que en octubre se importó un 25,5% menos de acero que en el promedio del año 2006, aunque la importación de cobre se estabilizó después de un periodo de fuertes descensos.

Los BRIC también sufren, unos más que otros

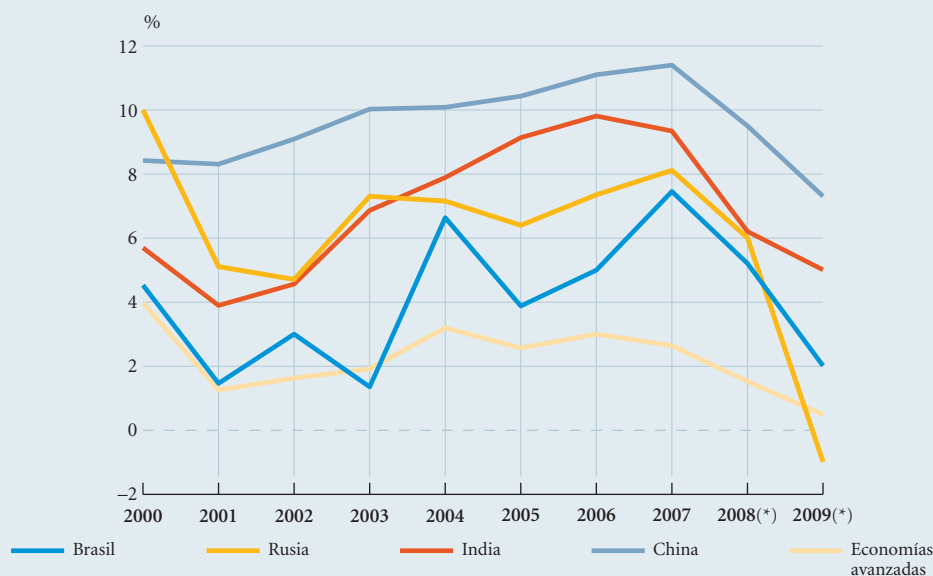
Desde que en 2001 Jim O'Neil, economista de Goldman Sachs, acuñó el acrónimo BRIC para designar al grupo de países emergentes constituido por Brasil, Rusia, India y China, la manera de ver la economía global y sus interrelaciones ha cambiado sustancialmente. Lo que no parece haber cambiado es el papel clave que juegan estos países en el crecimiento mundial.

Sus elevadas tasas de crecimiento en los últimos años y el hecho de que concentren el 42% de la población mundial son los dos rasgos principales que definen a los BRIC como grupo. En concreto, su crecimiento anual promedio ha rozado el 8% en el periodo 2000-2007. Además, han contribuido alrededor del 36% en el crecimiento global, y se prevé que la contribución de China por sí sola en 2009 ya roce el 40%. Por último, los BRIC en su conjunto han acumulado gran cantidad de reservas, unos 2,8 billones de dólares, lo que supone cerca del 40% de las reservas mundiales.

La vitalidad de estos emergentes motivó a principios del nuevo milenio la aparición de teorías que pronosticaban un proceso de desacoplamiento entre el ciclo de los BRIC y el de las economías avanzadas. Ha llovido mucho desde entonces y en los últimos meses ha quedado patente que los emergentes también sufrirán las conse-

LOS BRIC FRENAN SU RITMO DE EXPANSIÓN, UNOS MÁS QUE OTROS

Crecimiento anual



NOTA: (*) Previsiones para 2008 y 2009.

FUENTES: Thomson Reuters Datastream, FMI, IIF y elaboración propia.

cuencias de la crisis financiera internacional. Eso sí, no todos por igual. China continuará siendo, entre los BRIC, la economía de mayor crecimiento, con tasas de 7%-8%; el crecimiento de India se podría mantener por encima del 5%; la desaceleración en Brasil será más notable y el crecimiento caerá hasta valores cercanos al 2%; Rusia, en cambio, es probable que experimente un crecimiento negativo (véase gráfico anterior).

En China, el potencial de crecimiento de la demanda doméstica es la principal fortaleza en un momento de debilidad de la demanda externa. El consumo privado aún representa una parte pequeña del PIB (menos del 50%) y el gobierno chino está tomando un conjunto de medidas, tanto fiscales como de carácter más estructural, para impulsarlo. La posición de partida del saldo fiscal de China, en superávit en 2007, ha permitido proponer un paquete de estímulo fiscal equivalente al 5% del PIB. El aumento del gasto en educación, salud y pensiones debería contribuir a reducir la altísima tasa de ahorro, en buena medida preventivo, de los hogares chinos. La disminución del precio del petróleo también ofrecerá un respiro a la economía china, importadora neta de crudo. De momento, la caída de la inflación, resultado en parte del menor precio del combustible, ha permitido al banco central disminuir agresivamente los tipos de interés y el coeficiente de caja de los bancos, lo que contribuirá al crecimiento del año próximo.

Sin embargo, la desaceleración de las exportaciones chinas ante la caída de la demanda mundial, especialmente en Norteamérica y Europa occidental –zonas que concentran el 40% del total de sus exportaciones– comporta un riesgo a la baja. En noviembre, las exportaciones cayeron respecto al año anterior por primera vez en más de siete años (2,2%). No obstante, como una buena parte de los insumos (o *inputs*) utilizados en el sector exportador son importados, en otras palabras, el valor añadido de las exportaciones chinas no es muy elevado, el impacto negativo de una caída de las exportaciones sobre el crecimiento del PIB (que mide el valor añadido domésticamente), aunque no se puede menospreciar, no es tan alto como se podría temer.

La economía india es menos dependiente que la china del comercio exterior (el peso de las exportaciones sobre el PIB es mucho más bajo) y, por ello, no sufrirá tanto por el impacto de la desaceleración global sobre el comercio. Por otra parte, la disminución del precio del petróleo supone un importante respiro para el consumidor, las empresas y, también, el gobierno, que subsidiaba parte del precio de los combustibles. La crisis financiera internacional se dejará notar por la disminución del influjo de inversiones, que aportaba una cantidad considerable de liquidez al sistema financiero y alimentaba el crecimiento del crédito, pero la caída de la inflación, al igual que en China, ha otorgado un precioso margen de actuación al banco central para reducir el tipo de interés y el coeficiente de caja. La disminución del subsidio al combustible y el esfuerzo de consolidación fiscal de los últimos años también han creado un espacio para la expansión fiscal que las autoridades ya han aprovechado para anunciar un plan de estímulo equivalente a más del 1% del PIB.

Brasil y, especialmente, Rusia, importantes exportadores de materias primas, sufrirán tanto la caída de la demanda mundial como la brusca bajada en los precios de las materias primas. En el caso de Rusia, la caída del precio del petróleo tiene un impacto muy significativo sobre los ingresos fiscales, lo que reduce su margen para llevar a cabo una política fiscal expansiva. En ambos países, el deterioro de la posición externa ha provocado la depreciación de las monedas locales, lo que tiende a empujar la inflación al alza y limita el margen de maniobra de la política monetaria. De hecho, el banco central ruso se ha visto obligado a aumentar los tipos de interés en diciembre (100 puntos básicos) para apuntalar el rublo y frenar la salida de capitales, mientras que Brasil no ha variado los tipos de interés. La salida de capitales en Rusia, además de resultar en una importante pérdida de reservas internacionales, reducirá la liquidez en el sistema financiero y endurecerá considerablemente las condiciones de acceso al crédito. En Brasil, la mayor solidez de la situación fiscal y la credibilidad del banco central hacen la situación algo más manejable.

En definitiva, los BRIC también sufrirán con la crisis global, aunque no por igual. Mientras los gigantes de Asia agradecerán el desplome del precio del petróleo y el impulso de las políticas económicas, Brasil y Rusia pagarán su mayor dependencia de las exportaciones de materias primas. Para todos, los riesgos a corto plazo están sesgados a la baja. A medio plazo, sin embargo, los BRIC cuentan con un amplio recorrido al alza y, a buen seguro, volverán a asombrarnos con sus tasas de crecimiento.

México crece al 1,6% con una desaceleración de la inversión y del consumo.

México: desaceleración e inflación

La ralentización de la economía volvió a intensificarse en el tercer trimestre, con un PIB que creció un 1,6% interanual, muy por debajo del 2,7% del periodo previo. Los indicadores de actividad más recientes confirman la ralentización de la economía, evidenciando la influencia de la debilidad del vecino del norte. Por el lado de la oferta, en septiembre la producción industrial general retrocedió un 1,9% interanual, acumulando así el quinto mes consecutivo de descensos. Por su parte, la producción de manufacturas se redujo en un más tibio 0,3%. La deman-

da también vira a la baja, con unas ventas al por menor que en septiembre cedieron un 1,3% interanual, ritmo superior al mes previo.

Pese a la mayor debilidad de la demanda agregada, en el frente inflacionista se reactivan las tensiones de precios. El IPC general de noviembre aumentó un 6,2% interanual, claramente por encima del 5,8% de octubre. Un repunte seguido, aunque con menos ahínco, por el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, que tuvo un incremento del 5,5% interanual. Una razón de este leve giro inflacionista podría estar en los costes labo-

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	4,9	3,2	4,2	2,6	2,7	1,6	–	...
Producción industrial	5,4	1,9	3,1	1,1	1,3	–1,3	...	...
Tasa de paro general (*)	3,6	3,7	3,6	3,9	3,5	4,2	4,1	...
Precios de consumo	3,6	4,0	3,8	3,9	4,9	5,5	5,8	6,2
Balanza comercial (**)	–6,1	–10,1	–10,1	–9,1	–7,6	–11,3	–12,5	...
Tipo interbancario 3 meses (***)	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Pesos mexicanos respecto al dólar	10,9	10,9	10,8	10,7	10,4	10,4	12,7	13,2

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

(***) Porcentaje.

FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

rales unitarios que, tras un periodo de cierta relajación, tuvieron en agosto un fuerte repunte que sólo fue corregido en parte en el mes de septiembre, con un aumento del 7,1% interanual. Por su parte, la tasa de paro general de octubre disminuyó ligeramente hasta el 4,1% de la población activa, dentro de una tendencia de estabilidad de las estadísticas oficiales.

En el sector exterior, punto débil de la expansión de los últimos años, el déficit comercial siguió deteriorándose a pesar de la menor fuerza del consumo privado. Con la dependencia del petróleo de la economía mexicana, en un entorno de relajación de precios, la dirección para los próximos meses continúa siendo a la baja. El déficit comercial de los últimos

La inflación llega al 6,2% a pesar de la ralentización, pero el desempleo sigue cerca del 4%.

MÉXICO: UNA INFLACIÓN AMENAZANTE

Variación interanual del IPC



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

El petróleo, sumergido en una etapa de notable volatilidad, sigue a la baja.

doce meses hasta octubre volvió a incrementarse hasta los 12.495 millones de dólares. Excluyendo el petróleo, las exportaciones llevan cuatro meses estancadas mientras que las importaciones siguieron creciendo a buen ritmo, lo que eleva el déficit a los 68.539 millones de dólares, un 34,41% por encima del mismo periodo del año anterior.

Las materias primas siguen desfondándose

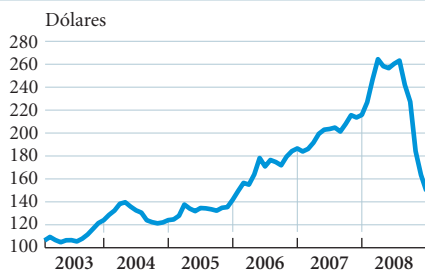
El petróleo ha vivido unas semanas de fuerte volatilidad. Entre el primero de di-

ciembre y el día 23 de ese mes, el oro negro arrancó de la zona de los 50 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes), se acercó a los 40 dólares, volvió a atacar la cota de los 50 dólares y, finalmente, se situó en los 40 dólares. Más allá de estos vaivenes, la tendencia de fondo que predominó siguió siendo, como en meses precedentes, bajista, de manera que en dicho periodo la cotización cayó un 23%.

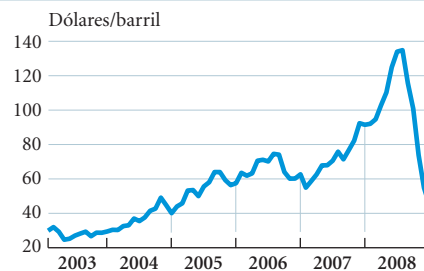
Esta evolución no deja de sorprender, toda vez que el día 18 de diciembre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), anunció el mayor recorte de producción de su historia. Así, a partir del

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

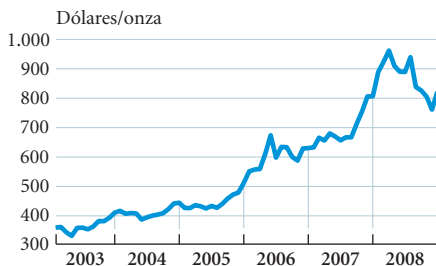
Índice «The Economist»



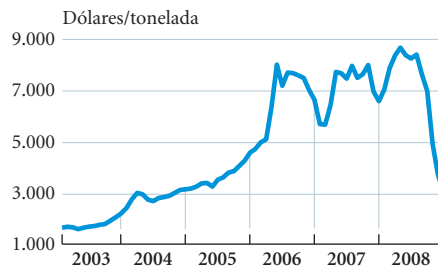
Petróleo Brent



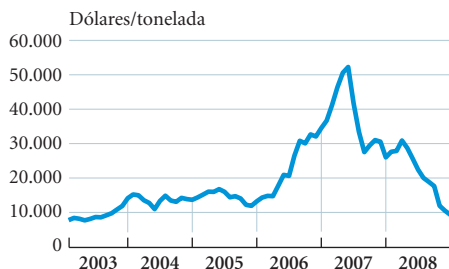
Oro



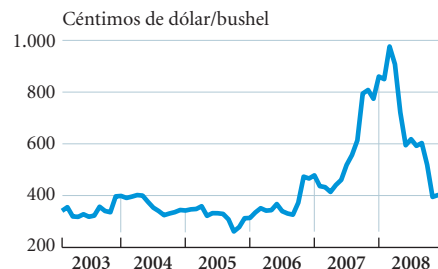
Cobre



Níquel



Trigo



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

primero de enero de 2009 el cártel ofertará 2,2 millones de barriles diarios menos de petróleo, una cifra equivalente a aproximadamente un 8% de su producción total. De ello puede derivarse que el factor de demanda esperado ha pesado más en el ánimo de los agentes de mercado. En ese sentido, cabe destacar que la Agencia Internacional de la Energía anunció que preveía la primera contracción de la demanda de petróleo registrada en 25 años.

Las restantes materias primas, en su conjunto, también siguieron una senda descendente, si bien de menor intensidad. Así, el indicador *The Economist* de materias primas retrocedió entre el 1 y el 18 de diciembre un 4%. Las mayores disminuciones de productos individuales los anotaron ciertos metales, como el cobre, que retrocedió un 20%, o el plomo, que lo hizo un 16%.

Notable corrección de los precios de ciertos metales.

UNIÓN EUROPEA

La eurozona se adentra en la recesión en el cuarto trimestre...

Zona del euro: la recesión se pone seria

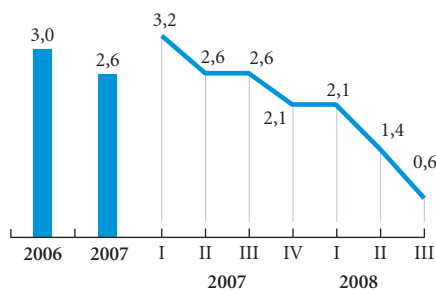
En el tercer trimestre de 2008, el producto interior bruto (PIB) de la eurozona se contrajo por segundo trimestre consecutivo.

tivo. Se entraba, por tanto, en una situación de recesión técnica. Los datos disponibles del cuarto trimestre tienden a validar que la recesión, lejos de remitir, se está intensificando. Todo ello conduce a pensar que la salida está todavía lejana, espe-

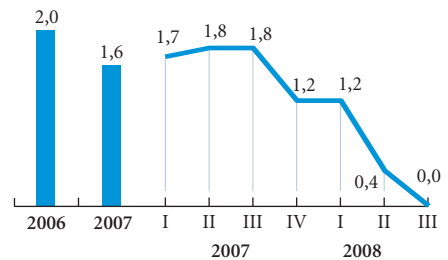
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

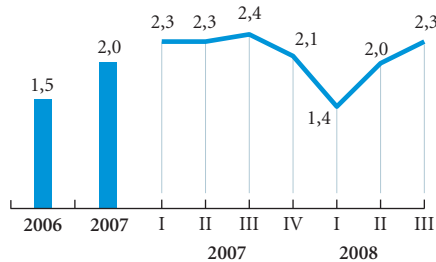
PIB



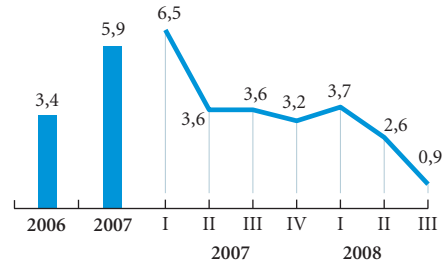
Consumo privado



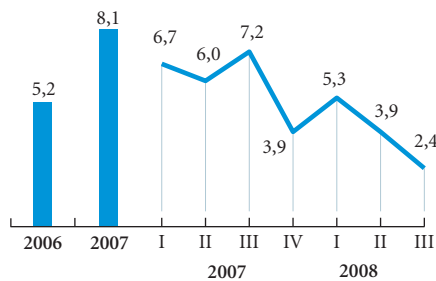
Consumo público



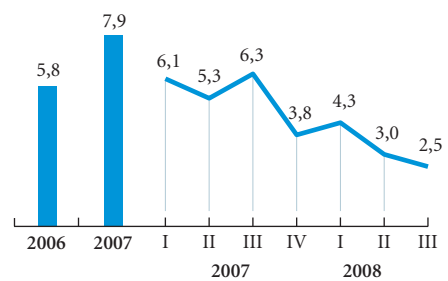
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007			2008		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	3,0	2,6	2,1	2,1	1,4	0,6	–	...
Ventas al por menor	1,5	0,9	–0,3	–0,2	–1,5	–1,5	–2,1	...
Confianza del consumidor (1)	–9,1	–4,9	–7,7	–11,9	–14,6	–19,3	–23,6	–25,1
Producción industrial	4,0	3,5	3,1	2,5	1,1	–1,6	–5,3	...
Sentimiento económico (1)	106,3	108,4	104,3	100,5	96,5	88,5	80,0	74,9
Tasa de paro (2)	8,3	7,4	7,3	7,2	7,4	7,5	7,7	...
Precios de consumo	2,2	2,1	2,9	3,4	3,6	3,8	3,2	2,1
Balanza comercial (3)	–10,4	20,1	34,3	23,5	11,5	–14,3	...	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	3,1	4,3	4,7	4,5	4,9	5,0	5,3	4,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,6	107,7	110,6	112,8	115,6	113,7	107,6	106,8

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.

cialmente si se atiende a los canales por los cuales está circulando la economía de la moneda única.

Así, la información de contabilidad nacional del tercer trimestre es útil para entender realmente dónde se está materializando la pérdida de actividad económica. En dicho periodo, el PIB de la eurozona retrocedió un 0,2% respecto al segundo trimestre. En tasa interanual, una cifra que aproxima mejor la tendencia de medio plazo, el crecimiento se desaceleró hasta el 0,6%, a comparar con el 1,4% interanual del trimestre anterior. Esta notable ralentización de la actividad en los últimos doce meses se ha debido a que tanto la demanda interna como la externa están empeorando a marchas forzadas.

Por lo que se refiere a la demanda interna, el componente que se ha ajustado en mayor medida es la formación bruta de capital fijo, que tras crecer un 2,6% interanual en el segundo trimestre, apenas alcanzó un avance del 0,9% en los meses de

julio a septiembre. El consumo privado, por su parte, aunque registró un crecimiento nulo en el tercer trimestre, venía de un moderado incremento del 0,4% interanual. Frente a esta evolución, contrasta la aceleración del consumo público, que alcanzó el 2,3% interanual, batiendo el 2,0% del trimestre anterior. La aportación de existencias tuvo una contribución nula a la variación del PIB. En su conjunto, la demanda interna creció a un ritmo del 0,6% interanual, la mitad del anotado en el trimestre anterior. El sector exterior también se ralentizó apreciablemente, ya que su contribución al crecimiento fue cero, debido a que aunque tanto exportaciones como importaciones se moderaron, las ventas al exterior lo hicieron en mayor medida.

En definitiva, el peor comportamiento exportador e inversor explica en gran medida en qué componentes se está cebando la crisis económica. El primer componente es tributario de un contexto exterior menos dinámico y de muchos meses con un

...debido al empeoramiento conjunto de demanda interna y externa.

La ralentización del crédito empresarial afecta a la inversión.

La inflación continúa a la baja.

tipo de cambio efectivo nominal apreciado. Aunque este segundo factor se ha corregido en septiembre y octubre, la demanda exterior seguirá yendo a la baja, con lo que no cabe esperar grandes mejoras en términos de aportación del sector exterior en el cuarto trimestre y en adelante.

En el ámbito de la inversión, una forma estilizada de entender lo que está sucediendo es recordar que ésta responde en gran medida a la demanda esperada y a las condiciones financieras. Dado que ni la demanda interna ni el sector exterior apuntan a un cambio hacia mayor actividad, el único alivio en el frente de la formación bruta de capital fijo podría venir de una clara mejora de las condiciones financieras.

A pesar de la agresiva bajada del tipo de interés de referencia por parte del Banco Central Europeo, el crédito a las empresas efectivamente concedido se ha ralentizado sustancialmente desde los máximos alcanzados a principios de 2008. Así, frente al incremento del crédito a las empresas no

financieras del primer trimestre del 2008 del 15,0% interanual, en el tercer trimestre éste se había desacelerado al 12,2%. Como sucede con la demanda esperada, las perspectivas inmediatas son a peor también en materia de crecimiento del crédito a las empresas.

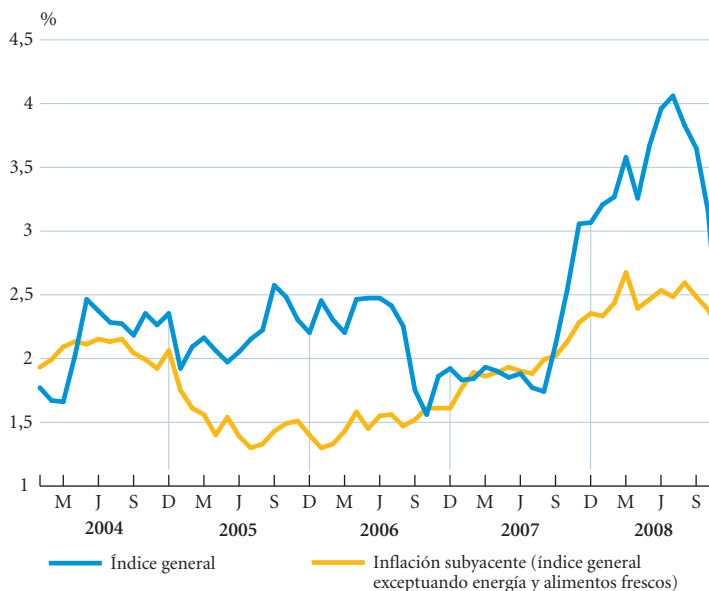
Además, en lo que llevamos de cuarto trimestre y a tenor de los indicadores disponibles, la situación del consumo privado ha empeorado. En octubre, las ventas al por menor cayeron un 2,1% interanual al tiempo que la confianza del consumidor se desplomaba hasta el nivel de los 25 puntos negativos. La situación tanto contemporánea como la inmediatamente posterior es, en definitiva, magra por lo que se refiere al gasto de las familias.

Los indicadores de oferta acaban de completar el panorama del cuarto trimestre. El más global de todos ellos, el de sentimiento económico, cayó en noviembre hasta el nivel de los 75 puntos, su peor registro desde que en 1995 comenzó a com-

El sentimiento económico, en mínimos desde 1995.

LA ENERGÍA Y LOS ALIMENTOS ALIVIAN LAS TENSIONES INFLACIONISTAS

Variación interanual del IPC



FUENTE: Eurostat.

pilarse la estadística. El sector industrial, tradicionalmente más cíclico, está acusando fuertemente la entrada en la recesión. En octubre la producción industrial se situaba en niveles un 5,3% inferiores a los de un año antes. El hundimiento de los pedidos industriales hasta noviembre sugiere que la tendencia para los meses venideros va a seguir siendo a la baja. El mal tono de la actividad se repite en el sector de la construcción y en los servicios, según se desprende de los indicadores de confianza respectivos.

El rápido deterioro de la economía está teniendo su impacto en el mercado laboral. Desde marzo, la tasa de paro ha empezado a deshacer el camino descendente recorrido en la fase álgida del ciclo, alcanzando el 7,7% de la población activa en octubre pasado. Suma, por tanto, un aumento de medio punto porcentual en poco más de medio año. En esta tesitura globalmente negativa, la inflación representa un alivio. En noviembre, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado se situó en el 2,1% interanual, lejos del máximo anual del 4,0% de julio pasado. La remisión de las tensiones de los componentes de energía y alimentos ha propiciado esta notable distensión inflacionista. Descontados estos componentes volátiles, la tasa resultante se situó en el 2,1% interanual.

La tregua inflacionista sitúa al crecimiento como el objetivo principal de la política económica en la eurozona. En este sentido cabe recordar que el Consejo Europeo decidió, el pasado 12 de diciembre, adoptar el paquete de estímulo fiscal propuesto anteriormente por la Comisión Europea. Se trata de una batería de medidas cuyo montante total asciende a unos 200.000 millones de euros, la mayoría de los cuales (unos 170.000 millones de euros) van a cargo de los presupuestos nacionales, mientras que los restantes 30.000 millones de euros provendrán del presupuesto comunitario. La parte comu-

nitaria del paquete se centra en ampliar la financiación del Banco Europeo de Inversiones destinada a las pymes y el apoyo a diferentes actuaciones en infraestructuras de transporte, energía y telecomunicaciones. Por lo que se refiere a las medidas nacionales, se deja la elección concreta en manos de cada estado, aunque se coordinan la tipología de las mismas (ayudas específicas a sectores como automoción y construcción, una combinación de mayor gasto público con reducción de impuestos y el impulso de distintas reformas estructurales pendientes).

Alemania: 2009, el peor año en décadas

La República Federal de Alemania puede estar a punto de entrar en uno de sus peores ejercicios económicos de su historia reciente. Aunque la incertidumbre sobre la evolución del PIB en 2009 es notoriamente elevada, últimamente se han hecho públicas las previsiones de los grandes institutos de análisis económico (conocidos como «los sabios») situándose en escenarios muy negativos. Por ejemplo, el Instituto IFO maneja una caída del PIB del 2,2% para 2009, seguida de un nuevo descenso del 0,2% en 2010. Cabe recordar que en ninguna de las crisis desde 1960 se alcanzó un desplome superior al 1% anual.

A pesar de que en el momento en que se conoció este escenario macroeconómico pareció un tanto extremo, pocos días después se filtró la noticia de que el Ministerio de Economía alemán maneja internamente previsiones de caída del PIB del orden del 3%. Ante este magro panorama se entiende por qué, a pesar de cierta renuencia por parte del ministro de economía, Peer Steinbrück, se especula que en enero el gobierno federal anunciará un nuevo paquete de estímulo económico que alcanzaría los 30.000 millones de euros, aproximadamente un 1,2% del

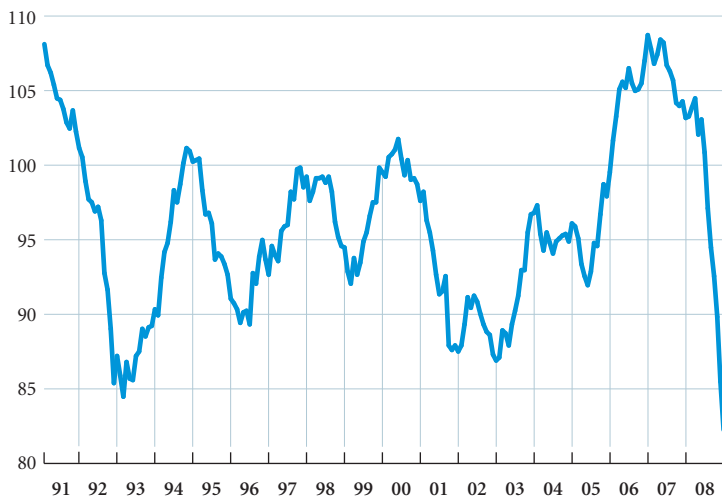
Negros augurios para el crecimiento alemán en 2009.

El indicador IFO, en mínimos desde 1991.

Se está planeando un nuevo paquete de estímulo económico.

ALEMANIA, EN SU PEOR MOMENTO ECONÓMICO DESDE LA REUNIFICACIÓN

Indicador IFO de actividad empresarial



FUENTE: Instituto IFO.

Consumo, inversión y exportaciones a la baja.

PIB. Este programa se sumaría a los decididos durante octubre y noviembre y cuyo montante se cifraba en unos 32.000 millones de euros.

¿Permiten avalar los últimos indicadores conocidos este negativo escenario? Aunque la situación actual dista del hundimiento de la actividad que subyace a las previsiones, las tendencias son abiertamente negativas. El indicador IFO, de actividad empresarial, que acostumbra a tomarse como reflejo del pulso económico general de Alemania, cayó en diciembre hasta el nivel de los 82,6 puntos, el peor registro desde que en 1991 comenzó a publicarse dicho indicador. Se trata de una manifestación del mal momento que alcanza la industria (la producción industrial se desplomó un 3,9% interanual en octubre), servicios y construcción.

El mal tono de la oferta tiene su correlato por el lado de la demanda. El pulso del consumo tiende a deprimirse al avanzar el cuarto trimestre, como atestigua el hecho de que las ventas al por menor caye-

ron un 0,8% interanual en octubre. Si además se toma en consideración que la confianza del consumidor se situó en noviembre en su mínimo desde julio de 2005 se infiere que el recorrido futuro inmediato es poco halagüeño. Todo ello a pesar de que la tasa de paro se mantenía todavía en una zona relativamente baja (7,5% en noviembre) y de la remisión de las tensiones inflacionistas (la inflación se emplazó en noviembre en el 1,4% interanual).

El hundimiento de la inversión, constatada, por ejemplo, en el descenso interanual de la producción industrial de bienes de equipo de cerca de un 5% en octubre, agrava la situación interna. Además, los problemas económicos germanos no se circunscriben a la demanda interna. En octubre, el superávit comercial, en saldo acumulado de doce meses, se situó en los 188,2 millones de euros, a comparar con los 190,7 millones de euros del mes anterior. Esta reducción del saldo comercial se debió al resultado combinado de una aceleración de las importaciones con una ralentización de las exportaciones.

La inflación tiende a moderarse.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007			2008		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	3,2	2,6	1,7	2,7	1,9	0,8	–	...
Ventas al por menor	0,3	–2,3	–3,5	–0,9	–0,2	0,5	–0,8	...
Producción industrial	6,0	5,9	5,0	5,0	3,0	–0,1	–3,9	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	105,4	106,2	103,9	104,0	102,2	95,0	90,2	85,8
Tasa de paro (**)	10,7	9,0	8,5	8,1	7,9	7,7	7,5	7,5
Precios de consumo	1,6	2,3	3,1	2,9	2,9	3,2	2,4	1,4
Balanza comercial (***)	151,3	181,5	195,1	199,1	201,3	194,6	188,2	...

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.

Francia: desplome en el cuarto trimestre

Así como Francia sorprendió positivamente en el tercer trimestre, al ser capaz de crecer un 0,1% intertrimestral, en el cuarto trimestre los indicadores disponibles apuntan a que la economía se habrá contraído. ¿En qué medida? Según las previsiones que maneja el Banco de Francia el descenso del PIB en los últimos tres meses de 2008 podría situarse en el 0,7%. Este abrupto desplome lo deriva el banco central galo de la mala evolución de la industria y también, aunque en menor medida, del empeoramiento de la actividad del sector terciario. Para mayor alarma, tanto los datos de las encuestas a gestores de empresa como la cartera de pedidos sugieren que la tendencia bajista se intensificará al avanzar 2009. Por el momento, la producción industrial de octubre batió las previsiones a la baja, cayendo un 7,2% interanual.

Desde la perspectiva de la demanda, el grueso del ajuste económico se está materializando en el enfriamiento del gasto de los hogares. Diversos indicadores señalan

un inicio de cuarto trimestre a la baja. Así, el consumo de los hogares creció en noviembre un mínimo 0,7% interanual, inferior incluso al débil 0,9% del tercer trimestre, al tiempo que la confianza del consumidor se mantenía en niveles del orden de los 30 puntos negativos en octubre y noviembre. Similar senda muestra la producción industrial de bienes de equipo (cuyo crecimiento interanual nulo en octubre empeora el avance del 0,3% del tercer trimestre), un indicador que aproxima el pulso de la inversión.

En este contexto de debilidad interna no cabe esperar ningún alivio por parte de la demanda externa, ya que en los doce meses que finalizan en octubre el déficit comercial se amplió hasta los 55.600 millones de euros, a comparar con el déficit de 52.300 millones de euros de septiembre. Los otros desequilibrios esenciales de la economía (precios y paro) ofrecieron resultados contrapuestos, ya que mientras la inflación se desaceleraba hasta el 1,6% interanual en noviembre (2,7% en octubre), la tasa de paro repuntaba hasta el 8,2% en octubre, dos décimas porcentuales por encima del registro de septiembre.

Se espera una contracción del PIB francés en el cuarto trimestre.

Tanto la demanda interna como la externa están flojeando.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	2,4	2,1	2,2	2,0	1,2	0,6	–	...
Consumo de los hogares	3,3	4,4	3,8	2,4	1,5	0,9	0,7	...
Producción industrial	0,9	1,4	2,5	1,6	–0,4	–2,4	–7,2	...
Tasa de paro (*)	9,2	8,3	7,9	7,7	7,7	8,0	8,2	...
Precios de consumo	1,7	1,5	2,3	2,9	3,3	3,3	2,7	1,6
Balanza comercial (**)	–27,4	–33,0	–38,1	–41,3	–45,1	–50,3	–55,6	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El plan de estímulo económico paliará sólo parcialmente la caída de la actividad.

En este marco tan adverso, el plan gubernamental de estímulo fiscal adoptado a principios de diciembre, que asciende al equivalente a un 1,3% del PIB, va a tener un alcance apenas paliativo. Según ciertas estimaciones, el efecto de la batería de medidas (centradas fundamentalmente en impulsar la inversión), va a ser, en términos de crecimiento adicional, del orden de un 0,6%, insuficiente para evitar el retroceso del PIB en 2009.

tertrimestral, lo que sumado al descenso del 0,4% del segundo trimestre la posiciona en situación de recesión técnica. En tasa interanual, el PIB cayó un 0,9% interanual, empeorando el retroceso del 0,2% del trimestre anterior. En una tónica similar a la verificada en la eurozona en su conjunto, inversión y exportaciones son los componentes cuyo descenso interanual ha lastrado el crecimiento italiano.

Concretamente, en el tercer trimestre la formación bruta de capital fijo cayó un 1,9% interanual (contracción del 0,1% interanual en el segundo trimestre), mientras el consumo privado lo hacía un 0,6% (sin cambio respecto al trimestre prece-

Italia: entrando en la recesión

El PIB de Italia retrocede un 0,5% en el tercer trimestre.

En el tercer trimestre de 2008 la economía transalpina retrocedió un 0,5% in-

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	1,9	1,4	0,1	0,4	–0,2	–0,9	–	...
Ventas al por menor	1,2	0,5	0,5	0,9	–1,7	0,5	...	...
Producción industrial	2,5	–0,1	–2,9	–1,4	–1,6	–4,2	–6,1	...
Tasa de paro (*)	6,8	6,2	6,3	6,6	6,8	...	–	...
Precios de consumo	2,1	1,8	2,4	3,1	3,6	4,0	3,5	2,7
Balanza comercial (**)	–17,6	–13,7	–8,9	–9,1	–8,6	–10,4	–12,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

dente) y el consumo público anotaba un avance del 1,1% interanual (en línea con el aumento del 1,3% de los tres meses anteriores). Por su parte las exportaciones caían un 3,1% interanual, lejos del aumento del 1,1% del segundo trimestre, y las importaciones descendían un 3,4% (a comparar con el retroceso del 1,7% del segundo trimestre).

Los escasos indicadores disponibles del cuarto trimestre apuntan a la continuidad de dichas tendencias bajistas si bien con mayor intensidad. Desde la dimensión de la demanda, cabe destacar la caída de la confianza del consumidor, que en octubre y noviembre descendió 3,5 puntos, situándose en niveles negativos de 26 puntos. Cabe mencionar que el componente de situación presente está en la zona de los 70 puntos negativos, un resultado extraordinario que sugiere una percepción extremadamente pesimista por parte de los consumidores italianos. Por el lado de la oferta, y por señalar un único indicador significativo, el desplome de la producción industrial (6,1% interanual) revela el agravamiento de la situación cíclica de la economía. La desaceleración del IPC

hasta el 2,7% interanual en noviembre, frente al 3,5% anterior, pasa prácticamente inadvertida en un mar de malos datos macroeconómicos.

Reino Unido: el consumo hace aguas

La coyuntura económica se está deteriorando abruptamente en el cuarto trimestre, consolidando la expectativa de que el Reino Unido sufrirá la peor recesión entre las grandes economías de la Unión Europea. El retroceso de la confianza del consumidor, de más de cuatro puntos en octubre y noviembre, la profunda contracción de las matriculaciones de automóviles (cercana al 40% interanual en noviembre) y la desaceleración de las ventas al por menor (crecimiento del 2% interanual en octubre), confirma que el pulmón de la economía, el consumo, está respirando con dificultad. Se trata de una situación preocupante, toda vez que uno de sus fundamentos, el de la situación laboral, aún resiste relativamente bien. Así, en el segundo trimestre todavía se creaba ocupación al tiempo que la tasa de paro, en el 3% en octubre, es reducida.

En el tramo final de 2008, la debilidad se intensifica.

Notable empeoramiento en los últimos meses de 2008 en Reino Unido.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	2,8	3,0	2,9	2,3	1,5	0,3	-	...
Ventas al por menor	3,2	4,4	3,8	5,4	4,4	2,3	2,0	...
Producción industrial	0,7	0,4	1,0	0,6	-1,2	-2,5	-5,2	...
Tasa de paro (*)	2,9	2,7	2,5	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3
Precios de consumo	2,3	2,3	2,1	2,4	3,3	4,9	4,5	4,1
Balanza comercial (**)	-72,5	-83,2	-88,4	-90,9	-93,2	-94,6	-94,0	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,3	6,3	6,0	6,0	5,9	6,3	5,8
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	98,0	103,9	102,2	97,6	92,6	92,8	89,4	85,4

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.

La inflación empieza a abandonar los elevados niveles de meses anteriores.

La tónica inversora no es mejor. El grado de utilización de la capacidad productiva descendió por debajo del 80% en el cuarto trimestre, una situación que no se vivía desde el cuarto trimestre de 2005. También es alarmante la evolución de la demanda externa. A pesar de la depreciación de la libra esterlina, divisa cuyo cambio efectivo nominal ha perdido más de un 15% de su valor en el último año, el déficit comercial apenas se corrige. Estas dificultades exteriores explican en parte el mal tono de la industria. En octubre, la producción industrial cayó más de un 5% interanual, agravando el descenso interanual del 2,9% de septiembre.

La única nota optimista del mes la aporta la inflación. Tras alcanzar en septiembre cotas preocupantes, superiores al 5,2% interanual, en noviembre el IPC se moderaba hasta el 4,1% interanual, aliviando notablemente la preocupación que un escenario estanflacionista (recesión con inflación) generaba. Aunque los niveles actuales todavía doblan el objetivo de inflación del Banco de Inglaterra del 2%, las previsiones apuntan a que en pocos meses la situación puede estar reconducida.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Los bancos centrales encaran nuevos desafíos

En las últimas semanas, los bancos centrales han seguido la tendencia de recortar los tipos de interés de referencia, con escasas excepciones. La Reserva Federal, incluso, hasta el punto de acercarse al límite del 0%, a la vista del panorama de recesión y las perspectivas de deflación. Cabe preguntarse si cuando un banco central recorta su tipo de interés hasta el 0% ya no tiene más armas para luchar contra esta situación. La respuesta es que todavía pueden seguirse aplicando acciones de estímulo de la economía, como lo demuestra el episodio de Japón en los

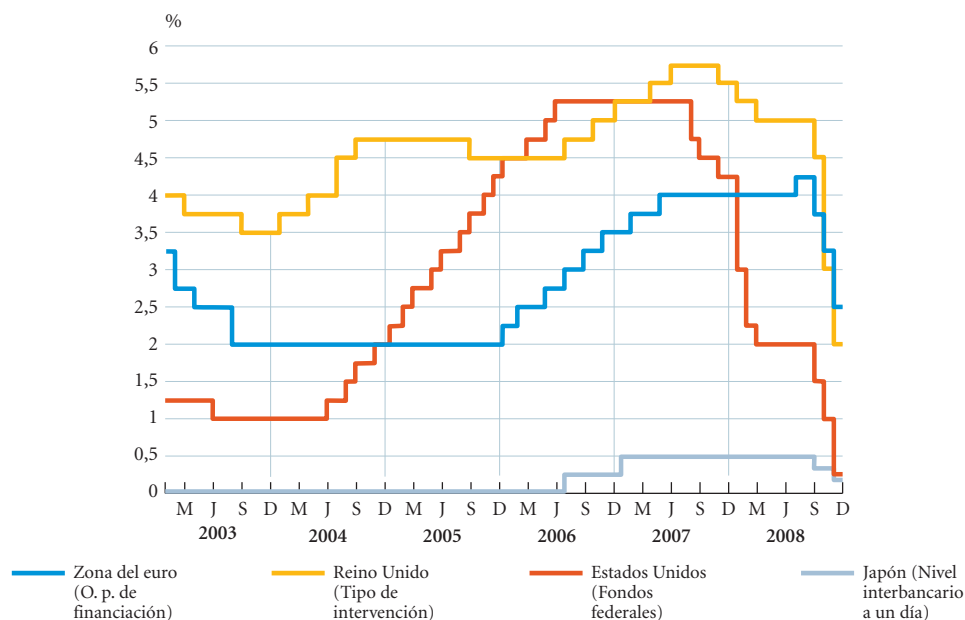
años noventa, la única experiencia de este tipo en los tiempos contemporáneos. Por este motivo, los bancos centrales están desempolvando con urgencia los manuales de ampliación de las medidas de expansión de la base monetaria, para seguir inyectando liquidez, en lo que se ha dado en llamar ahora «expansión cuantitativa». Es decir, pasar de determinar los tipos de interés a establecer un objetivo de crecimiento de las reservas de los bancos en el banco emisor.

Así, podemos considerar que hay tres fases en la conducción de la política monetaria de los bancos centrales cuando debe inyectarse liquidez en el sistema. La pri-

Los bancos centrales tienen instrumentos para seguir inyectando dinero en la economía incluso cuando el tipo de interés llega al 0%...

ALCANZANDO EL LÍMITE INFERIOR

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTES: Bancos centrales.

...estableciendo objetivos cuantitativos de expansión de las reservas bancarias.

mera y más habitual es rebajar el tipo de interés oficial. Cuando se ha alcanzado el 0% y el banco central se obliga a mantenerlo durante un largo periodo de tiempo, se inicia la segunda fase. En ésta se empieza a aplicar una política de expansión cuantitativa que consiste en la compra por parte del banco central de deuda pública con el fin de seguir inyectando liquidez en el sistema financiero. La última fase sería ampliar los activos admitidos por parte de éste para inyectar liquidez, como por ejemplo bonos de renta fija privada u otros tipos de activos, para seguir influyendo en las expectativas de una recuperación económica y facilitando una mayor velocidad en los ajustes en el sistema financiero. En este caso el banco central cambia el perfil de riesgo de los activos de su balance.

La Reserva Federal baja el tipo de interés oficial al rango entre 0% y 0,25%.

La Reserva Federal ha superado ya la primera fase. En su reunión del 16 de diciembre recortó el tipo de interés oficial en 75 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) hasta dejarlo en el 0,25%, mínimo que no se veía desde la creación del banco central de los Estados Unidos en 1914. Estrictamente el banco emisor en su comunicado especificaba que el tipo de interés oficial se moverá en un rango de entre el 0% y el 0,25%.

En su comunicado, los miembros del comité de mercado abierto de la Fed han citado como preocupantes el fuerte deterioro del mercado laboral y la desaceleración de la producción industrial, el consumo y la inversión. Además, reconocen la gravedad de esta recesión por el factor añadido de la restricción crediticia en los mercados de capitales. Adicionalmente, la Fed admite que las presiones inflacionistas, que eran una de las preocupaciones a lo largo de este año, han cedido de forma apreciable e incluso esperan que se mantenga esta tendencia debido a la fuerte caída de los precios de las materias primas.

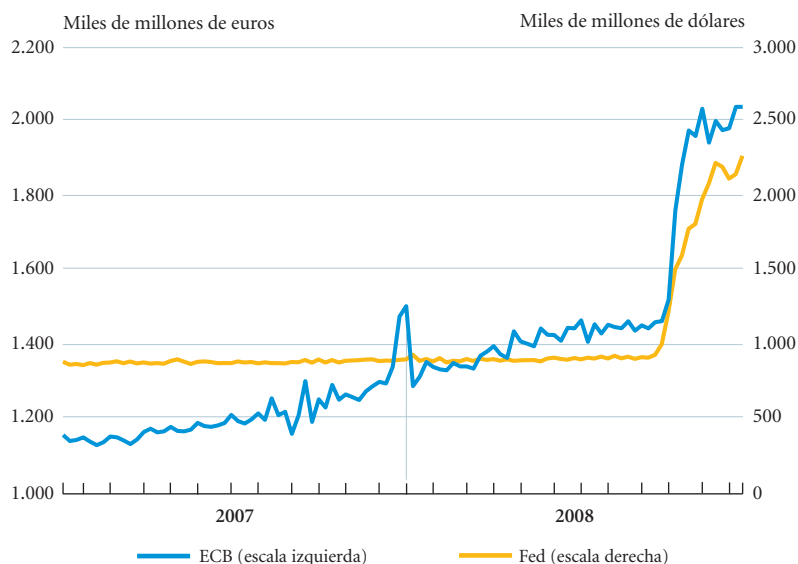
La Fed decide seguir comprando bonos con respaldo hipotecario y se plantea la posibilidad de adquirir deuda pública.

Además, la Fed aprovechó su comunicado para dar tres importantes mensajes sobre la futura dirección de su política monetaria. El primero es que utilizará todos los medios a su alcance para que la economía norteamericana retorne a una senda de crecimiento estable. El segundo, que las excepcionales condiciones actuales exigirán el mantenimiento de un tipo de interés oficial tan bajo como el actual durante un largo periodo de tiempo. Y, finalmente, que durante los próximos trimestres el banco central adquirirá grandes cantidades de deuda de agencias y bonos cuyo colateral sean activos hipotecarios para dar soporte al mercado hipotecario y al sector de la construcción.

Por otra parte, añade que el Comité está estudiando los beneficios de empezar una política de compra de deuda pública a largo plazo. Y deja abierta la posibilidad de seguir nuevas vías para utilizar su balance con el doble objetivo de apoyar los mercados de capitales y la actividad económica. En términos de las tres fases explicadas más arriba sobre la conducción de la política monetaria para inyectar liquidez, se produce la paradoja que la Fed ha ido directamente a la tercera, es decir, la aceptación de activos no convencionales para otorgar liquidez, y está estudiando la segunda fase, es decir, la adquisición de deuda pública a largo plazo. Pero, en definitiva, el banco central de Estados Unidos ya ha reconocido públicamente una política que empezó a aplicar hace muchos meses de inyección masiva de liquidez utilizando su balance.

En el gráfico siguiente puede comprobarse esta fuerte expansión que ha hecho crecer el activo del balance de la Fed de un billón de dólares en septiembre de 2008 hasta alcanzar los 2,2 billones a finales de diciembre. Un incremento brutal que en menos de un trimestre duplica el balance del banco central de Estados Unidos. En

TOTAL DE ACTIVOS DEL BALANCE DEL BANCO CENTRAL EUROPEO Y DE LA RESERVA FEDERAL



FUENTES: Bancos centrales.

el mismo gráfico puede observarse que también el Banco Central Europeo (BCE) ha inyectado masivas dosis de liquidez, reflejadas en el aumento del activo en su balance.

Precisamente, el BCE en su reunión del 4 de diciembre decidió recortar el tipo de interés de referencia 75 puntos básicos hasta dejarlo en el 2,50%. El gobernador Jean-Claude Trichet hizo públicas las estimaciones del banco emisor respecto al crecimiento para el próximo año de la eurozona, esperando que sea negativo por primera vez desde 1993. Pero las revisiones a la baja de las previsiones del banco emisor sobre la inflación para la eurozona le permite tener menos restricciones para seguir bajando el tipo de interés oficial.

El BCE está preocupado por el impacto de la crisis financiera sobre la economía real, que se pone de manifiesto con la desaceleración de la concesión de crédito a residentes de la eurozona. Si en enero de

este año esta variable crecía a una tasa interanual del 11,1%, el último dato del mes de octubre muestra un crecimiento del 7,8%. Y aunque el BCE apoya los planes de gasto fiscal para contrarrestar la severidad de la desaceleración económica, recuerda a los países miembros de la Unión Europea la necesidad de mantener la disciplina fiscal a medio y largo plazo. Por lo tanto, sigue considerando el Pacto de Estabilidad y Crecimiento como una herramienta esencial. Finalmente el BCE incide en la necesidad de realizar cambios estructurales para reforzar la flexibilidad de la economía con el objetivo de que pueda absorber con más facilidad *shocks* negativos como el que se está experimentando actualmente.

El mismo día que el BCE recortaba los tipos de interés, el Banco de Inglaterra bajaba en 100 puntos básicos el tipo de interés oficial hasta el nivel del 2%, el más bajo desde 1951. El motivo es el fuerte deterioro de la economía británica, que está sorprendiendo a los miembros del Comi-

Los bancos centrales de la eurozona y Estados Unidos utilizan sus balances para inyectar liquidez.

té de Política Monetaria del banco central del Reino Unido. El mismo movimiento a la baja siguieron los bancos centrales de Suecia y Dinamarca.

Otra sorpresa en la actuación de los bancos centrales fue el recorte que aplicó el Banco de Japón al tipo de interés oficial. Japón tenía el tipo de interés oficial en el 0,30%, pero el 19 de diciembre el banco emisor decidió bajarlo hasta el 0,10% y anunciar que ampliará la compra de deuda pública para inyectar liquidez en la economía nipona.

Se agudiza la caída de la rentabilidad de la deuda pública

La tendencia de bajada de los tipos directores de los bancos centrales está afectando a los mercados interbancarios ayudándolos a destensionarse. En definitiva, el fuerte aumento de la liquidez está rebajando el precio de los fondos que los bancos se prestan entre sí. Pero no sólo el aumento de la liquidez sino todas las medidas que están tomando los bancos centrales y gobiernos, incluso las más heterodoxas, han disminuido la fuerte aver-

El recorte de tipos oficiales, la mayor información sobre las pérdidas bancarias y las recapitalizaciones bancarias han impulsado la mejora en el mercado interbancario.

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									
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	3,25	3,85	3,95	1,00	2,22	0,93	3,00	3,91	1,23
Diciembre (1)	2,50	3,08	3,26	0,25	1,50	0,10	2,00	2,98	0,75

NOTAS: (1) Día 19.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 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%), 4-12-08 (2,50%).

(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%), 16-12-08 (0%-0,25%).

(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%), 04-12-08 (2,0%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

sión al riesgo que mostraba el mercado interbancario alrededor de septiembre. Además, la mayor transparencia en cuanto a la publicación de pérdidas bancarias, las recapitalizaciones bancarias, tanto públicas como privadas, y el activismo demostrado por los gobiernos han sido factores adicionales para que se mantenga la tendencia iniciada en octubre de rebaja de los tipos de interés en el interbancario. Este proceso permite afirmar que llevamos varios meses de mejora continuada.

Así, por ejemplo, en la zona euro el euríbor a tres meses el 19 de diciembre cotizaba un 3,08% una disminución de 77 puntos básicos con relación a finales de noviembre. Pero quizás el cambio más significativo ha sido la fuerte caída del tipo de interés euríbor a 12 meses, que tras haber perforado con seguridad el nivel psicológico del 4%, cotiza a mediados de diciembre en el 3,26%. En Estados Unidos, los niveles alcanzados son espec-

taculares e históricos. Aun cuando la situación no se ha normalizado en el mercado interbancario de ninguna área, los bancos norteamericanos están dispuestos a prestarse el dinero a tres meses exigiendo una rentabilidad de tan sólo un 1,5%. Japón no ha estado al margen, pues ha vuelto a niveles del 0,10% en el tres meses interbancario. El recorte en el mercado inglés también ha sido sustancial. Mientras que los bancos del Reino Unido en el mes de septiembre se prestaban dinero a tres meses exigiendo una rentabilidad del 6,3%, ahora se puede conseguir la misma cantidad de dinero al mismo plazo, abonando una rentabilidad de tan sólo 2,98%, es decir menos de la mitad del tipo de interés que tenían que pagar hace tan sólo tres meses. Estos datos demuestran que los bancos centrales han tenido éxito en su objetivo de abaratar el coste de captación de capital en el mercado interbancario por parte de las entidades de crédito.

La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo cae a niveles mínimos.

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								
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	3,26	3,68	3,89	4,46	2,92	1,40	3,77	2,28
Diciembre (*)	2,99	3,46	3,83	4,33	2,07	1,24	3,19	2,15

NOTA: (*) Día 19.

FUENTE: Bloomberg.

La deuda pública española rinde por debajo del 4%.

En el caso de la deuda pública a largo plazo, el recorte de los tipos de interés oficiales ha impulsado el aumento del precio de los bonos y la intensa caída de rentabilidades ofrecidas por éstos. Adicionalmente, en el caso de Estados Unidos el anuncio del estudio por parte de la Fed de la adquisición de deuda pública a largo plazo ha hundido la rentabilidad ofrecida por los bonos estadounidenses. Los inversores están dispuestos a comprar deuda pública con vencimiento a 10 años que les ofrece tan sólo una rentabilidad del 2,07% anual. Un nivel que no está muy alejado del que ofrece la deuda pública a largo plazo alemana que, si bien ofrece una rentabilidad mayor, ésta es de sólo un 2,99%.

También en el resto de la eurozona se ha producido una rebaja intensa de los tipos de interés de la deuda pública. Por ejem-

plo, en el caso de España, un bono emitido por el Estado con vencimiento a 10 años cotiza ahora al 3,83%. La rentabilidad de casi un 5% ofrecida por los bonos españoles en el mes de junio ha bajado por el excepcional deterioro de la situación económica. Sin embargo, todos los factores apuntan a que esta situación de bajos tipos de interés en la deuda pública se va a mantener durante los próximos meses.

Fuerte aumento de la volatilidad en el mercado de divisas

El recorte del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal ha impulsado una fuerte depreciación del dólar. En general, una intensa bajada de los tipos de interés en un país suele conllevar el riesgo de depreciación de la divisa del mismo. Una re-

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

19-12-2008

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	89,3	-7,2	-25,1	-27,0
Libra esterlina	0,669	-0,1	32,7	33,6
Franco suizo	1,103	-10,1	-2,8	-4,8
Dólar canadiense	1,228	-2,2	18,7	18,3
Peso mexicano	13,162	-2,7	17,2	17,6
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,398	11,9	-4,2	-2,8
Yen japonés	124,8	4,4	-23,5	-23,5
Franco suizo	1,541	1,6	-6,8	-7,3
Libra esterlina	0,934	11,8	27,1	29,7
Corona sueca	10,950	6,9	16,0	15,8
Corona danesa	7,451	0,0	-0,1	-0,2
Zloty polaco	4,082	7,2	13,5	12,9
Corona checa	26,34	2,4	-0,8	0,2
Forint húngaro	264,5	-2,7	4,6	4,0

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

FUENTE: Bloomberg.

baja tan intensa del tipo de interés oficial hasta alcanzar el 0% hace menos atractiva la adquisición de activos de renta fija del país que ofrece una rentabilidad muy baja. Por este motivo, los inversores internacionales tienen menos interés en comprar estos activos y, por lo tanto, hay una menor demanda de la divisa en la que están emitidos estos valores financieros. Por otra parte, los tipos de interés al 0% indican una grave situación de dificultad. En este entorno, los inversores extranjeros no comprarán dólares para adquirir renta variable, pues es previsible un deterioro de los beneficios que presentarán las empresas en los próximos trimestres.

Finalmente, esta inyección masiva de dólares por parte del banco central elimina la escasez de la divisa experimentada por el resto de bancos del mundo. Todos estos motivos han hecho caer al dólar, que se ha depreciado un 11,9% con respecto al euro en el último mes, mientras que en el mismo periodo se ha depreciado un 7,2% contra el yen japonés, como puede verse en la tabla anterior. Así, se ha roto el rango en el que cotizaba el euro-dólar de entre 1,25 y 1,30 que se mantenía desde finales de octubre. La moneda estadounidense también se ha depreciado con respecto al dólar canadiense y al peso mexicano, en ambos casos alrededor del 2,5% en el mismo período, y en cambio ha resistido bien con respecto a la libra esterlina.

Sin embargo, la libra esterlina se ha depreciado con intensidad contra el resto de divisas cuando los inversores han reducido las tenencias de activos emitidos en libras esterlinas. En concreto ésta se ha depreciado un 11,8% con respecto al euro en tan sólo un mes. El 19 de diciembre un euro compraba 0,934 libras esterlinas, nivel de máximo histórico, jamás alcanzado desde el nacimiento de la divisa única. El fuerte deterioro de la economía inglesa y

las perspectivas de bajadas más intensas y rápidas por parte del Banco de Inglaterra en comparación con el BCE explican el proceso descrito.

Respiro en las bolsas en el mes de diciembre

Tras las fuertes caídas de las bolsas de todo el mundo en los meses de octubre y noviembre, el mes de diciembre ha supuesto un agradable respiro. En consonancia con las mejoras en los mercados interbancarios y la menor cantidad de noticias negativas en comparación con los dos meses anteriores, la renta variable en la mayoría de las plazas de los países desarrollados ha tenido alzas que en algunos casos han sido considerables.

Un ejemplo ha sido la bolsa de los valores tecnológicos en Estados Unidos, Nasdaq, que presenta una variación mensual hasta el 19 de diciembre del 12%. Incluso la bolsa de Tokio, tras conocerse la entrada en recesión del país y la noticia de que la previsión oficial del gobierno del crecimiento del año que viene es negativa, ha logrado defenderse con una moderada subida del 3,8% en variación mensual. El selectivo español, IBEX 35 con un alza del 11,3% mensual ha sido una de las grandes destacadas indicando los inversores que quizá se habría sobrerreaccionado vendiendo las acciones de las compañías españolas.

No sólo ha sido la ligera mejora experimentada por parte del resto de mercados financieros sino además el haber abandonado el pánico vivido durante los meses anteriores. Es evidente que el año 2008 ha sido muy complicado para los inversores en renta variable. Caídas acumuladas desde el inicio del año de incluso más de un 50% como por ejemplo de los índices de las bolsas de Amsterdam y Milán indican

El dólar y la libra esterlina se deprecian de forma intensa contra el resto de divisas.

Tras dos meses consecutivos de fuertes caídas, en diciembre se produce una ligera subida en el mercado de renta variable.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

19-12-2008

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	8.605,0	7,6	-35,1	-34,8
<i>Standard & Poor's</i>	885,3	9,8	-39,7	-39,1
<i>Nasdaq</i>	1.552,4	12,0	-41,5	-40,3
Tokio				
	8.588,5	3,8	-43,9	-42,9
Londres				
	4.214,7	5,2	-34,7	-32,9
Zona del euro				
	2.422,7	5,5	-44,9	-43,7
<i>Francfort</i>	4.703,3	8,0	-41,7	-40,0
<i>París</i>	3.177,8	2,9	-43,4	-42,2
<i>Amsterdam</i>	246,8	3,6	-52,2	-50,9
<i>Milán</i>	19.221,0	-1,6	-50,1	-49,4
<i>Madrid</i>	9.136,4	11,3	-39,8	-39,8
Zurich				
	5.443,2	-1,5	-35,8	-35,2
Hong Kong				
	15.127,5	18,0	-45,6	-44,0
Buenos Aires				
	1.116,4	20,6	-48,1	-47,6
São Paulo				
	39.536,3	18,4	-38,1	-35,9

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.

Durante el año 2008 se han evaporado 29 billones de dólares en términos de valoración de las empresas que cotizan en bolsa en todo el mundo.

el fuerte ajuste de valoración vivido en el mercado de renta variable.

Es importante poner de relieve la masiva evaporación de riqueza vivida en las bolsas mundiales. Para ello es útil el concepto de capitalización bursátil, es decir, el valor en bolsa de las compañías, obtenido al multiplicar el número de acciones de cada empresa por su precio para así alcanzar el valor otorgado por el mercado. Si se realiza el cálculo el 1 de enero de 2008 para todas las empresas del mundo

que cotizan en bolsas oficiales se alcanza la cifra de 60,8 billones de dólares. En cambio, si se calcula a 19 de diciembre el valor de todas las compañías era de sólo 31,8 billones de dólares. Dicho de otro modo, el valor de todas las empresas que cotizan en el mundo se ha reducido durante el año 2008 casi un 50%. La desaparición de 29 billones de dólares es como si hubiera desaparecido la riqueza generada durante todo un año en Estados Unidos, la eurozona y Japón.

El mundo está apalancado, ¿cómo se desapalancará?

Después de años de fuerte crecimiento del endeudamiento en la mayor parte de las economías avanzadas, se ha iniciado un proceso de corrección de esta tendencia. En ningún lugar es más evidente que en Estados Unidos: allí, la deuda de las familias cayó en términos nominales en el tercer trimestre de 2008 por primera vez desde al menos 1952, primer año para el que existen datos. El sector financiero fue el primero en comenzar este proceso de «desapalancamiento», obligado por unas pérdidas que han deteriorado su nivel de capitalización y por el cierre de los mercados de financiación internacionales. Después, familias y empresas no financieras se han contagiado de esta dinámica: algunas, forzadas por la dificultad de acceso al crédito; otras, porque ante la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas prefieren ahorrar.

Desde el inicio de la crisis *subprime*, el sector financiero internacional ha reconocido pérdidas por más de 1 billón de dólares. Para contrarrestar su impacto sobre los ratios de solvencia (en otras palabras, el nivel de capitalización) las entidades que no han quebrado han seguido dos estrategias: por una parte, han atraído nuevo capital (en un principio de inversores privados; más tarde, en muchos casos, capital público); y simultáneamente, han comenzado a limitar el crecimiento o incluso a reducir la cantidad de activos en su balance, especialmente de aquellos más arriesgados con tal de reducir posibles pérdidas futuras (o reducir el capital regulatorio exigido). Ello ha contribuido a limitar la oferta de crédito a empresas y hogares.

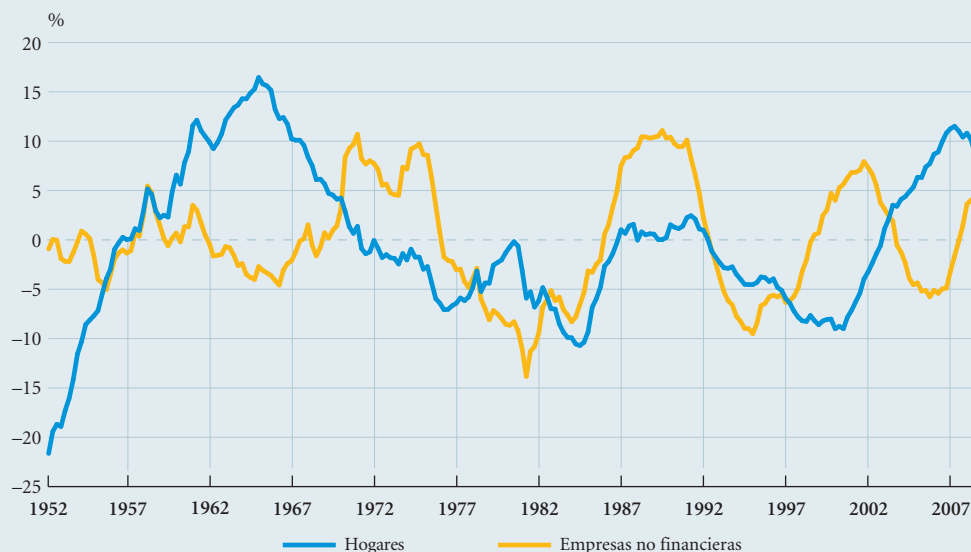
Las instituciones financieras también se han visto forzadas a reducir su apalancamiento por una razón muy simple: la incertidumbre acerca de su solvencia y la agudización de la aversión al riesgo ha secado los mercados de capitales donde se financiaban. Este efecto ha sido especialmente pronunciado para las entidades que utilizaban vehículos fuera de balance altamente apalancados (los ya famosos *Special Investment Vehicles*) para invertir en activos de alto riesgo o para instituciones poco o nada reguladas, como los *hedge funds*, que utilizaban el apalancamiento para multiplicar su rentabilidad.

Un desapalancamiento desordenado o abrupto puede ser muy pernicioso y ello justifica los planes de inyección de liquidez y de recapitalización orquestados por los gobiernos y los bancos centrales. La venta precipitada de activos empuja los precios a la baja, lo que deteriora los balances del sistema financiero en su conjunto y genera una espiral bajista de pérdidas de capital, ventas forzadas de activos, y caídas de precios de estos activos. Si no se ataja a tiempo, esta espiral puede desembocar en un *credit crunch*, una limitación generalizada de la oferta de crédito. Precisamente, la dificultad de acceso al crédito de hogares y empresas, junto a un aumento general de la incertidumbre, se han convertido en catalizadores del proceso de desapalancamiento fuera del sector financiero en los últimos meses de 2008.

Los hogares, por un lado, han acelerado la reducción del nivel de deuda a resultas de la mayor incertidumbre generada, en parte, por la creciente tasa de paro. La reducción de su riqueza, especialmente afectada por la caída del precio de la vivienda, también ha favorecido una mayor preferencia por el ahorro. Por otro lado, la mayor incertidumbre también ha afectado a las empresas no financieras, que han reducido la inversión y han aumentado la liquidez de sus balances. Además, algunas se habían endeudado para adquirir otras compañías utilizando el activo adquirido como garantía del crédito. La caída del valor de estas adquisiciones ha precipitado el desapalancamiento cuando las empresas endeudadas no han podido aportar garantías adicionales para sus créditos o responder a los vencimientos.

LA DEUDA DE LAS EMPRESAS Y LOS HOGARES ESTÁ MUY POR ENCIMA DE LA TENDENCIA A LARGO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS

Desviación de la ratio deuda sobre el PIB % respecto a la tendencia



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

El proceso de reducción de deuda de hogares y empresas ocasionará que tanto el consumo como la inversión registren en 2009 tasas de crecimiento negativas en la mayor parte de economías avanzadas, incluido en Estados Unidos y las mayores economías de la zona euro. La magnitud de este efecto, sin embargo, dependerá de la efectividad de los planes de estímulo fiscal anunciados en las últimas semanas, que persiguen reactivar la actividad económica, preservar el empleo y, de esta manera, suavizar el proceso de desapalancamiento del conjunto de los agentes económicos. La efectividad de las medidas tomadas por los distintos bancos centrales también es fundamental. De ellas depende la reactivación de la actividad crediticia y, sobre todo, que no se dé un proceso deflacionario. Una deflación sería especialmente peligrosa, ya que aumentaría el nivel de deuda en términos reales, lo que forzaría una mayor contracción del consumo y la inversión. De todas formas, la expansión monetaria que han iniciado la Fed y el BCE (ver recuadro Recesión pero no depresión) debería ser suficiente para que la inflación repunte en la segunda mitad del 2009.

El año que comienza estará marcado por el desapalancamiento del sector privado. Su impacto sobre la actividad económica dependerá de la velocidad de este ajuste, que estará influida por el activismo de las políticas monetarias y la capacidad amortiguadora de los planes de expansión fiscal. No debemos perder de vista, sin embargo, que estos planes suponen un fuerte apalancamiento del sector público, un proceso probablemente necesario pero que también deberá revertirse a medio plazo.

Actividad económica

Se intensifica la contracción económica

Después de que en el tercer trimestre de 2008 el producto interior bruto (PIB) registrara el primer descenso intertrimestral desde principios de 1993, los indicadores disponibles del cuarto trimestre apuntan a una intensificación de la contracción de la actividad económica. Tanto el consumo como la inversión siguen perdiendo impulso. Desde la óptica de la oferta, la construcción prosigue un duro ajuste, pero también la industria y los servicios pierden gas.

En este marco, los datos de la Central de Balances Trimestral del Banco de España permiten hacer una radiografía de la situación de las empresas. Según los resultados correspondientes al tercer trimestre

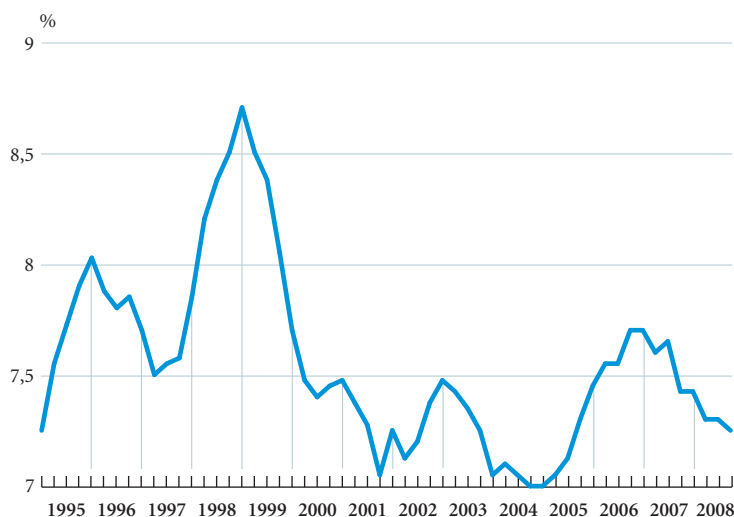
de 2008, en general la salud económica de las empresas es buena, pero se aprecian claras señales de deterioro. Hasta septiembre, el valor añadido bruto generado por las empresas no financieras, que se obtiene deduciendo los consumos intermedios del valor de la producción, sólo aumentó un 1,0% con relación al mismo periodo del año anterior, 3,6 puntos menos que un año antes.

A pesar de la aguda desaceleración económica, los gastos de personal de las empresas de la muestra se elevaron el 5,0% con relación al mismo periodo de 2007, 6 décimas más que un año antes, a causa de la subida generalizada de las remuneraciones medias, seguramente debida a la aplicación de cláusulas de revisión salarial. De este modo, el resultado económico bruto de la explotación disminuyó

La salud económica de las empresas es buena, pero se aprecian claras señales de deterioro.

LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL SE DESACELERA LIGERAMENTE

Rentabilidad ordinaria del activo neto, media móvil de cuatro trimestres



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual

	2007	Trimestres I a III	
		2007	2008
Valor de la producción	7,3	4,2	9,7
Consumos intermedios	8,3	4,0	14,3
Valor añadido bruto (VAB)	5,1	4,6	1,0
Gastos de personal	6,1	4,4	5,0
Resultado económico bruto de explotación	4,2	4,7	-1,8
Ingresos financieros	31,5	13,6	26,9
Gastos financieros	38,7	37,4	28,7
Amortizaciones y provisiones	-1,0	-0,4	-1,4
Resultado ordinario neto	5,9	0,2	-3,6
Ingresos y gastos extraordinarios	75,9	-24,5	107,1
Provisiones e impuestos	43,8	-11,4	-11,9
Resultado neto	9,8	-2,8	25,7

FUENTE: Banco de España (Central de Balances).

Hasta septiembre de 2008 el resultado ordinario neto de las empresas presenta un descenso interanual del 3,6%.

el 1,8% respecto al mismo periodo de un año antes.

Siguiendo con la cascada de resultados, los ingresos financieros crecieron un poco menos que los gastos financieros. De esta forma, aunque las amortizaciones y provisiones de explotación se redujeron el 1,4%, el resultado ordinario neto mostró un descenso del 3,6%.

Sin embargo, las operaciones de carácter extraordinario tuvieron un impacto favorable sobre el resultado final de las empresas. Así, compensaron la evolución negativa de la actividad ordinaria y posibilitaron que el resultado neto se incrementara el 25,7% anual. Cabe señalar que, si no se hubiesen producido algunas operaciones muy excepcionales por parte de algunos grandes grupos multinacionales españoles, el resultado neto del periodo enero-septiembre de 2008 habría tendido al estancamiento.

En noviembre las ventas de automóviles sufren un desplome de casi el 50% interanual.

No obstante, el rendimiento del activo neto presentaba un nivel notable del 7,6%, si bien era inferior en 2 décimas al del mismo

periodo de 2007. La rentabilidad ordinaria de los recursos propios se colocó en el 9,7% debido a que el coste financiero se situaba 2,5 puntos por debajo del rendimiento ordinario del activo neto. Sin embargo, la rentabilidad de los recursos propios disminuyó 1,3 puntos con relación a un año antes. Los niveles de las rentabilidades empresariales sostienen la inversión y el empleo, pero su tendencia es decreciente.

Volviendo a la coyuntura, el consumo de los hogares continuó debilitándose, sobre todo el de bienes duraderos. Así, en noviembre las ventas de automóviles sufrieron un desplome del 49,6% respecto al mismo mes de 2007. Esto obedece a unas condiciones de financiación más restrictivas, pero también a un profundo deterioro de la confianza de los consumidores ante la brusca alza del paro. De hecho, en noviembre el indicador de confianza de los consumidores se mantuvo en la cota mínima histórica de la serie anotada en octubre.

Tampoco la inversión atraviesa un buen momento, debido a la debilidad tanto de

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007			2008		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	2,3	1,2	-2,7	-0,8	-5,6	-5,5	-8,3	...
Importación de bienes de consumo (**)	8,9	5,1	7,7	-1,2	-6,9	-4,1	...	...
Matriculaciones de automóviles	-0,9	-1,2	1,3	-15,3	-19,6	-32,5	-40,0	-49,6
Crédito al consumo de bienes duraderos	14,5	10,0	9,9	8,8	7,1	3,4	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-12,3	-13,3	-17,3	-20,0	-31,3	-38,3	-44,0	-44,0
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	8,4	5,9	3,3	2,0	-3,1	-3,8	-13,8	...
Importación de bienes de equipo (**)	3,2	9,8	9,0	-16,0	-16,4	-15,9	...	...
Matriculación de vehículos industriales	1,5	0,3	4,7	-29,5	-34,1	-50,1	-54,3	-63,2
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	9,0	7,3	7,5	4,3	0,2	-4,1	...	...
Exportaciones	5,6	4,2	4,6	2,2	6,6	7,8	...	...

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.

la demanda interior como exterior y a la ralentización de los beneficios empresariales. Además, la utilización de la capacidad productiva industrial siguió disminuyendo en el cuarto trimestre. Así, la producción industrial de bienes de equipo cayó el 13,8% en octubre en relación con el mismo mes del año anterior. Las ventas interiores de equipo y *software* en las grandes empresas anotaron una bajada interanual del 9,2% en octubre. El consumo aparente de cemento, un indicador adelantado de la inversión en la construcción, continuó hundiéndose, hasta mostrar un decremento anual del 41,5% en noviembre.

Desde la vertiente de la oferta, el sector industrial está sufriendo un duro castigo a causa de la caída de la demanda y por los problemas de competitividad acumulados. Así, el índice general de producción industrial registró una fuerte bajada del

12,8% en octubre en relación con el mismo mes de 2007. Por su parte, las entradas de pedidos en la industria bajaron el 14,6% en octubre respecto al mismo mes del año anterior. En este contexto, el indicador de confianza industrial volvió a disminuir en noviembre hasta el nivel mínimo de este ciclo.

Pero el epicentro del ajuste sectorial se halla sin duda en la construcción, después de haber gozado de un largo periodo de fuerte expansión. No obstante, el indicador de confianza en la construcción experimentó una cierta mejora en noviembre. Por su parte, el sector inmobiliario seguía deprimido, con un descenso de las transacciones de viviendas del 27,1% en septiembre con relación al mismo mes del año anterior. En el mismo mes, los visados de obra nueva sobre vivienda registraron una caída interanual del 63,5%, algo inferior a la anotada en agosto.

El consumo aparente de cemento baja más del 40% en noviembre respecto al mismo mes de 2007.

Las entradas de pedidos en la industria caen el 15% en octubre con relación a doce meses antes.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Industria								
Consumo de electricidad (1)	4,0	4,4	4,9	2,5	2,6	1,8	-1,7	-4,9
Índice de producción industrial (2)	3,9	1,9	-0,2	-0,5	-5,1	-6,1	-12,8	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,7	-0,3	-3,3	-7,0	-11,9	-18,7	-27,0	-33,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,5	81,3	81,1	81,3	80,3	79,3	-	76,8
Importación bienes interm. no energ. (5)	10,5	8,0	7,1	11,4	6,9	-2,1	...	...
Construcción								
Consumo de cemento	8,5	0,2	-1,9	-13,3	-19,7	-26,1	-34,4	-41,5
Indicador de confianza en la construcción (3)	14,2	9,3	-1,3	-14,7	-17,3	-23,7	-38,0	-31,0
Viviendas (visados obra nueva)	18,6	-24,7	-33,6	-59,8	-56,0	-62,4	...	...
Licitación oficial	31,3	-14,9	-33,1	27,8	-30,5	7,6	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	2,1	2,4	-0,3	-3,6	-5,6	-6,4	-8,0	...
Turistas extranjeros	4,1	1,3	1,5	5,3	0,9	-5,2	-5,4	...
Ingresos turismo	5,6	3,6	4,5	5,2	1,0	-0,3	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-1,2	-3,7	-2,7	-2,7	0,2	-5,2	-13,3	...
Tráfico aéreo pasajeros	6,8	9,0	8,5	7,9	-0,7	-4,9	-10,8	-14,3
Consumo de gasóleo automoción	5,5	4,8	4,7	-0,9	-2,8	-3,7	...	...

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.

El Fondo Monetario Internacional vuelve a revisar la previsión de crecimiento de la economía española en 2009 a la baja hasta una caída de por lo menos el 1%.

El sector servicios también está perdiendo vigor. En octubre se prolongó la crisis del sector turístico, a juzgar por una caída del 5,1% del número de pernoctaciones en hoteles en relación con el mismo mes del año precedente. El descenso fue más pronunciado por parte de los residentes que por los extranjeros.

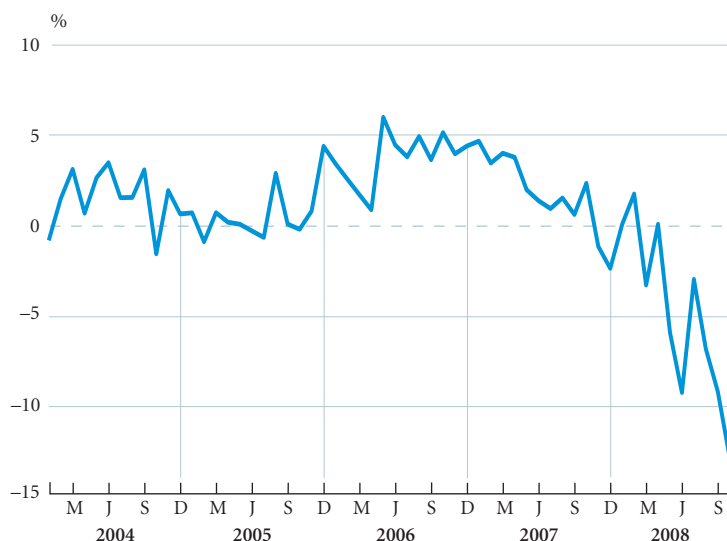
En este entorno, el Fondo Monetario Internacional volvió a revisar sus previsiones de crecimiento para la economía española en 2009, pronosticando una caída del producto interior bruto de, por lo menos, el 1%. Este organismo internacional consideró que, a pesar del impulso provenien-

te de las medidas adoptadas por el Gobierno y de la reciente caída de los precios de las materias primas, la economía sufriría una considerable contracción. Para evitar que ésta se prolongara demasiado, recetó una serie de reformas en los mercados laborales y en los de bienes y servicios.

Por su parte, el Gobierno concretó un nuevo plan de medidas de estímulo económico enmarcado en el Plan Europeo de Recuperación Económica. Se aprobaron 8.000 millones de euros para el Fondo Estatal de Inversión Local para que los ayuntamientos efectúen actuaciones urgentes en el ámbito municipal en materia

FUERTE CAÍDA DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Variación interanual del índice de producción industrial



NOTA: Serie corregida de diferencias de calendario.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

de inversiones. Además, se dotaron 3.000 millones de euros para la realización de actuaciones de inmediata ejecución, con destino a I+D+i, al sector automovilístico, medioambiental, construcción de edi-

ficios públicos y rehabilitación de viviendas, pequeñas infraestructuras del transporte y actuaciones vinculadas con la prestación de servicios sociales.

El Gobierno concreta el plan de medidas de estímulo económico de forma concertada con la Unión Europea.

La economía española ante la recesión

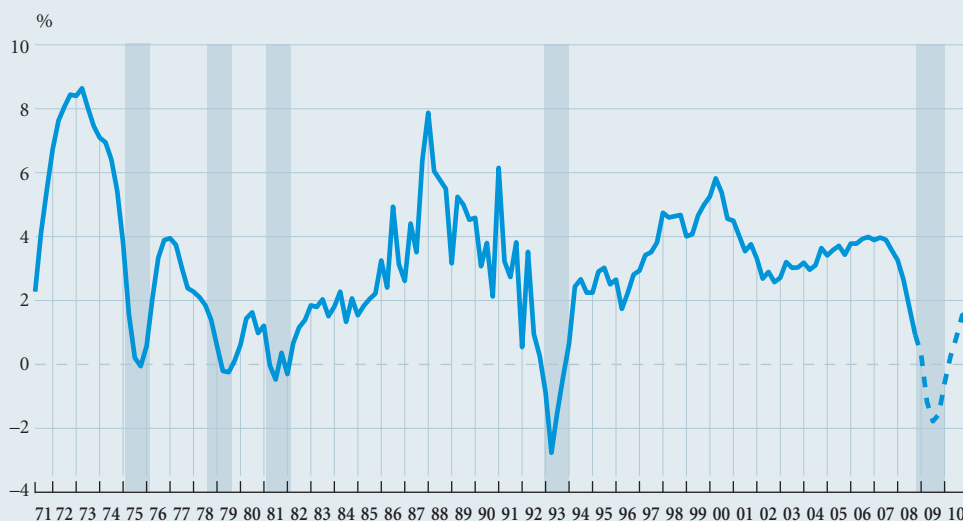
La economía española ha entrado en una recesión cuya duración e intensidad son inciertas pero que se prevé importante, a la vista del rápido deterioro de los indicadores disponibles hasta el momento. Esta interrupción del crecimiento cierra un prolongado ciclo expansivo de más de 14 años a lo largo de los cuales la economía ha crecido a un promedio superior al 3% anual real, a la vez que ha experimentado transformaciones notables en multitud de campos.

Desde principios de los años setenta (no se dispone de series trimestralizadas de la contabilidad nacional para fechas anteriores), la economía española ha atravesado por cuatro recesiones. Una característica común a todas ellas es la duración relativamente breve de las mismas, entre 9 y 12 meses, de manera que en comparación con el resto de las economías de la OCDE, la española es una de las que menos tiempo ha estado en recesión en los últimos cuarenta años.⁽¹⁾

(1) Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones «What Happens During Recessions, Crunches and Busts?» IMF Working Paper 08/274.

LAS RECESIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: POCAS Y BREVES

Variación anual del PIB



NOTA: Las tramas corresponden a recesiones.

FUENTES: OCDE y estimaciones y previsiones propias.

¿Pueden servir de lección u orientación las recesiones anteriores? Hasta cierto punto, puesto que no hay dos recesiones iguales por las distintas circunstancias que las desencadenan, que intervienen en su evolución o que contribuyen a su resolución. Así, las tres primeras recesiones, registradas entre mediados de los años setenta y principios de los ochenta, se produjeron en un contexto económico y político peculiar (choques petrolíferos, transición a un régimen de democracia parlamentaria) muy distinto del correspondiente a la crisis de 1992-1993 o al de la recesión actual.

Las dos recesiones de los años setenta fueron relativamente suaves, en términos de retroceso productivo, y fueron seguidas de recuperaciones también breves. Incluso la recuperación que se produjo tras la recesión de principios de los ochenta, y que abrió un periodo expansivo de diez años, sufrió para asentarse al principio y se desenvolvió dentro de una tónica de volatilidad elevada en el comportamiento de los agregados macroeconómicos.

La primera recesión, que va de principios de 1975 al otoño del mismo año, responde a un modelo de choque de oferta. El súbito encarecimiento del precio del petróleo a partir de finales de 1973 pilló por sorpresa a unas economías cuyo ritmo de crecimiento era elevado y cuyo nivel de inversión, consecuentemente, era alto. La creencia de que la crisis sería de corta duración puso en marcha, en muchos países, políticas de sostenimiento de la demanda que, al convertirse la subida del precio de la energía en permanente, complicaron el ajuste mucho más. Es a partir de estos años que el crecimiento medio de la OCDE cae notablemente en relación con el registrado en los años sesenta, las tasas de desempleo se disparan, las expectativas inflacionistas se asientan y las finanzas públicas entran en números rojos.

En España, la primera crisis petrolífera tuvo una mayor dimensión por las propias características del modelo productivo y por las peculiares circunstancias políticas de los años de la transición democrática. Las significati-

vas rigideces de la economía, singularmente en el ámbito salarial, y las insuficientes medidas de ajuste energético y laboral se sumaron a una política monetaria inicialmente muy laxa pero progresivamente restrictiva, de manera que el nuevo aumento del precio del petróleo en 1980 abortó las esperanzas de una recuperación continuada.

A diferencia de las crisis de los años setenta-ochenta, la recesión que sobrevino a mediados de 1992 se desencadenó por múltiples factores. En la gestación de la misma, encontramos un choque petrolífero como consecuencia del conflicto de la primera guerra del Golfo en 1990, que provocó un frenazo en el crecimiento de la economía mundial que llevó a muchos países a la recesión. En el ámbito interno, la política monetaria de los años previos se orientó claramente a frenar las tensiones inflacionistas, parte de las cuales se derivaban de una intensa entrada de capitales atraídos por la adhesión de España a las Comunidades Europeas y también de la expansión del déficit público. Paralelamente, la intensa apreciación de la peseta restaba capacidad competitiva frente al exterior, mientras que la expansión del sector inmobiliario supuso un alto endeudamiento de las familias.

COMPARACIÓN DE LAS DIFERENTES RECESIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

	1975-1 a 1975-3	1978-3 a 1979-2	1981-1 a 1981-4	1992-4 a 1993-3
Duración (1)	3	4	4	4
% variación PIB total (3)	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
% variación PIB peor trimestre (2)	-2,0	-0,6	-2,2	-3,7
% variación consumo privado peor trimestre (2)	-0,5	-0,3	-1,5	-4,0
% variación FBCF peor trimestre (2)	-8,1	-6,7	-8,1	-21,5
Contribución del sector exterior al crecimiento del PIB en % (3)	0,3	-0,5	0,2	0,3
Incremento del número de parados (3) (5)	–	170	284	625
Máxima tasa de paro (4)	–	9,1	13,6	19,3
% variación producción industrial (3)	–	0,9	-1,7	-4,0
% variación matriculación turismos (3)	8,9	-8,9	-16,9	-14,1

NOTAS: (1) Número de trimestres.

(2) Variación trimestral anualizada.

(3) Desde el periodo previo hasta el último periodo de la recesión.

(4) Desde el periodo previo hasta el máximo alcanzado (incluso un año después de la recesión).

(5) Miles.

FUENTES: OCDE, INE, Banco de España y elaboración propia.

En el prólogo de la recesión actual encontramos elementos de crisis anteriores. Así, en 2008 hemos asistido a un episodio de choque energético, ya que el precio del petróleo alcanzó en verano niveles récord, tanto en valor absoluto como en términos reales, pero posteriormente, y en muy pocos meses, el precio se ha desplomado. También encontramos un fin del ciclo de la construcción de viviendas, que esta vez ha sido muy prolongado y que deja a las familias en niveles de endeudamiento históricamente altos. Asimismo, en la gestación de la recesión encontramos un tensionamiento de las condiciones financieras, tanto por la subida de los tipos de interés a corto plazo como por el ascenso del tipo de cambio efectivo real, consecuencia de la revalorización del euro y de un aumento interno de precios y salarios superior al de nuestros competidores.

Sin duda, el elemento más distintivo de la crisis actual es la crisis financiera global que deriva en una recesión sincronizada de las economías avanzadas, la cual, a su vez, comporta que, por vez primera desde que se recopi-

lan estadísticas, el conjunto del área de la OCDE experimente un retroceso del producto. Se trata de una situación excepcional que augura una etapa complicada, si bien las respuestas de las políticas económicas están siendo, asimismo, excepcionales. Hay que recordar, en todo caso, las circunstancias de la crisis de primeros de los noventa, en que también encontramos un bache en el crecimiento mundial y una importante crisis del sistema monetario europeo a partir de la segunda mitad de 1992, que generó una enorme inestabilidad.

España es especialmente sensible al cierre de los mercados financieros internacionales, al arrastrar un déficit exterior por cuenta corriente muy elevado que se financiaba con el ahorro externo. Otro elemento distintivo respecto a recesiones anteriores, por lo que se refiere a la economía española, es la imposibilidad de recurrir a devaluaciones de la moneda para recuperar competitividad frente al exterior y conseguir por esta vía dinamizar la economía. En particular, en la última recesión, las tres devaluaciones de la peseta entre 1992 y 1993 indiscutiblemente contribuyeron a compensar el retroceso de la demanda interior y consiguieron introducir un plus de crecimiento en una economía parada. Hay que considerar, sin embargo, que las devaluaciones a las que se había visto abocada la peseta en su historia reciente a menudo eran rápidamente contrarrestadas sea por la simultánea devaluación de otras divisas o por una subida de costes internos superior a la de los competidores.

En cualquier caso, sí cabe tener muy presente que la necesidad que existía ya antes de la recesión de frenar la pérdida de competitividad frente al exterior se ha hecho ahora más patente. Si no es así, se corre el riesgo de una salida en falso de la recesión, que podría llevar a tasas de crecimiento potencial muy inferiores a las de la gran expansión de los últimos catorce años.

Mercado de trabajo

Marcado deterioro del empleo

La situación recesiva por la que atraviesa la economía cobra su mayor crudeza en el mercado de trabajo. Las cifras de la afiliación a la Seguridad Social de noviembre muestran una intensificación de la destrucción de empleo. Así, en promedio mensual el número de afiliados en alta se situó en 18.721.387, con un descenso interanual del 3,5%, frente a una bajada del 2,3% en octubre.

En promedio mensual se destruyeron 197.087 empleos en noviembre y en los últimos doce meses 671.772. De ellos, 616.449 eran españoles y 55.323 extranjeros, lo que supone descensos interanuales del 3,6% y 2,7%, respectivamente.

El deterioro del mercado de trabajo afectó a todos los sectores de modo generalizado. No obstante, en los doce últimos meses donde se redujeron más las afiliaciones fue en la construcción, con un descenso interanual del 19,8%. En la industria la contracción resultó del 5,6%, mientras que en los servicios se registró una tasa negativa, del 0,4%, por primera vez en este ciclo. Sin embargo, las actividades sanitarias y servicios sociales se incrementaron el 7,5%, los empleados de hogar aumentaron el 5,8%, la educación el 4,0% y la administración pública el 1,6%.

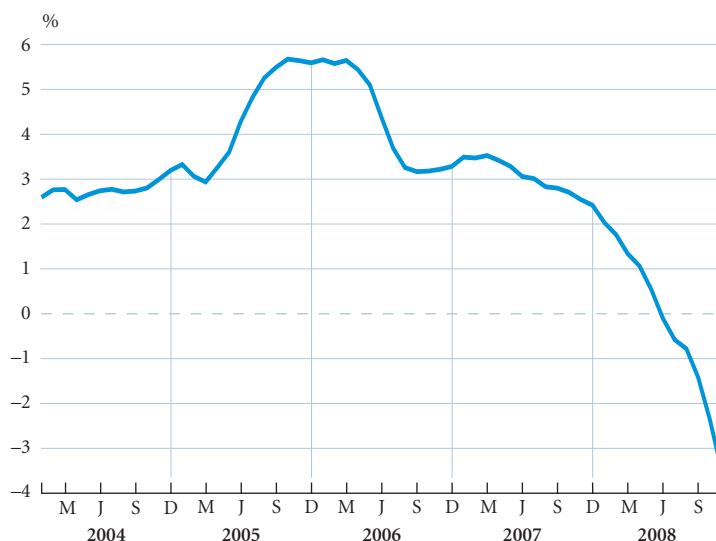
Por sexos, la contracción de la ocupación se concentra en el colectivo masculino, que tiene más peso en la construcción,

El número de afiliados a la Seguridad Social cae el 3,5% en noviembre de 2008 respecto a doce meses antes.

Las afiliaciones en el sector de servicios registran un descenso por primera vez en este ciclo.

SE ACENTÚA LA DESTRUCCIÓN DE OCUPACIÓN

Variación interanual de la media mensual del número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social



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

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007			2008		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Afiliados a la Seguridad Social (1)								
Sectores de actividad								
<i>Industria</i>	-0,1	2,4	2,5	0,8	-1,1	-2,6	-4,4	-5,6
<i>Construcción</i>	8,7	3,6	1,1	-2,2	-7,0	-12,4	-17,0	-19,8
<i>Servicios</i>	5,2	3,4	3,1	2,9	2,2	1,4	0,4	-0,4
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	4,7	3,1	2,5	1,6	0,3	-1,1	-2,6	-3,8
<i>No asalariados</i>	2,2	2,8	3,0	2,5	1,3	-0,1	-1,2	-1,9
Total	4,3	3,0	2,6	1,7	0,5	-0,9	-2,3	-3,5
Población ocupada (2)	4,1	3,1	2,4	1,7	0,3	-0,8	-	-
Puestos de trabajo (3)	3,2	2,9	2,2	1,4	0,4	-0,8	-	-
Contratos registrados (4)								
Indefinidos	41,1	2,0	-21,1	-11,8	-5,6	-13,8	-22,7	-32,0
Temporales	4,7	0,3	1,2	-6,5	-7,4	-9,4	-16,3	-26,3
Total	7,9	0,5	-2,1	-7,2	-7,2	-9,9	-17,1	-27,0

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el INEM.

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

Disminuye la contratación laboral.

con un descenso interanual del 5,9%. No obstante, por primera vez en los últimos años las afiliadas sufrieron una caída interanual de su nivel medio, del 0,15%. No obstante, su participación en el total siguió elevándose hasta el 43,4%, un nuevo récord.

Lógicamente, la progresiva desaceleración del número de afiliados ha repercutido en los ingresos por cotizaciones sociales del Sistema de la Seguridad Social. En enero-octubre anotaron una variación interanual del 5,5% frente a un aumento del 7,0% en el mismo periodo de 2007. De esta manera, se consolida la tendencia a un menor crecimiento de los ingresos que los gastos, lo que comporta una reducción del superávit de la Seguridad Social.

Por clases de centros de trabajo, la ocupación aumenta sólo en los de mayor tamaño.

Por otra parte, el enfriamiento del mercado laboral también se ha notado en la dinámica de los contratos de trabajo. En noviembre el número de contratos registrados se cifró en 1.162.614, con un retroceso del 27,0% respecto al mismo mes del año anterior. Los que experimentaron una mayor caída fueron los indefinidos, que retrocedieron el 32,0% hasta representar el 11,1% del total, mientras que los contratos temporales bajaron el 26,3%.

Por otro lado, según la encuesta trimestral de coyuntura laboral del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, que a diferencia de la Encuesta de Población Activa se dirige a las empresas en vez de a las familias y cubre el ámbito no agrario excluyendo a la administración pública, anotó un descenso interanual del 3,9%

en julio-septiembre. Los trabajadores con contratos temporales disminuyeron el 11,8%. Los trabajadores con contratos indefinidos experimentaron una disminución mucho menor, del 0,2%. Los mayores centros de trabajo fueron los únicos en los que aumentó la ocupación, si bien, sólo levemente, el 0,2%. La mayor baja del empleo tuvo lugar en los centros medios, de 51 a 250 trabajadores, con un descenso del 7,3%.

Los parados registrados rozan los tres millones

La destrucción de ocupación y el aumento de la población activa ha comportado un acusado ascenso del paro. Al final de noviembre el número de parados registrados alcanzó 2.989.269 personas, con un alza interanual del 42,7%. Lejos queda el mínimo de 1.835.740 anotado a mediados del año 2001, y en los últimos meses el paro registrado se ha ido acelerando.

Sólo en noviembre 171.243 personas ingresaron las listas del desempleo, más del triple que en el año precedente.

La subida del paro registrado afectó a todos los grandes sectores. Es destacable que el número de desempleados se elevó más del doble en la construcción en los últimos doce meses. En el colectivo sin empleo anterior el paro ascendió el 22,3%.

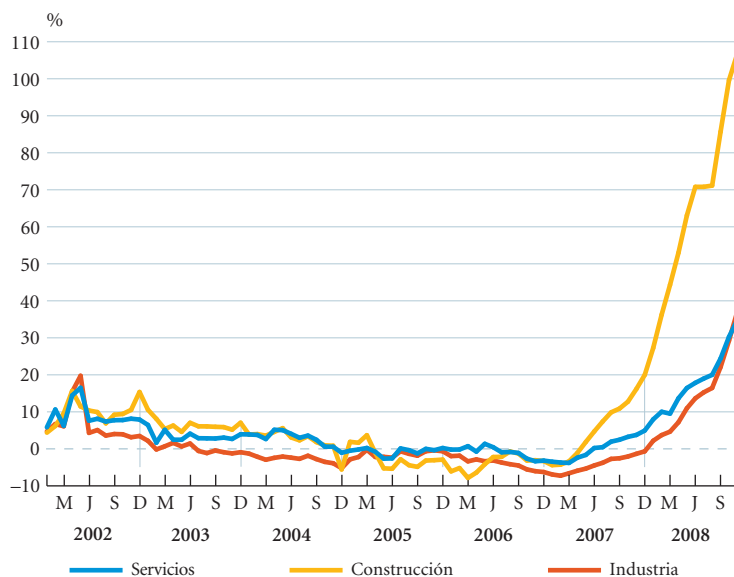
Según datos de Eurostat, la tasa de paro española ajustada de estacionalidad ascendió hasta el 12,8% de la población activa en octubre, con un incremento de 4,3 puntos en el último año. Esta tasa se sitúa notablemente por encima del 7,1% de la media de la Unión Europea y es la mayor de los 27 estados miembros. No obstante, la cobertura de los parados, es decir, el porcentaje de los que reciben prestaciones económicas sobre el total ha ido aumentando progresivamente en los últimos años hasta colocarse en el 90,2% en agosto, cuando en 2002 no superaba el 60,0%.

El paro registrado aumenta un 43% en un año.

La cobertura de los parados se eleva hasta más del 90%.

ESCALADA DEL PARO REGISTRADO, SOBRE TODO EN LA CONSTRUCCIÓN

Tasa de variación interanual (*)



NOTA: (*) En mayo de 2005 se produce una ruptura en las series 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

Noviembre 2008

	Parados	Variación sobre diciembre 2007		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	100.422	31.610	45,9	31.212	45,1	3,4
Industria	372.147	92.166	32,9	100.609	37,1	12,4
Construcción	520.029	236.162	83,2	268.464	106,7	17,4
Servicios	1.729.579	445.329	34,7	445.895	34,7	57,9
Primer empleo	267.092	54.455	25,6	48.616	22,3	8,9
Por sexos						
Hombres	1.447.780	562.641	63,6	613.733	73,6	48,4
Mujeres	1.541.489	297.081	23,9	281.063	22,3	51,6
Por edades						
Menores de 25 años	385.192	144.809	60,2	141.498	58,1	12,9
Resto de edades	2.604.077	714.913	37,8	753.298	40,7	87,1
TOTAL	2.989.269	859.722	40,4	894.796	42,7	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Los salarios aumentan un 5,3% en el tercer trimestre.

El poder adquisitivo de los trabajadores avanza el 0,3% anual, un poco menos que en el trimestre anterior.

Los costes laborales crecen más que la inflación

A pesar de la reducción del empleo y del brusco aumento del paro, en el tercer trimestre los costes laborales siguieron acelerándose. Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral elaborada por el Instituto Nacional de Estadística, en el tercer trimestre el coste laboral de las empresas subió un 5,1% en relación con el mismo periodo del año anterior hasta 2.313,9 euros por trabajador y mes, reflejando el ascenso de la inflación en el último periodo, que alcanzó un máximo en julio. No obstante, el alza anual de los costes laborales en el tercer trimestre fue levemente inferior a la anotada en el segundo trimestre, del 5,3%, cuando alcanzó el máximo aumento desde el primer trimestre de 2003.

El principal componente de los costes laborales, los costes salariales, subieron

el 5,3% en los últimos doce meses, 2 décimas más que en el segundo trimestre, hasta 1.692,6 euros por trabajador y mes. Las tensiones salariales se muestran en todos los sectores, atendiendo al coste salarial ordinario, que comprende el salario base, complementos salariales y pagos por horas extraordinarias, que subió el 5,4% respecto al tercer trimestre de 2007 en el conjunto de la economía. Los costes no salariales se elevaron el 4,9%. Su principal componente, las cotizaciones obligatorias a la Seguridad Social, se incrementaron el 3,9% anual.

El coste laboral por hora efectiva de trabajo subió el 6,3% en relación con el mismo trimestre del año anterior hasta 18,46 euros. Este elevado aumento fue debido a que las horas efectivas trabajadas disminuyeron el 1,2%, ya que en el tercer trimestre de 2008 hubieron más fiestas y vacaciones que en el mismo periodo del año precedente.

La ganancia media por trabajador y mes, que aumentó el 5,3% en tasa interanual, fue superior a la inflación registrada en el periodo. De esta forma, el poder adquisi-

tivo de los trabajadores avanzó un 0,3% en términos anuales y reales, un poco por debajo del trimestre anterior.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008		
			III	IV	I	II	III
Incremento pactado en convenios (*)	3,3	3,1	2,9	3,1	3,4	3,5	3,5
Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)	3,9	3,7	3,8	4,1	5,1	5,4	5,3
Encuesta trimestral de coste laboral							
Costes salariales							
Total	3,4	3,9	3,8	3,7	5,3	5,1	5,3
<i>Industria</i>	3,6	3,0	2,3	2,8	5,8	5,1	4,8
<i>Construcción</i>	3,7	4,8	4,8	5,1	4,8	6,5	5,8
<i>Servicios</i>	3,7	4,2	4,2	3,8	5,1	4,8	5,3
Ganancia media por hora trabajada	4,2	4,4	4,6	4,1	9,0	1,9	6,5
Otros costes laborales	3,6	4,4	5,2	5,3	4,5	5,7	4,9
Jornada laboral (***)	-0,6	-0,4	-0,9	-0,3	-3,5	3,1	-1,2
Jornales agrarios	2,8	3,1	3,3	3,5	4,6	5,2	6,1
Coste laboral en la construcción	4,4	2,4	2,3	2,3	0,8	6,4	7,6

NOTAS: (*) No incluye cláusulas de revisión salarial. Datos acumulados.

(**) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(***) Horas efectivas por trabajador y mes.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

Precios

La tasa de variación interanual del IPC baja 1,2 puntos en noviembre, el mayor descenso desde enero de 1987, y se coloca en el 2,4%...

...debido al tirón a la baja de los carburantes y combustibles...

Intensa caída de la inflación

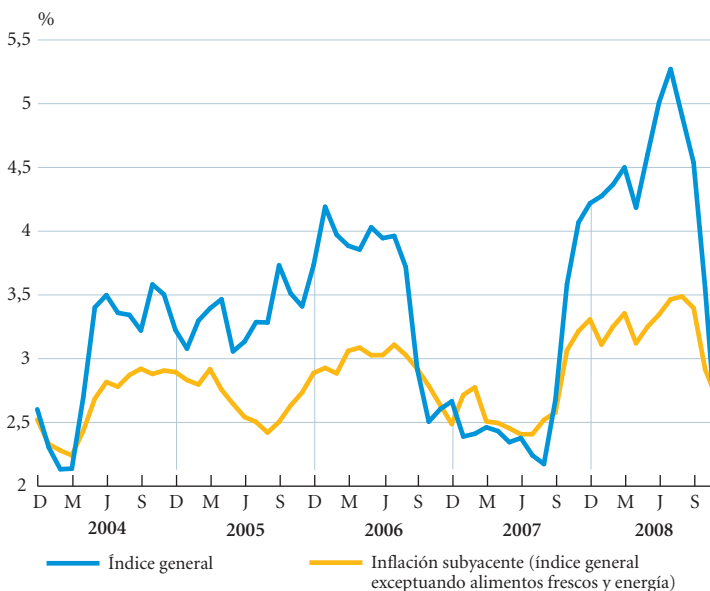
En noviembre continuó acelerándose la caída de la inflación de los precios de consumo (IPC) iniciada en agosto. De esta manera, la tasa interanual del IPC se redujo 1,2 puntos hasta el 2,4%, menos de la mitad del máximo del 5,3% de julio. El descenso de la tasa de variación interanual en noviembre es el mayor desde enero de 1987. Este giro bajista es debido fundamentalmente al desplome del precio del petróleo y de otras materias primas en los últimos meses, reflejando la ralentización económica global. El núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye a los elementos más volátiles, los productos energéticos y los alimentos no elaborados,

disminuyó en 2 décimas hasta el 2,7%. De este modo, la inflación general se situó por debajo de la subyacente, lo que no sucedía desde agosto de 2007.

De los 1,2 puntos de decremento de la tasa interanual del IPC en noviembre, un punto fue debido a la fuerte caída de los precios de los carburantes y combustibles, frente a una subida en noviembre de 2007. De esta manera, los precios de éstos descendieron el 4,0% respecto al mismo mes del año anterior. Los alimentos no elaborados también contribuyeron levemente a la moderación de la inflación al bajar su tasa de variación interanual medio punto hasta el 2,5%. Destaca la desaceleración de las legumbres y hortalizas frescas hasta una tasa de variación interanual de sólo el 0,1%.

LA INFLACIÓN GENERAL VUELVE A SITUARSE POR DEBAJO 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	-0,4	2,0	2,4
Diciembre	0,4	4,2	4,2			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

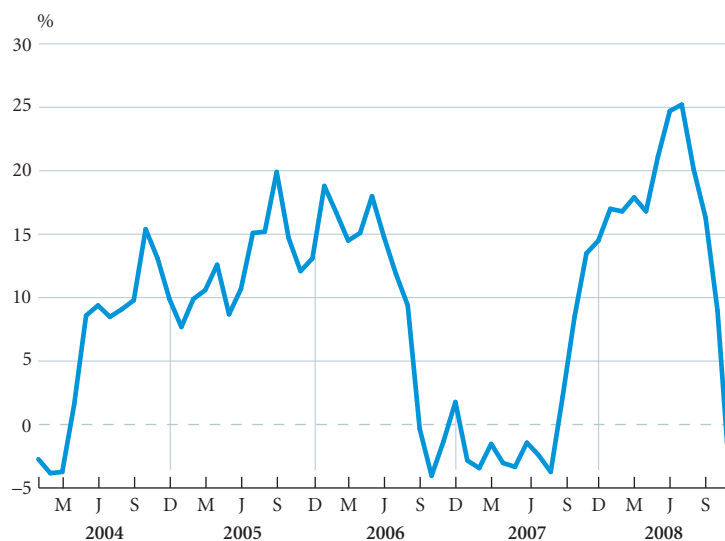
Por lo referente a la inflación subyacente, las dos décimas de descenso en noviembre son atribuibles mayormente a los alimentos elaborados, como la leche y otros productos lácteos, los quesos, el pan y los

aceites. De esta forma, los precios de los alimentos continúan reflejando la cesión de los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales al haberse producido la normalización

...y de los alimentos elaborados.

LOS CARBURANTES Y COMBUSTIBLES TIRAN EL IPC HACIA ABAJO

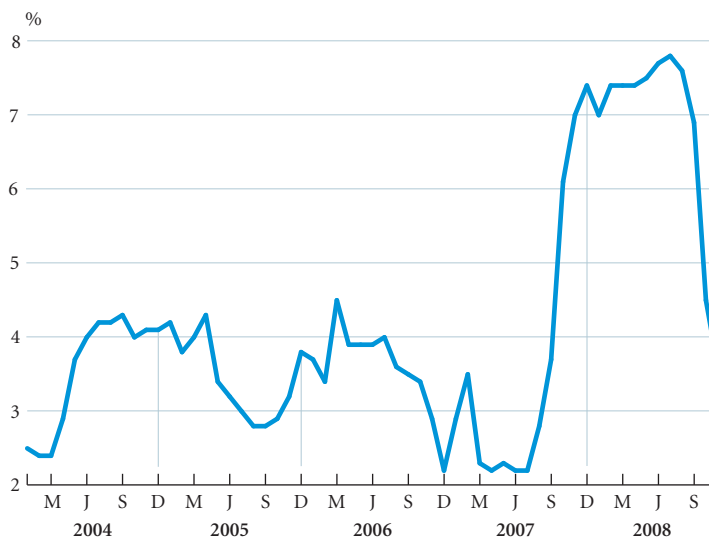
Variación interanual de los precios de los carburantes y combustibles



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS ELABORADOS TAMBIÉN FLEXIONAN A LA BAJA

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



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El diferencial de inflación con el área del euro se contrae hasta 0,3 puntos, el nivel mínimo desde 2001.

de la oferta. Así, el precio de la leche presentaba una baja interanual del 4,8% y el pan frenó su ascenso hasta el 2,9%.

En cuanto a los bienes industriales no energéticos, su tasa de variación anual se incrementó ligeramente hasta el 0,6%. A esta alza contribuyó sobre todo el vestido y el calzado, cuya tasa de variación anual subió una décima hasta el 0,8%, reflejando la depreciación del euro en los últimos meses.

Los precios de los servicios se ralentizaron livianamente en noviembre y su tasa de variación interanual se colocó en el 4,0%, gracias a la moderación de los hoteles y otros alojamientos. Con todo, esta tasa es relativamente elevada y refleja que está en parte resguardada de la competencia internacional.

La tasa del IPC todavía bajará más en los próximos meses.

El índice de precios armonizado con la Unión Europea también registró un alza

interanual del 2,4% en noviembre. De esta manera, el diferencial de inflación con la eurozona se redujo en una décima hasta 0,3 puntos, el nivel mínimo desde 2001. Este estrechamiento está muy influido por la caída del precio de los carburantes, que tienen una mayor participación en el IPC español.

La tendencia a la contención de la inflación continuará en diciembre. De esta forma, es probable que la variación anual del IPC en diciembre se sitúe claramente por debajo del 2% y el movimiento bajista podría proseguir hasta mediados de 2009, cuando podrían registrarse transitoriamente tasas de variación anuales negativas debido al efecto de base del petróleo, es decir, a causa de los máximos históricos del precio del crudo anotados en el verano de 2007.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre

	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	0,9	0,0	5,7	2,2	6,3	3,1	
Bebidas alcohólicas y tabaco	111,7	0,1	0,1	6,0	3,9	6,6	4,0	
Vestido y calzado	110,2	3,2	3,4	2,2	1,8	1,2	0,8	
Vivienda	112,2	0,5	-0,2	4,6	6,4	4,7	6,6	
Menaje	106,4	0,3	0,4	2,2	2,5	2,4	2,8	
Medicina	98,9	0,1	0,1	-2,2	0,4	-2,1	0,5	
Transporte	102,9	1,4	-4,1	6,2	-2,3	6,6	-1,5	
Comunicaciones	100,1	-0,1	-0,1	0,9	0,2	0,7	0,0	
Ocio y cultura	98,3	-0,8	-0,9	-2,2	-1,1	-0,7	0,3	
Enseñanza	111,4	0,2	-0,4	4,0	3,9	4,1	4,0	
Hoteles, cafés y restaurantes	110,5	-0,1	-0,3	4,5	4,0	4,8	4,5	
Otros	107,5	0,1	0,0	2,8	3,4	3,0	3,6	
Agrupaciones								
Alimentos con elaboración	111,2	0,9	0,0	6,9	3,1	7,0	3,6	
Alimentos sin elaboración	109,5	0,6	0,1	3,4	1,0	4,9	2,5	
Conjunto no alimentario	106,4	0,7	-0,6	3,1	1,8	3,3	2,1	
Bienes industriales	104,3	1,4	-0,9	3,0	0,3	2,9	0,4	
<i>Productos energéticos</i>	<i>105,8</i>	<i>2,7</i>	<i>-6,6</i>	<i>10,3</i>	<i>-1,6</i>	<i>10,7</i>	<i>-0,5</i>	
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>103,0</i>	<i>3,5</i>	<i>-8,8</i>	<i>12,8</i>	<i>-5,4</i>	<i>13,4</i>	<i>-4,0</i>	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>103,6</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>0,6</i>	<i>0,9</i>	<i>0,3</i>	<i>0,6</i>	
Servicios	108,7	-0,1	-0,2	3,3	3,4	3,8	4,0	
Inflación subyacente (**)	107,4	0,5	0,3	3,1	2,5	3,2	2,7	
ÍNDICE GENERAL	107,5	0,7	-0,4	3,8	2,0	4,1	2,4	

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Sector exterior

El déficit corriente tiende a crecer de forma más contenida gracias a la mejoría relativa de las balanzas comercial y de rentas y a la reducción del déficit de transferencias.

Balanza de pagos: el déficit corriente crece, pero menos

En septiembre, el déficit por cuenta corriente alcanzó los 8.492 millones de euros, prácticamente el mismo valor registrado hace un año (8.467 millones de euros). La falta de mejora en el desequilibrio corriente se debió a que la reducción de los déficit de las balanzas comercial y de transferencias se vio compensada por el empeoramiento de las balanzas de rentas y de servicios.

Este resultado mensual enmascara, no obstante, la tendencia de fondo de mejoría de la balanza de pagos. Cuando volvemos nuestra atención a los saldos acumulados de doce meses, una cifra que aproxima mejor las líneas de medio plazo, se constata que el déficit corriente alcanzó en septiembre los 110.333 millones de euros, un montante sólo un 9,9% mayor a la existente un año antes. Este ritmo de crecimiento está notoriamente alejado de las tasas superiores al 23,6% anotadas en septiembre de 2007. ¿Qué ha cambiado en estos doce meses?

BALANZA DE PAGOS

Septiembre 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	-67.416	5,2	-93.147	-6.765	7,8
Servicios					
<i>Turismo</i>	22.541	1,3	28.109	465	1,7
<i>Otros servicios</i>	-3.279	-18,3	-4.923	-57	1,2
Total	19.262	5,7	23.186	408	1,8
Rentas	-25.336	5,9	-32.917	-3.754	12,9
Transferencias	-7.960	10,0	-7.455	216	-2,8
Total	-81.449	5,8	-110.333	-9.894	9,9
Cuenta de capital	4.797	115,4	7.086	1.926	37,3
Balanza financiera					
Inversiones directas	4.730	-	-3.980	45.728	-92,0
Inversiones de cartera	13.846	-88,1	982	-151.114	-99,4
Otras inversiones	32.761	-	66.062	64.341	-
Total	51.337	-28,3	63.064	-41.046	-39,4
Errores y omisiones	3.130	-	6.891	5.536	408,6
Variación de activos del Banco de España	22.184	-	33.292	43.478	-

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.

RECONDUCCIÓN DEL DÉFICIT CORRIENTE A PASOS ACCELERADOS

Crecimiento interanual del déficit de la balanza corriente en saldo acumulado de doce meses



FUENTE: Banco de España.

La mejoría se ha debido fundamentalmente al hecho de que las balanzas comercial y de rentas han aumentado su desequilibrio a un ritmo sensiblemente menor al tiempo que el déficit de la balanza de transferencias ha sido capaz incluso de disminuir. El superávit de servicios, en cambio, simplemente se ha limitado a crecer marginalmente, siendo escasa su importancia en la reconducción del déficit corriente.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, el rasgo posiblemente más destacado es que las inversiones netas en cartera, tras situarse en positivo en los doce meses que finalizaban en agosto, se han mantenido en dicha zona de saldo positivo en septiembre. También se han movido en un sentido similar las inversiones directas, que han reducido su posición negativa hasta los 3.980 millones de euros, en abierto contraste con el valor negativo de 9.767 millones de euros de agosto.

Las entradas en cartera siguen siendo positivas un mes más.

Ahorro y financiación

Se acentúa la desaceleración del crédito a las familias

El euríbor a doce meses, tipo de interés utilizado ampliamente como referencia en operaciones de crédito, continuó en noviembre el giro bajista iniciado hacia mediados de octubre a raíz de las expectativas de recortes del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo. De esta forma, en noviembre se colocó en el 4,35% en promedio mensual, lo que supone 104 puntos básicos por debajo del máximo histórico de julio. En las primeras semanas de diciembre continuó la tendencia a la baja del euríbor a un año, situándose en el 3,26% al final de la tercera semana de diciembre. Con todo, se hallaba unos 75 puntos básicos por encima del tipo de interés de referencia de la autoridad mo-

netaria europea, lo que supone una prima de riesgo relativamente elevada, indicativa de la persistencia de tensiones en el mercado interbancario.

En este entorno, el tipo de interés promedio de los préstamos de las entidades crediticias en octubre se mantuvo en el mismo nivel que en septiembre después de un periodo de alzas empezado hacia el final de 2005. El tipo de interés de las hipotecas para la vivienda permaneció en el 6,21%, mientras que el de los créditos para el consumo y otros fines bajó livianamente hasta el 9,35%.

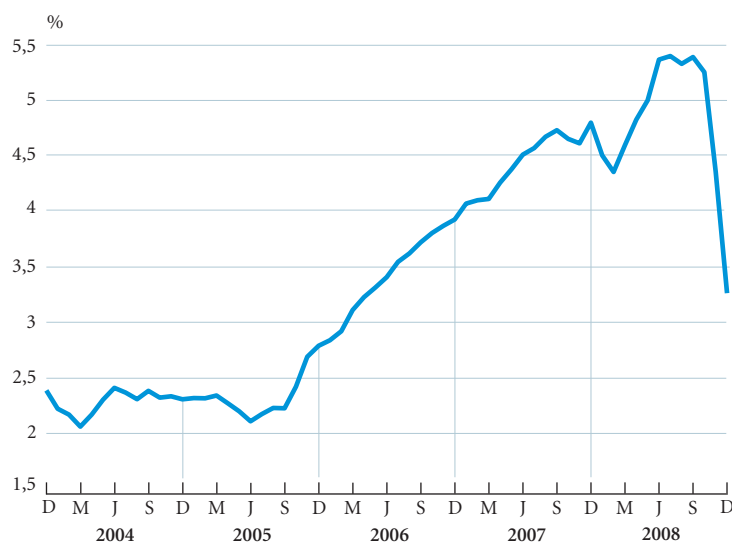
Aparte del ascenso de los tipos de interés en el tercer trimestre, también se produjo un endurecimiento general de las condiciones de oferta de los préstamos y crédi-

Descenso en picado del euríbor a doce meses.

Debilidad de la demanda de financiación del sector privado y endurecimiento de las condiciones de oferta.

BRUSCA CAÍDA DEL EURÍBOR A UN AÑO

Euríbor a 12 meses



NOTA: Día 19 de diciembre.

FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Octubre 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	75.007	-15.835	-17,4	-11.220	-13,0	4,0	
Deudores con garantía real (*)	1.106.938	38.566	3,6	57.905	5,5	59,5	
Otros deudores a plazo	531.308	33.425	6,7	38.136	7,7	28,6	
Deudores a la vista	46.598	6.026	14,9	10.241	28,2	2,5	
Arrendamientos financieros	46.642	349	0,8	1.336	2,9	2,5	
Créditos dudosos	54.177	37.926	233,4	38.777	251,8	2,9	
TOTAL	1.860.669	100.456	5,7	135.175	7,8	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

tos al sector privado, de acuerdo con la encuesta sobre préstamos bancarios realizada por el Banco de España. Pero esta misma encuesta detectó, asimismo, debilidad de la demanda por parte de empresas y familias. Estas tendencias se espera que prosigan en el cuarto trimestre de 2008.

Así, en octubre continuó la tendencia a la desaceleración de la financiación al sector privado. Su tasa de variación interanual descendió hasta el 7,6%, medio punto menos que en septiembre y 10,2 puntos por debajo de un año antes. Aunque el frenazo de la financiación afectó tanto a las empresas como a los hogares, el crecimiento

Frenazo especialmente intenso de la financiación al sector inmobiliario.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Tercer trimestre de 2008

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Financiación de actividades productivas						
Agricultura, ganadería y pesca	26.593	1.348	5,3	1.508	6,0	
Industria	155.481	13.910	9,8	15.149	10,8	
Construcción	156.363	2.910	1,9	6.022	4,0	
Servicios	667.233	44.415	7,1	72.990	12,3	
Total	1.005.670	62.584	6,6	95.669	10,5	
Financiación a personas físicas						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	646.761	28.549	4,6	42.138	7,0	
Adquisición de bienes de consumo duradero	55.859	-717	-1,3	1.824	3,4	
Otras financiaciones	114.132	-330	-0,3	4.593	4,2	
Total	816.752	27.502	3,5	48.555	6,3	
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	6.063	-26	-0,4	-43	-0,7	
Resto sin clasificar	24.075	2.287	10,5	2.253	10,3	
TOTAL	1.852.560	92.347	5,2	146.434	8,6	

NOTA: (*) Del conjunto de las entidades de crédito: sistema bancario, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El crédito para la compra de bienes de consumo duradero crece menos que la inflación en los últimos doce meses.

anual de la dirigida a las primeras, 8,9%, era superior a la de las familias, 5,8%.

A un nivel más detallado, pero con datos que sólo alcanzan hasta septiembre, se aprecia que la desaceleración de la financiación afectó a todos los grandes sectores productivos excepto al primario en el tercer trimestre. La ralentización fue especialmente intensa en el sector inmobiliario. La financiación a los promotores pasó de crecer a un ritmo anual del 35,1% en septiembre de 2007 al 7,8% en el tercer trimestre de 2008. El conjunto de la financiación a la construcción y a las actividades inmobiliarias aumentó el 6,5% en los últimos meses hasta septiembre de 2008 frente a una tasa de variación interanual del 28,7% doce meses antes, lo que ilustra el frenazo del crédito al sector inmobiliario. Con todo, en el tercer trimestre la financiación se elevó el 0,6% respecto al segundo.

La ratio de morosidad del crédito a la vivienda con garantía hipotecaria se sitúa en el 1,3%.

En cuanto a las familias, no sólo continuó decelerándose el crédito para la compra y rehabilitación de vivienda propia, sino que el destinado a la adquisición de bienes de consumo duradero sufrió una severa contracción, de modo que pasó a mostrar un crecimiento anual del 3,4%, inferior a la inflación, frente a una tasa del 7,1% al final del trimestre anterior. El resto de financiación a los hogares –para viajes, estudios, valores, terrenos, etc.– también se ralentizó hasta presentar un incremento anual del 4,2%.

El contexto recesivo, que como se ha comentado más arriba está comportando una desaceleración del ritmo de crecimiento del crédito, propicia un ascenso de los créditos morosos al descender las ventas de empresas, aumentar el paro y restringirse la liquidez en cierta medida. De este modo, la ratio de morosidad continuó ascendiendo en octubre hasta situarse en el 2,9% para el conjunto de las entidades crediticias. Por su parte, la ratio de dudosidad del crédito para adquisición

de vivienda con garantía hipotecaria subió hasta el 1,8%. Estos niveles pueden considerarse todavía moderados. Cabe señalar, además, que las entidades financieras españolas cuentan con amplias provisiones para hacer frente a eventuales fallidos.

Los depósitos bancarios también aminoran su ritmo de crecimiento

A pesar de la caída del euríbor y del mantenimiento de los tipos de interés crediticios, como se ha comentado en el apartado anterior, las dificultades de financiación en los mercados mayoristas comportaron que las retribuciones de los depósitos bancarios siguiesen elevándose en octubre, debido a la agudización de la competencia entre las entidades financieras para captar pasivo de la clientela. Así, el tipo de interés promedio de los depósitos de las entidades crediticias se elevó hasta el 3,35%, 13 puntos básicos más que en septiembre y 67 más respecto a octubre de 2007.

Aunque las remuneraciones de los depósitos bancarios se elevaron, éstos continuaron ralentizándose en octubre hasta un crecimiento interanual del 8,6%; con todo, ligeramente superior al de los créditos. La desaceleración de los depósitos afectó a todas las modalidades hasta el punto de que los saldos de las cuentas a la vista y de ahorro, de plazo a más de 2 años, las cesiones temporales y los depósitos en moneda extranjera se situaban por debajo del nivel de un año antes. Con todo, las imposiciones a plazo hasta 2 años mostraban un alza interanual del 42,4% gracias al ascenso de los tipos de interés. Así, la retribución de las cuentas a plazo para los particulares subió hasta el 5,04% en octubre, el nivel máximo de los últimos años, con un incremento de 73 puntos básicos con relación a doce meses antes.

La fuerte competencia de los depósitos bancarios y la desfavorable evolución de

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Octubre 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	407.012	-31.045	-7,1	-14.043	-3,3	29,2	
A plazo hasta 2 años	477.481	124.775	35,4	142.127	42,4	34,2	
A plazo a más de 2 años	391.742	-10.232	-2,5	-8.209	-2,1	28,1	
Cesiones temporales	74.330	-11.262	-13,2	-7.675	-9,4	5,3	
Total	1.350.565	72.236	5,7	112.201	9,1	96,9	
Depósitos en monedas no euro	43.608	-236	-0,5	-1.942	-4,3	3,1	
TOTAL	1.394.172	71.999	5,4	110.258	8,6	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

los mercados financieros siguieron afectando negativamente a las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria. Así, el patrimonio de éstos se situó en 170.218 millones de euros al final de noviembre, con una bajada de 4.229 millones respecto al mes anterior y del 30,1% en los últimos doce meses. La mayor parte de este descenso mensual se explica por unos reembolsos netos de las participaciones de 3.778 millones de euros, concentrados en los garantizados de renta variable, los de renta fija a corto plazo, los monetarios y los globales. Por el contrario, los fondos de renta fija a largo plazo registraron suscripciones netas por valor de 156 millones de euros, respondiendo a una rentabilidad mensual del 1,19% (no anualizada), al caer las rentabilidades implícitas a largo plazo y contabilizarse ganancias de capital.

El adverso escenario que deben afrontar los fondos de inversión en España afecta, asimismo, al ámbito internacional. Así, desde diciembre de 2007 hasta septiembre de 2008 los activos de las instituciones de inversión colectiva armonizadas europeas disminuyeron en cerca de un billón de euros, el 16%. De forma similar, los activos de las instituciones de inversión colectiva de Estados Unidos se redujeron el 12% en el mismo periodo.

En cuanto a los fondos de inversión libre, los denominados *hedge funds*, según datos de Inverco –la asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones–, en noviembre registraron el mayor decremento en su patrimonio en los cerca de dos años de andadura en el mercado español, del 6%, hasta colocarse en 1.411 millones de euros. En general, los fondos de inversión libre internacionales ya venían atravesando un periodo muy difícil en los últimos meses, derivado de la contracción de la liquidez. Por otro lado, el patrimonio de los fondos de inversión inmobiliaria sufrió una caída del 8,4% sólo en noviembre hasta 7.488 millones de euros.

Finalmente, el volumen de primas acumulado en los nueve primeros meses del ejercicio por el seguro directo totalizó 44.044 millones de euros, con un incremento interanual del 6,3%, según cifras facilitadas por ICEA, asociación del ramo de los seguros. Las primas de vida se elevaron el 10,9%, mientras que las de no vida subieron el 2,9%. Entre éstas, las de salud experimentaron una fuerte elevación del 8,6% y los multirriesgos, el 8,0%. Por el contrario, las de automóviles disminuyeron el 0,9% en un marco de desplome de las ventas de los mismos.

El adverso entorno motiva descensos de los patrimonios de los fondos de inversión internacionales.

También los *hedge funds* sufren un importante retroceso.

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

Enero 2009

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

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

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

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2007

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

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

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2008	Millones €
Sociales	306
Ciencia y medio ambiente	83
Culturales	79
Educativas e investigación	32
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.