

# Informe Mensual



NÚMERO 321

*La esperanza fiscal* Pág. 10

Los planes de estímulo fiscal cobran protagonismo ante las dificultades de la política monetaria

*Expansión monetaria y, ahora, también fiscal* Pág. 25

El activismo fiscal está en marcha, falta esperar que los frutos lleguen a tiempo

*Déficit público y tipos de interés: la sostenibilidad es la clave* Pág. 41

La relación entre el déficit público y los tipos de interés es una cuestión controvertida

*¿Hasta dónde puede subir el déficit público español?* Pág. 63

En un año, se ha pasado de un superávit del 2,2% del PIB a un déficit del 3,4%. ¿Qué ha ocurrido?

# Previsiones

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

	2007	2008	2009	2007 IV	2008				
					I	II	III	IV	
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
					Previsiones				Previsiones
<b>Producto interior bruto</b>									
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	0,7	-1,2	3,0	2,6	1,7	0,3	-1,8	
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	
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	2,9	3,8	-0,7	4,0	4,1	4,4	5,3	1,6	
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	3,9	
Zona del euro	2,1	3,3	1,1	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	
<i>Alemania</i>	2,3	2,6	1,3	3,1	2,9	2,9	3,1	1,6	
<i>Francia</i>	1,5	2,8	1,7	2,3	2,9	3,3	3,3	1,8	
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
					Previsiones				Previsiones
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
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 $\Delta$ 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	
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>	
<b>Otras variables</b>									
Empleo	2,9	-0,4	-3,0	2,2	1,4	0,4	-0,8	-2,7	
Tasa de paro (% población activa)	8,3	11,3	15,2	8,6	9,6	10,4	11,3	13,9	
Índice de precios de consumo	2,8	4,1	1,2	4,0	4,4	4,6	4,9	2,5	
Costes laborales unitarios	2,9	2,9	1,0	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	-3,4	-5,8						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
					Previsiones				Previsiones
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
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	
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,37	1,48	1,33	1,45	1,50	1,56	1,51	1,34	

## Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Estados Unidos
- 10 *La esperanza fiscal*
  - 11 Japón
  - 13 Brasil
  - 15 México
  - 16 China
  - 17 Materias primas
- 19 Unión Europea
  - 19 Previsiones de la Comisión Europea
  - 21 Zona del euro
  - 23 Alemania
- 25 *Expansión monetaria y, ahora, también fiscal*
  - 27 Francia
  - 28 Italia
  - 29 Reino Unido
  - 31 Europa emergente
- 34 Mercados financieros
  - 34 Mercados monetarios y de capital
- 41 *Déficit público y tipos de interés: la sostenibilidad es la clave*
- 45 Coyuntura española
  - 45 Actividad económica
  - 50 Mercado de trabajo
  - 53 Precios
  - 57 Sector exterior
  - 61 Sector público
- 63 *¿Hasta dónde puede subir el déficit público español?*
- 66 Ahorro y financiación

## ¿Vuelve el keynesianismo?

Cuando se produjo la crisis de 1929, los gobiernos reaccionaron dejando que la economía reencontrara espontáneamente su equilibrio, de acuerdo con las recetas clásicas en vigor. Si un banco quebraba, ello era bueno, puesto que de esta forma el mercado situaba a cada cual en su sitio. El patrón oro tampoco facilitaba la utilización de una política monetaria nacional. El caso es que la cascada de quebrantos bancarios, cierres de empresas y escalada del paro alcanzó magnitudes alarmantes sin que los mecanismos reequilibradores se activaran. Ante la gravedad de la situación, los gobiernos decidieron volcar todo su peso en la economía para reconducir la crisis hacia un equilibrio que el mercado era incapaz de alcanzar por sí solo.

Esta experiencia histórica contribuyó a que John M. Keynes desarrollara un nuevo paradigma económico que rompía con la tradición clásica y que durante décadas dominó el pensamiento económico occidental. Además, sirvió de justificación para un intervencionismo elevado de los estados en las economías, tanto directamente en sectores de actividad como a través de una regulación extensa en casi todos los ámbitos, y muy particularmente en el sector financiero. Durante muchos años las políticas keynesianas estuvieron en la base del gran salto de prosperidad experimentado a partir del final de la Segunda Guerra Mundial.

Hasta los años ochenta. La persistente inflación, el bajo crecimiento y el paro elevado registrados a partir de las crisis energéticas de los años setenta no se solucionaban con las recetas keynesianas tradicionales, que únicamente conseguían engordar los déficits públicos, complicando la situación aún más. En un nuevo movimiento pendular, las ideas clásicas del liberalismo económico volvieron a aflorar y se inició una corriente de desregulación que a la vez propugnaba un menor peso del estado en la economía y la ortodoxia de las cuentas públicas. A partir de mediados de los años ochenta estas nuevas corrientes de política económica permitieron recuperar crecimientos elevados, bajando la inflación y el paro a mínimos.

La crisis financiera global desatada a partir de mediados de 2007 y que ha derivado en una grave recesión económica puede suponer un nuevo movimiento pendular en la forma de entender la economía. La radical actuación de las autoridades de Estados Unidos demuestra que los recuerdos de la Gran Depresión siguen vivos en la sociedad americana. La rápida intervención en el sistema financiero indica que el desastre de 1929, amplia y profundamente estudiado, no se quiere repetir. La magnitud de los fondos comprometidos para atajar la crisis es enorme. El Fondo Monetario Internacional, organismo poco sospechoso de favorecer la economía planificada, acaba de publicar un informe especial en el que justifica y aboga por que los gobiernos no duden en actuar con todos los recursos a su alcance para compensar el desplome de la demanda agregada. En Europa, los gobiernos consideraron en un primer momento que la crisis no iba con ellos, que era un problema de Estados Unidos. Pero al final la evidencia se ha impuesto y los gobiernos han decidido romper tabúes en su actuación para sostener al sistema financiero y para abocar recursos que frenen la recesión e impidan la depresión.

¿Tendrán éxito las medidas de impulso fiscal? Los riesgos son ciertamente enormes. Pero las medidas responden a una situación de emergencia, a una crisis distinta a todas y de la que el único precedente comparable puede ser la depresión de los años treinta del siglo pasado. Una vez se recupere la normalidad económica, tiempo habrá para recomponer los esquemas reguladores, la modulación y el engarce entre estado y economía. E incluso, quizás, para un nuevo paradigma económico.

## RESUMEN EJECUTIVO

**La economía mundial apenas crecerá en 2009.**

### Llegan las vacas flacas

La contracción de la economía mundial ya es un hecho. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha vuelto a revisar a la baja sus previsiones y estima en un 0,5% el avance de la economía mundial en 2009. En la práctica, ello equivale a una recesión global, puesto que se trata de un avance inferior incluso al de la población del planeta. En noviembre, hace apenas dos meses, el FMI todavía esperaba un crecimiento global del 2,2%.

Las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento constituyen la tónica de los últimos meses en todas las instituciones que se dedican a tales menesteres. El alcance de la contracción en la que han entrado las economías desarrolladas todavía no ha sido aquilatado en su totalidad. La incertidumbre es elevada. Está claro que se trata de la recesión más importante desde el final de la Segunda Guerra Mundial, y todas las referencias para encontrar un precedente apuntan a la Gran Depresión de los años treinta del pasado siglo.

Lo que otorga mayor gravedad a la situación actual es la dimensión de la crisis financiera que ha estado en el origen de la misma; y que no se acaba de enderezar. La experiencia de todas las crisis bancarias enseña que la recuperación no llega «hasta que todas las pérdidas del sistema financiero han sido reconocidas y los bancos han sido saneados», según Dominique Strauss-Kahn, máximo ejecutivo del FMI y ex ministro de finanzas de Francia. El retroceso de las bolsas en el mes de enero refleja el riesgo que los inversores todavía perciben, especialmente en el ámbito financiero.

**La resaca de la crisis financiera global no se disipa.**

**Los datos del cuarto trimestre acentúan la gravedad del deterioro de la economía real.**

La gran reunión del G-20 en noviembre estableció las medidas que debían adoptarse para reconstituir el crecimiento: recapitalizar los bancos en apuros, extirpar los activos deteriorados del sistema financiero y coordinar el estímulo fiscal. Pero los avances han sido limitados y desiguales. El apoyo de los gobiernos al sistema financiero es claro, pero la persistencia del deterioro deja abiertos interrogantes sobre cómo afrontar el saneamiento, planteándose ahora incluso la nacionalización de entidades. La mayor parte de países han anunciado planes de estímulo fiscal, pero los planteamientos son discordantes y todavía falta por conocer el alcance de las medidas que adoptará Estados Unidos, tras el relevo de la presidencia.

Mientras, los indicadores conocidos a lo largo del último mes han acentuado la gravedad de los desperfectos de las condiciones económicas. La caída de la producción industrial es generalizada, y alcanza magnitudes elevadas en muchas economías. Buena parte de la responsabilidad del frenazo industrial reside en la caída de los flujos de comercio internacional, efecto combinado del súbito deterioro de las perspectivas económicas y de la persistencia del endurecimiento de los mercados financieros. Esta evolución anticipa unos resultados de crecimiento del último trimestre de 2008 muy negativos, una tónica que se estaría manteniendo en el primer trimestre de 2009.

En Estados Unidos, el lado más visible de la recesión está en el sector inmobiliario y en el mercado de trabajo. La vivienda sigue sin tocar fondo. El precio de los inmuebles disminuye la percepción de riqueza de muchos consumidores. El índice Case-Shiller de noviembre acumuló un

retroceso del 27% respecto al máximo de junio de 2006. La corrección de la oferta de viviendas también continúa, y en diciembre se iniciaron 625.000 viviendas en términos anuales, menos de un tercio del registro de 2006, lo que constituye un nuevo mínimo histórico del indicador desde sus inicios en 1959. En el mismo mes, el incremento de inmuebles embargados, subastados a precios bajos, no logró estabilizar el descenso de las ventas. Todo ello indica que habrá que esperar varios meses todavía para que el sector de la vivienda se estabilice. Por su parte, el mercado de trabajo de Estados Unidos ahonda en la senda bajista y arrastra al consumo privado. En 2008 se perdieron 2.589.000 puestos de trabajo. La tasa de paro de diciembre llegó al 7,2% de la población activa, el máximo desde 1991.

Un elemento positivo de la actual situación es la rápida mejora de la inflación. El IPC estadounidense de diciembre siguió estando muy influido por las oscilaciones del precio del petróleo y retrocedió, por quinta vez consecutiva, respecto al mes anterior. La variación interanual fue de sólo un 0,1%, cuando apenas tres meses atrás rozaba el 5%. El índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, cayó por segundo mes consecutivo a causa de la debilidad de la demanda agregada y la menor utilización de la capacidad productiva, con una variación interanual del 1,8%. El temor ahora es que el índice mostrará en los próximos meses descensos en tasa anual, en lo que podría ser el preludio de una deflación (descenso generalizado y sostenido del nivel de precios), si bien creemos que la inyección de liquidez de la Fed evitará esta evolución.

Las economías asiáticas también han cambiado sustancialmente sus tendencias. El producto interior bruto (PIB) chino creció un 6,8% interanual el cuarto trimestre, muy por debajo del 9% del tercer trimestre y del elevadísimo 13% de 2007. Los indicadores más recientes muestran una tendencia que preocupa a las autoridades chi-

nas. Con todo, los más perjudicados por la desaceleración china son el conjunto de las economías asiáticas, que han sufrido fuertes contracciones en los PIB del cuarto trimestre, como lo muestran las primeras estimaciones de Corea y Singapur.

En Europa, el panorama sigue siendo preocupante. La Comisión Europea ya había certificado en el informe de previsiones de otoño que la Unión Europea estaba entrando en una recesión de importante calado. En enero, la Comisión ha revisado de nuevo sus previsiones, corrigiéndolas sustancialmente a la baja. Concretamente, el ejecutivo comunitario espera, para la Unión en su conjunto, un crecimiento negativo del PIB del 1,8% en 2009, lo que representa una reducción del crecimiento de 2 puntos porcentuales respecto a su previsión anterior. La Comisión aún mantiene que la recuperación será un hecho el año próximo, aunque ésta será más tímida de lo inicialmente previsto, llevando el crecimiento del PIB al 0,5%. Las rebajas para la zona del euro han sido similares. Partiendo de un ritmo de crecimiento del 0,9% en 2008, la Comisión prevé un retroceso para 2009 del 1,9% y una tímida recuperación hasta el 0,4% en 2010. Estas previsiones ya incorporan el efecto de los planes de recuperación anunciados por los distintos países. Según el ejecutivo europeo, estas medidas tendrán su máximo efecto en 2009, con una contribución al crecimiento de 0,8 puntos porcentuales. En 2010 la contribución será menor, de 0,3 puntos porcentuales, pero suficiente como para anotar una tasa de crecimiento positiva.

En este deprimido contexto, el Banco de Inglaterra prosiguió con la tendencia de recorte del tipo de interés de referencia iniciada en octubre del año pasado, y el 8 de enero lo rebajó medio punto porcentual, hasta el 1,5%, el nivel más bajo desde la creación del banco en 1694. También el Banco Central Europeo recortó su tipo de interés de referencia en su reunión del 15 de enero, desde el 2,50% hasta el 2,00%, de manera que el BCE ha reducido el tipo ofi-

**En Estados Unidos, la vivienda y el empleo recogen los efectos de la recesión.**

**Baja la inflación, pero ahora en Estados Unidos se teme a la deflación.**

**La Comisión Europea corrige sustancialmente a la baja las previsiones de crecimiento, a pesar de los planes de estímulo.**

**En España, las previsiones también se revisan a la baja: la Comisión Europea espera una contracción del 2% en 2009.**

**Los indicadores disponibles del cuarto trimestre apuntan a una intensificación de la desaceleración del consumo y de la inversión, con caída del empleo y aumento del paro.**

**Los descensos de la inflación y de los tipos de interés contribuirán a frenar el retroceso del gasto de las familias y ayudarán a recomponer el desequilibrio exterior.**

cial en 2,25 puntos porcentuales en poco más de tres meses.

En España, las previsiones también han sido revisadas a la baja. A pesar de los sucesivos paquetes de medidas de estímulo fiscal, que en 2009 supondrán un impacto equivalente a alrededor del 2,5% del PIB, el Gobierno prevé un descenso del 1,6%, frente a la proyección de crecimiento del 1,0% contenida en el escenario macroeconómico de los presupuestos del Estado. Más negativas son las previsiones de la Comisión Europea, que para la economía española predice una recesión más intensa y larga, con una caída del PIB del 2,0% en 2009 y del 0,2% en 2010. Lógicamente, el menor crecimiento económico previsto por la Comisión se traduce en una mayor destrucción de empleo y en un mayor ascenso del paro. Aunque para 2009 ambas previsiones sitúan la tasa de paro alrededor del 16%, la divergencia se acentúa en 2010, pues la proyección de la Comisión Europea coloca la tasa de paro en el 18,7% de la población activa, 3 puntos más que la previsión del Gobierno.

En cuanto al impacto del escenario recesivo en las cuentas públicas, de un superávit del 2,2% del PIB en 2007 se pasó a un déficit estimado en el 3,4% en 2008, que se convertirá en cerca del 6% del PIB en 2009. Para el siguiente año el Gobierno prevé una reconducción del déficit público hasta el 4,8% del PIB, mientras que la Comisión Europea lo sitúa casi un punto más alto. En este contexto de deterioro de las perspectivas económicas, en la cuarta semana de enero la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's rebajó el *rating* de la deuda soberana española a largo plazo en un escalón hasta AA+, perdiendo la máxima calificación crediticia lograda en 2004.

Los indicadores económicos disponibles apuntan a una intensificación de la contracción económica en el cuarto trimestre de 2008, después de un decremento intertrimestral del 0,2% en el tercero. Tanto el

consumo como la inversión han acentuado su caída en el tramo final del pasado ejercicio. Por el lado de la oferta, además de la construcción, la industria se ha sumado a un duro ajuste, y los servicios tampoco se libran de la crisis.

Acorde con la tónica de recesión, los datos de la encuesta de población activa del cuarto trimestre confirman que el año 2008 se caracterizó por la destrucción de empleo y por el incremento de la tasa de paro. En el conjunto del ejercicio, el número de ocupados descendió en 620.100, lo que supone un descenso interanual del 3,0%. El empleo disminuyó por primera vez entre la población inmigrante. La destrucción de empleo se ha concentrado en los trabajadores con contrato temporal y, en menor medida, en los autónomos. De esta forma, a lo largo del pasado año, el número de parados creció en 1.280.300, un 66,4% interanual, afectando a un total de 3.207.900 personas. Así, la tasa de paro aumentó 5,31 puntos porcentuales en 2008, alcanzando al 13,9% de la población activa, la mayor tasa desde el año 2000.

La nota positiva la proporciona la contención de la inflación, con un IPC que en 2008 cerró en el 1,4%, después de haber llegado a superar la tasa del 5% a mediados de año. Gracias a la deprimida situación del precio del petróleo y de otras materias primas, las perspectivas respecto a los precios son de moderación, lo que proporciona un cierto respiro a la capacidad de gasto de las familias. El descenso de los tipos de interés también constituye un indicador favorable en esta línea. A su vez, ambos permitirán una disminución sustancial de las necesidades de financiación externas de la economía española, consecuencia del abultado déficit exterior de los últimos años. Se trata de elementos que contribuirán a modular las tendencias negativas apuntadas anteriormente y que deberán permitir una mejora del tono de la economía en la parte final de este año.

27 de enero de 2009

## CRONOLOGÍA

### 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 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%.
  - 16 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta una banda del 0%-0,25%.
  - 24 El precio del **petróleo** calidad *Brent* cae hasta su nivel más bajo (37,23 dólares por barril) desde julio de 2004.

### 2009

- enero**
- 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Eslovaquia, hasta dieciséis estados miembros.
  - 15 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 2,00%.

## AGENDA

### Febrero

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 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).
- 24 Comercio exterior (diciembre). Ingresos y pagos del Estado (diciembre 08 y enero 09).
- 25 Precios industriales (enero).
- 27 Balanza de pagos (diciembre). IPC armonizado de la UE (enero). Avance IPCA (febrero).

### Marzo

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 5 Índice de producción industrial (enero). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 12 IPC (febrero).
- 13 Coste laboral (cuarto trimestre).
- 16 IPC armonizado de la UE (febrero).
- 17 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 24 Ingresos y pagos del Estado (febrero).
- 25 Precios industriales (febrero).
- 26 Comercio exterior (enero).
- 30 Avance IPCA (marzo).
- 31 Balanza de pagos (enero).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos está en recesión y se espera un crecimiento negativo para 2009.**

**La recuperación del ahorro dificultará la recuperación del consumo privado.**

### Estados Unidos: la dificultad de recuperar el consumo privado

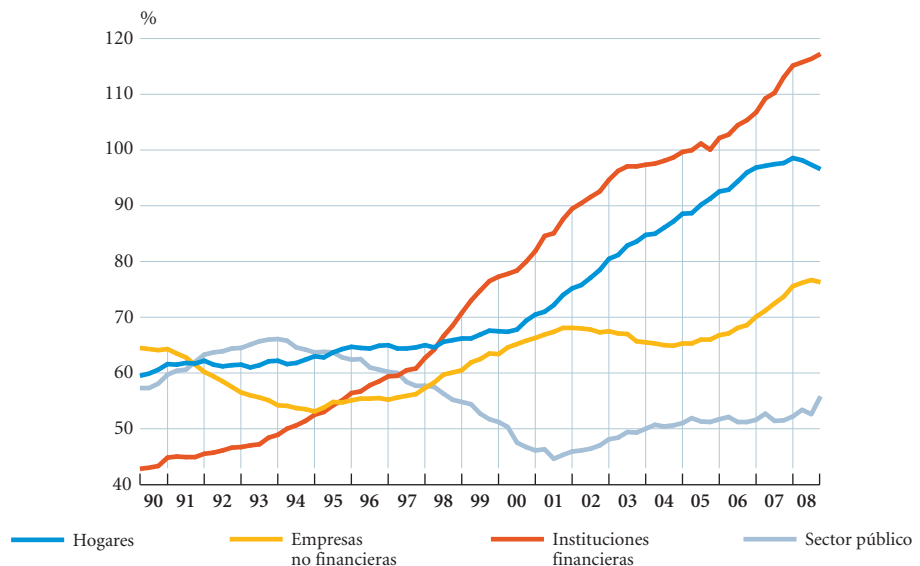
El recientemente investido presidente Barack Obama tendrá ante sí una dura tarea. La economía está en recesión y las perspectivas para el conjunto de 2009 son de crecimiento negativo. La recuperación tendrá que esperar a 2010 y será lenta. La trayectoria bajista de la economía se ha convertido desde septiembre de 2008 en una caída abrupta. El PIB (producto interior bruto) del tercer trimestre retrocedió un 0,5% intertrimestral anualizado mientras que el consumo privado cedió un más rotundo 3,8%. Será ésta la variable clave en 2009, no sólo por su peso del 70,5% en el PIB, sino porque las deterioradas finanzas de los hogares constituyen un mal punto de partida que condiciona-

rá la efectividad de los estímulos y el crecimiento de los próximos años.

Desde finales de 2000 hasta la mitad de 2008, el endeudamiento bruto de las familias pasó del 70,5% al 97,3% del PIB, sólo superado por el 117,2% del sector financiero. La corrección del precio de la vivienda ha reducido riqueza pero no la deuda contraída, con lo que el apalancamiento de las familias se ha hecho insostenible. Con la reducción del crédito esta situación empezó a corregirse en el tercer trimestre iniciando un largo proceso de desapalancamiento de los hogares. La primera consecuencia ha sido el fin del crecimiento de la deuda bruta de las familias a la espera de su reducción. Así, una parte importante de los ingresos que lleguen a los hogares será destinada a re-

### ESTADOS UNIDOS: LAS FAMILIAS DEBERÁN AHORRAR

Deuda bruta en porcentaje del PIB nominal



FUENTES: Federal Reserve y elaboración propia.



ducir la deuda contraída y no a reactivar el consumo.

Por ello, para ser efectivo, el estímulo fiscal necesario para contrarrestar el deterioro de la actividad deberá ser excepcionalmente grande. Obama ha previsto un paquete de 825.000 millones de dólares para 2009 y 2010, un tercio dedicado a la reducción de impuestos y dos tercios a inversiones públicas. La Oficina de Presupuestos del Congreso (Congressional Budget Office) prevé un déficit base del 8,3% del PIB para 2009, pero incluyendo el paquete del nuevo presidente se podría superar el 12%. Considerando el punto de partida, este ajuste lento con mayor ahorro de los consumidores e importantes déficits públicos puede durar varios años. El mayor ahorro de los estadounidenses no será suficiente para financiar este déficit en una economía ya endeudada y que cerró 2008 con un déficit exterior cercano al 5% del PIB. La debilidad de la economía global, incluidos los emer-

gentes, hará más difícil esta financiación externa. Finalmente, dada la magnitud del déficit fiscal, puede surgir a medio plazo un entorno inflacionista con altos tipos de interés que dificulte la inversión privada e impida una recuperación robusta.

El ánimo de los consumidores es un fiel reflejo de estas dificultades. Después de la tímida recuperación de noviembre, el índice de confianza del consumidor del Conference Board volvió a marcar en diciembre un nuevo mínimo histórico en los 40 años de vida del indicador bajando de 44,9 hasta los 38,0 puntos, con un drástico descenso de la percepción de la situación presente sin mejoras en las expectativas futuras. En este contexto, las ventas minoristas de diciembre experimentaron una fuerte bajada respecto a noviembre que llevó, sin los fluctuantes automóviles y gasolina, a un retroceso del 2,5% interanual. Descontando los incrementos de precios, la disminución fue del 4,2%. Por sectores, los retrocesos fueron

**La confianza de los consumidores alcanza mínimos históricos.**

## ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2008						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	2,8	2,0	2,3	2,5	2,1	0,7	-	...	-
Ventas al por menor	5,8	4,2	5,4	3,0	2,6	0,6	-5,1	-8,2	-9,8
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	91,2	76,5	57,3	57,3	38,8	44,7	38,0
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	32,4
Venta de viviendas unifamiliares	-18,0	-26,8	-33,7	-33,1	-39,1	-36,4	-42,0	-35,3	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,8	4,9	5,4	6,1	6,6	6,8	7,2
Precios de consumo	3,2	2,9	4,0	4,1	4,4	5,3	3,7	1,1	0,1
Balanza comercial (3)	-753,3	-700,3	-700,3	-697,8	-699,1	-707,5	-707,9	-688,4	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,2	5,3	4,9	3,0	2,8	3,2	3,0	2,2	1,4
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	82,5	77,9	73,3	72,0	70,9	73,5	80,4	83	81

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.

**El pesimismo empresarial se concentra en empleo, nuevos pedidos y precios.**

**La construcción sigue sin tocar fondo y los precios acumulan un descenso del 25%.**

**El mercado laboral acentúa su deterioro, con 1,9 millones de empleos perdidos en cuatro meses.**

generalizados aunque las mayores debilidades siguieron centradas en los bienes duraderos, incluyendo los automóviles, y en materiales de construcción.

La visión empresarial, según el índice de actividad del Institute for Supply Management, siguió abundando en este escenario de recesión profunda. Así, en diciembre, el índice de manufacturas bajó de 36,2 al nivel de los 32,4 puntos, un nivel al que no se había llegado desde 1980 y que está muy por debajo del equilibrio de los 50,0 puntos, que se considera el umbral que señala riesgos de recesión. Por su parte, el índice de servicios se recuperó de su mínimo histórico pasando de 33,0 al nivel de los 39,6 puntos. En ambos casos se evidencian fuertes descensos en los componentes de empleo y, especialmente, en nuevos pedidos y precios que, en manufacturas, alcanzaron nuevos mínimos históricos desde los inicios del indicador, que se remontan al año 1948.

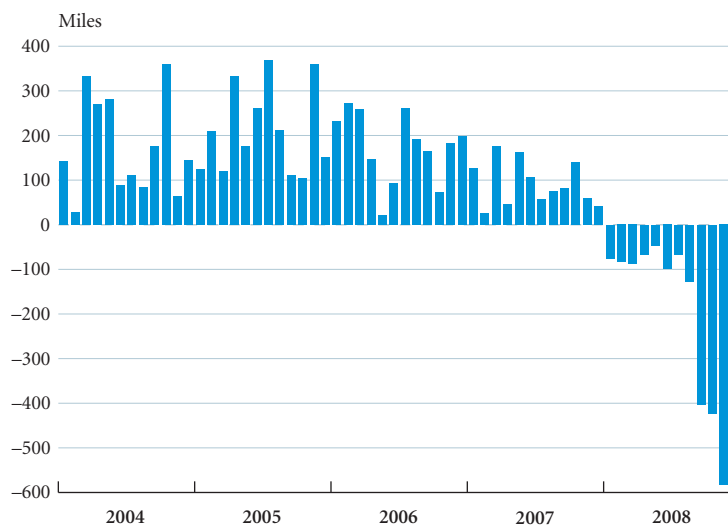
La vivienda sigue sin tocar fondo. Por el lado de la demanda, el precio de los in-

muebles sigue disminuyendo la riqueza percibida de muchos consumidores. El índice Case-Shiller de octubre acumuló un retroceso del 25,0% respecto al máximo de junio de 2006. Teniendo en cuenta los incrementos del IPC, los inmuebles presentan una pérdida acumulada del 30,5% desde su nivel máximo. La corrección de la oferta de viviendas también continúa y en diciembre se iniciaron 625.000 viviendas en términos anuales, menos de un tercio del registro de 2006, lo que constituye un nuevo mínimo histórico del indicador desde sus inicios en 1959. En el mismo mes, el incremento de inmuebles embargados, subastados a precios bajos, no logró estabilizar el descenso de las ventas. Todo ello indica que habrá que esperar varios meses para que el sector de la vivienda se estabilice.

La evolución reciente del mercado de trabajo ahonda en la senda bajista y arrastra con ella al consumo privado. Así, en 2008 se perdieron 2.589.000 puestos de trabajo, de los que 1.934.000 correspondieron a los últimos cuatro meses. Por su parte,

#### ESTADOS UNIDOS: DOS MILLONES Y MEDIO DE EMPLEOS PERDIDOS

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



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

la tasa de paro de diciembre llegó al 7,2% de la población activa, el máximo desde 1991. La crisis de la industria del automóvil hay que entenderla en clave de puestos de trabajo. El senado concedió 14.000 millones de dólares en ayudas pero harán falta muchos más. Los tres grandes de Detroit perdían dinero mucho antes de la crisis y se está lejos de un plan de negocio que asegure la viabilidad a largo plazo.

En el frente de la inflación los peligros desaparecen a corto plazo. El índice general de precios al consumo (IPC) de diciembre siguió estando muy influido por las oscilaciones del precio del petróleo y retrocedió, por quinta vez consecutiva, respecto al mes anterior. La variación interanual fue de un magro 0,1%, cuando solo tres meses atrás se rozaba el 5%. El índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, cayó por segundo mes consecutivo a causa de la debilidad de la demanda agregada y la menor utilización de la capacidad productiva, con una variación interanual del 1,8%.

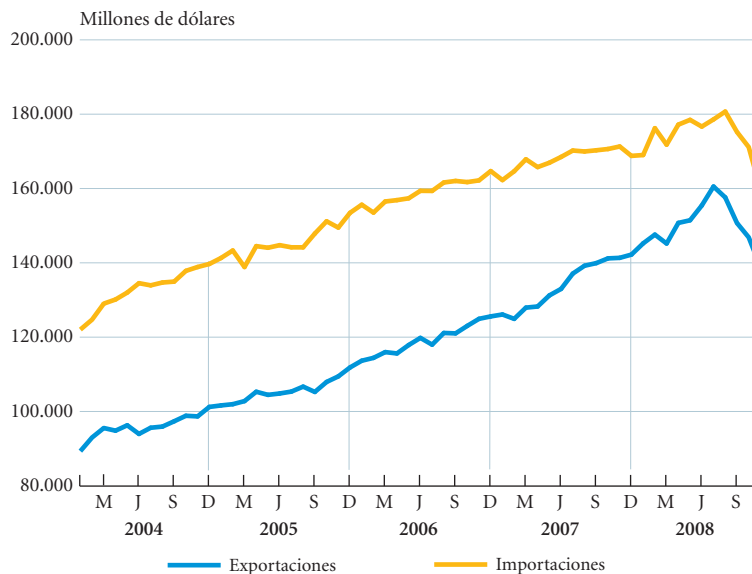
El sector exterior aportó en noviembre signos contradictorios. La importante reducción del déficit comercial, que pasó de los 56.690 millones de dólares de octubre a los 40.442 millones de noviembre, no fue una buena noticia. En primer lugar, cuatro quintas partes de la mejora fueron debidas al abaratamiento del petróleo. El déficit excluyendo el petróleo mejoró pero a costa de una importante reducción de los flujos comerciales. Las importaciones no petroleras descendieron un 12,0% respecto al mes anterior a causa de la debilidad de la demanda interna. Pero el peor dato estuvo en el retroceso del 5,8% que experimentaron las exportaciones, causado por una reducción de los volúmenes de comercio global. La débil demanda mundial, sugiere que el resto del mundo está muy lejos de compensar el repliegue del consumo privado estadounidense. En este contexto de debilidad global, las ayudas que el sector exterior pueda aportar serán limitadas lo que pondrá una dificultad adicional a la recuperación de la economía americana.

**La inflación baja hasta el 0,1% a causa de las fluctuaciones del petróleo.**

**El déficit comercial se corrige momentáneamente a costa de una disminución del comercio.**

## ESTADOS UNIDOS: SE REDUCEN LOS FLUJOS COMERCIALES

Valor mensual de las exportaciones e importaciones excluyendo el petróleo



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

## La esperanza fiscal

Hasta hace bien poco, el activismo fiscal no parecía contar con muy buena imagen. Entre los economistas, existe un consenso bastante amplio en que el mejor instrumento para superar una recesión es la política monetaria. La ortodoxia dicta que, en el plano fiscal, lo mejor es dejar operar a los denominados estabilizadores automáticos. En otras palabras, permitir el deterioro del saldo fiscal como consecuencia de los menores ingresos y mayores gastos derivados de una recesión, pero no ir más allá. Se trata de un principio válido para recesiones normales pero ante la gravedad de la crisis actual y el mal funcionamiento de los resortes por los que se transmite la política monetaria, las políticas de estímulo fiscal ofrecen una alternativa posible, aunque imperfecta, para contrarrestar el deterioro económico y contribuir a la recuperación de la confianza.

En líneas generales, hay tres formas de efectuar un estímulo fiscal: más gasto público, mayores transferencias, o una reducción de impuestos. Keynes abogaba por la primera de estas opciones como la más efectiva para expandir la demanda agregada, argumentando que por cada euro de gasto, el PIB aumenta en más de un euro gracias al efecto multiplicador. El PIB sube en un euro por las compras directas del gobierno, siempre que sean en bienes producidos íntegramente en el país, y algo más por el aumento del consumo en los hogares que producen estos bienes y que obtienen con su venta ingresos adicionales. La segunda opción consiste en transferir recursos del sector público al sector privado. El riesgo de esta alternativa es que los receptores de las transferencias pueden destinarlas a ahorro o repagar deuda, lo que reduciría el impacto positivo a corto plazo sobre el PIB –un riesgo a tener en cuenta en el entorno actual, caracterizado por una elevada aversión al riesgo en hogares y empresas–. Este mismo riesgo también afecta a una reducción de impuestos si bien, por otra parte, esta alternativa puede estimular la actividad si se recortan aquellos especialmente distorsionadores o si se incentiva el consumo directamente, por ejemplo mediante una rebaja temporal y sustanciosa de los impuestos que gravan la compra de vehículos.

En la práctica, existe una incertidumbre considerable acerca de la magnitud de los multiplicadores de las distintas políticas (lo que aumenta el PIB con un estímulo que agrande el déficit fiscal en 1% del PIB). Las estimaciones más utilizadas sitúan el multiplicador del gasto público entre 1 y 1,5 aunque algunos analistas han estimado valores menores a 1. Para las rebajas de impuestos, la mayoría de estimaciones de los multiplicadores oscilan entre 0,5 y 1 a un horizonte de 1-2 años, pero alcanzan valores de 2-3 a medio plazo.<sup>(1)</sup> En el caso de las transferencias, el efecto a corto plazo es similar al de las rebajas impositivas. En todo caso, las rebajas de impuestos y las transferencias pueden tener un efecto considerable sobre el PIB a corto plazo (con un multiplicador mayor a 1) si los hogares o las empresas beneficiarias gastan la mayor parte de estos recursos adicionales. En general, la magnitud de los multiplicadores, además de variar con distintas políticas, también depende de las características de la economía que recibe el estímulo fiscal. Por ejemplo, un estímulo fiscal en una economía con un alto nivel de deuda puede ser contraproducente si pone en duda la solvencia del país y, a resultas de ello, aumenta la prima de riesgo del país y los tipos de interés.

La experiencia histórica ofrece algunas pistas sobre los factores que han reducido la efectividad de las políticas de estímulo fiscal. En primer lugar, los planes de inversión pública, que en principio podrían tener un mayor impacto a corto plazo, tardan bastante en materializarse y son a veces improductivos (el problema denominado «carreteras a ninguna parte»). En cambio, las reducciones de impuestos o un aumento de las transferencias

(1) Christina Romer, flamante directora de la Oficina Económica de la Casa Blanca en la administración Obama, estima en «The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates based on a New Measure of Fiscal Shocks», Documento de Trabajo del NBER No. 13.264 un multiplicador de 3 para Estados Unidos.

acostumbran a implementarse más ágilmente. El estímulo fiscal propuesto por Obama, por ejemplo, incluye una rebaja considerable de impuestos porque, según ha argumentado su equipo económico, existe un límite en la cantidad de inversión que se puede ejecutar de forma eficiente en un tiempo limitado de tiempo. En segundo lugar, en el pasado, las medidas de los planes fiscales a menudo no han sido las más adecuadas para estimular la actividad sino que su lógica parece haber respondido más al poder que distintos grupos de presión han ejercido sobre su diseño. Por último, la experiencia indica que la corrección del déficit fiscal una vez superada la recesión ha tendido a alargarse más de lo debido, aumentando la deuda pública y planteando dudas sobre la sostenibilidad fiscal. La credibilidad del gobierno que impulsa un plan de estímulo es, en este sentido, crucial para que un aumento significativo del déficit no dañe la confianza de consumidores y empresas.

En un informe especial publicado a finales de 2008, el FMI recomendaba para los planes de estímulo fiscal en ciernes que fueran rápidos, porque la actividad y la confianza se ha deteriorado súbitamente; duraderos, porque la recesión podría ser larga; diversificados, combinando gasto, transferencias y rebajas de impuestos; revisables al alza, porque la recuperación de la confianza requiere un compromiso del gobierno para hacer lo que haga falta; internacionales, para sumar energías frente a una crisis global; y sostenibles, para evitar un aumento explosivo de la deuda y una reacción adversa de los mercados financieros. ¿Será posible? En unos meses comenzaremos a tener respuestas.

#### EL EFECTO SOBRE EL PIB DE UN ESTÍMULO FISCAL DE 1% DEL PIB SEGÚN LA POLÍTICA SEGUIDA

En porcentaje

Trimestre	Gasto público	Rebaja de impuestos
1	1,05	0
2	1,24	0,49
3	1,35	0,58
4	1,44	0,66
5	1,51	0,75
6	1,53	0,84
7	1,54	0,93
8	1,57	0,99

NOTA: El estímulo fiscal se supone que aumenta de forma permanente el déficit fiscal en 1% del PIB; los datos de la tabla implican, por ejemplo, que el PIB será ocho trimestres después del aumento del gasto público 1,57% mayor que en un escenario sin estímulo fiscal.

FUENTE: C. Romer y J. Bernstein, «The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan», disponible en [www.change.gov](http://www.change.gov).

### Japón sufre por sus exportaciones

La economía retrocedió un 1,8% en el tercer trimestre en términos intertrimestrales anualizados, confirmando que Japón está en recesión. La hipótesis del *decoupling* asiático, la capacidad de la zona de crecer a pesar de la débil demanda de Estados Unidos, que es su principal cliente, se ha acabado, a causa de la dependencia

de las exportaciones y también porque los males que han afectado al socio americano, como la escasez del crédito, tienen una naturaleza global. Con una demanda interna limitada por una demografía en declive y por factores culturales, el gran motor del crecimiento eran las exportaciones y la inversión en equipo que hacen las empresas exportadoras. Así, estos dos componentes, que combinados suman un ter-

### Japón retrocede a causa del sector exterior.

**La producción industrial baja un 14% y refleja la crisis en bienes duraderos.**

**La inversión empeora sus perspectivas y el mercado inmobiliario languidece.**

**La inflación tiende a cero y las exportaciones retroceden un 24%.**

cio del PIB, explican la práctica totalidad de la recesión japonesa.

La producción industrial de noviembre, que retrocedió un 13,7% interanual, es fiel reflejo del descenso exportador. El descenso del consumo estadounidense es más intenso en los bienes duraderos, que son los que exporta Japón. Así, si el consumo de automóviles estadounidense bajó en diciembre un 22,4% interanual, el descenso de las importaciones de automóviles japoneses en el mismo periodo fue cercano al 40%. En consecuencia, las empresas ajustan su producción y sus expectativas, como indica el índice Tankan de actividad empresarial del Banco del Japón del cuarto trimestre, que para grandes empresas manufactureras se situó en el nivel de 24 puntos negativos, que no se alcanzaba desde 2002.

Por el lado de la demanda, el panorama no mejora. La confianza del consumidor está en mínimos históricos, las ventas minoristas de noviembre retrocedieron en

un 0,9% interanual y las ventas de automóviles retrocedieron en diciembre un 22,8% interanual. En el capítulo de la inversión, las expectativas para los próximos meses intensificaron su sesgo bajista, con unos pedidos de maquinaria que en noviembre disminuyeron un 35,4% interanual, con los mayores descensos centrados en el sector exportador. Por su parte, en el sector de la vivienda, continuó en el área de Tokio la coexistencia de fuertes descensos en las ventas con el mantenimiento de los precios mientras que las viviendas iniciadas sumaron su cuarto mes de retrocesos.

En el frente inflacionista, el IPC de noviembre subió un 1,0% interanual, frente al 1,7% del mes previo pero el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, registró un incremento nulo flirteando con un retorno al periodo deflacionista del que tanto se tardó en salir. Mientras, en el mercado laboral, la tasa de paro de noviembre fue del 3,9% de la población activa.

**JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2006	2007	2008						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
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	-13,7	...
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	-0,2	...
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	4,0	4,0	3,7	3,9	...
Precios de consumo	0,2	0,1	0,5	1,0	1,4	2,2	1,7	1,0	...
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	12,5	11,7	10,2	7,3	6,2	4,8	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,3	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	81,1	77,1	78,4	83,4	82,6	81,9	93,5	98,7	103,2

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.



## BRASIL: 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	Diciembre	
PIB real	3,9	5,6	6,1	6,1	6,3	6,9	–	–	–	
Producción industrial	2,9	5,9	6,5	5,8	6,2	6,9	1,0	–3,5	–	
Tasa de paro São Paulo (*)	14,1	14,2	14,2	13,6	14,1	12,8	12,1	11,8	–	
Precios de consumo	2,8	3,8	4,8	5,4	6,6	7,2	7,3	7,2	6,5	
Balanza comercial (**)	45,8	41,5	41,5	36,4	31,9	29,5	26,5	26,1	24,7	
Tipo SELIC del banco central (%) (***)	13,25	11,25	11,25	11,25	11,75	13,00	13,75	13,75	13,75	
Reales por dólar	2,2	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,8	2,2	2,3	

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

(\*\*\*) El 21 de enero el Banco de Brasil redujo el tipo SELIC hasta el 12,75%.

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

### Las ventas minoristas acumulan una caída del 1,6% en los últimos dos meses.

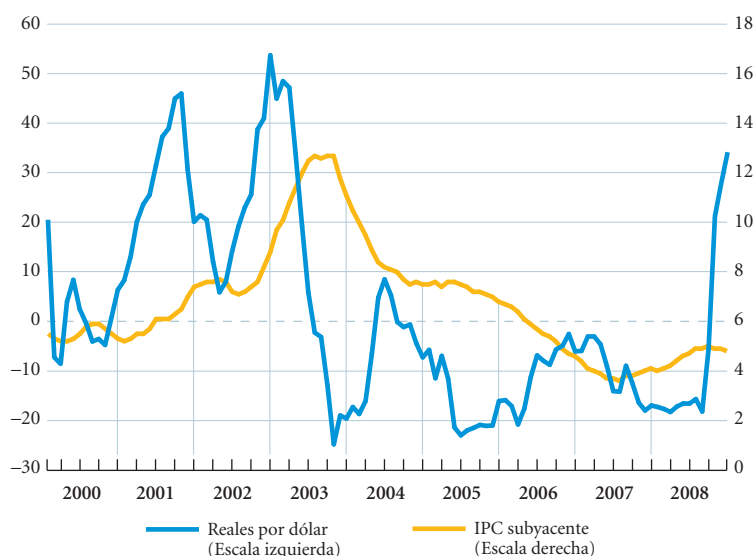
bre acentuaron la caída decreciendo un 13,9% interanual.

El frenazo de la actividad contribuirá a reducir las presiones inflacionistas que preocupaban al Banco de Brasil. El agresivo recorte en enero de 100 puntos básicos en el tipo de interés oficial, para si-

tuarlo en el 12,75%, es reflejo del nuevo balance de riesgos, donde el crecimiento es la prioridad. Actualmente, con el crecimiento dañado, y a pesar de que la inflación en diciembre se situó en el 6,5% interanual, el banco central posee margen suficiente para continuar relajando su política monetaria, aunque deberá vigilar

## BRASIL: LA DEPRECIACIÓN DEL REAL NO ESTÁ TRASLADÁNDOSE A PRECIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior



FUENTES: Datastream y elaboración propia.



posibles presiones sobre el real. En primer lugar, el nivel de la inflación se explica principalmente por un alza temporal que registró el precio de los alimentos. En segundo lugar, la inflación subyacente, una vez se excluyen los precios de los alimentos y la energía, se redujo durante los tres últimos meses hasta el 4,8%. En tercer lugar es importante resaltar que la depreciación aproximada del 35% de la divisa brasileña en los últimos meses de 2008, uno de los principales riesgos para la inflación, no se ha trasladado a los precios. Finalmente, los precios mayoristas, debido a la fuerte corrección en el precio de las materias primas, también disminuyeron hasta el 9,8% interanual, frente al 12,9% de noviembre.

### México: armadura fiscal y monetaria para enfrentar la crisis

La economía mexicana está siendo muy afectada por la fuerte desaceleración de sus exportaciones, principalmente a Estados Unidos, su mayor socio comercial. Esto, unido a la pérdida de confianza, está perjudicando a la demanda interior y se prevé que en el cuarto trimestre el PIB crezca un 0,5% interanual. Mirando ha-

cia 2009, los indicadores adelantados de actividad señalan en la misma dirección, y se prevé que en el segundo y tercer trimestre México ya registre crecimientos ligeramente negativos.

En el tercer trimestre de 2008, la inversión total todavía avanzó a tasas interanuales del 8%, lo que contribuyó a mantener el crecimiento de la demanda interna en el 2%. Si bien la inversión privada retrocedió un 1,1% interanual –como consecuencia del derrumbe del 11,8% de la inversión en construcción– la inversión pública y la inversión privada en maquinaria y equipo registraron un dinamismo muy notable, con un crecimiento del 20,6% y 27,2% respectivamente. Los indicadores de producción industrial apuntan a que la inversión total se ralentizó marcadamente en el cuarto trimestre hasta alcanzar un crecimiento en torno a cero.

El consumo privado también mantiene la tónica descendente y, después de crecer un 2,3% interanual en el tercer trimestre, los datos de ventas minoristas apuntan a tasas de crecimiento alrededor del 1,7% para el último trimestre del año.

**México sufre el impacto de la recesión económica en Estados Unidos.**

**La demanda interna acelera el ritmo de moderación, con ayuda de la inversión privada.**

## 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	Diciembre
PIB real	4,9	3,2	4,2	3,2	2,1	1,6	–	–	–
Producción industrial	5,8	1,6	2,2	6,0	–1,0	–1,6	–2,4	–3,5	–
Tasa de paro general (*)	3,6	3,5	3,5	3,8	3,2	4,2	4,1	4,5	4,3
Precios de consumo	3,6	4,0	3,9	3,7	4,9	5,6	5,8	6,2	6,5
Balanza comercial (**)	–6,2	–10,7	–10,7	–10,8	–8,7	–9,3	–13,3	–15,3	–16,8
Tasa de interés oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	7,50	7,50	7,50	8,25	8,25	8,25	8,25
Pesos mexicanos por dólar	10,9	10,9	10,9	10,8	10,4	10,1	10,6	12,7	13,1

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

**Medidas fiscales y relajación monetaria para limitar el impacto en la economía real en Estados Unidos.**

Para contrarrestar la desaceleración, el gobierno anunció en enero un segundo paquete fiscal por un monto del 1,0% del PIB. Estas nuevas medidas son adicionales a las contempladas en los presupuestos de 2009, donde se preveía un déficit del 1,8% del PIB, cuando en 2008 el saldo presupuestario fue neutral. En el actual contexto de menor actividad económica, y de fuerte corrección en el precio del petróleo, es previsible que el déficit fiscal en 2009 sea mayor al estimado por el gobierno. En líneas generales, las medidas fiscales se centran en fomentar el empleo, incrementar la disponibilidad de crédito a las pequeñas y medianas empresas por medio de los bancos de desarrollo, potenciar la inversión en infraestructura y mejorar el poder adquisitivo de las familias con recortes en el precio de la energía.

**El crecimiento en China se ralentiza hasta el 6,8% en el último trimestre de 2008.**

En materia de inflación, la decisión del gobierno de bajar el precio del gas y la electricidad y congelar el precio de la gasolina provocará una moderación importante en el componente de precios administrados del IPC. Por ello, y apoyada por el desplome que se viene observando en el precio de las materias primas, la inflación del 6,5% interanual de diciembre seguramente es un techo desde el cual se producirá una caída sostenida. Banxico, la autoridad monetaria, comunicó que espera que la inflación a finales de 2009 ceda hasta el 4,0% y para finales de 2010 converja con el objetivo central del 3,0%.

### **China: la desaceleración ya está aquí**

La ralentización que anunciaban los indicadores del mes pasado ya está aquí. El PIB chino creció un 6,8% interanual el cuarto trimestre, muy por debajo del 9% del tercer trimestre y del elevadísimo 13% de 2007. Con todo, y a pesar de abandonar la era del crecimiento de los dos dígitos, la mayoría de estimaciones

para 2009 apuntan hacia un crecimiento alrededor del 7%.

Los indicadores más recientes muestran una tendencia que preocupa a las autoridades chinas. Así, la producción industrial creció en diciembre un 5,7% interanual, cifra que junto al 5,4% en noviembre constituyen las tasas de crecimiento más bajas desde inicios de 2002. Cabe recordar que hace tan sólo seis meses la tasa interanual era del 16%. También la venta de coches cayó en diciembre un 8,0% interanual según la Asociación Automovilística China. Ello supone que en 2008 las ventas de automóviles crecieron un 7,3%, la peor cifra en la última década.

Por otra parte, el valor de las exportaciones en diciembre descendió un 2,8% en términos interanuales. Sin embargo, la fuerte caída de las importaciones (21,3%), fruto de la bajada en el precio del petróleo y de la menor fuerza tanto en la demanda interna como en la externa, contribuyó a aumentar el superávit de la balanza comercial, que alcanzó para el conjunto del año 295.630 millones de dólares (aproximadamente el 6,7% del PIB). La debilidad del sector exportador está moderando las expectativas de apreciación del renminbi, lo que está provocando la salida de capitales de tipo especulativo y una disminución del ritmo de acumulación de reservas.

Sin embargo, no todo son malas noticias para el gigante asiático. Los recientes datos de crédito bancario para el mes de diciembre parecen indicar que los estímulos monetarios han empezado a surgir efecto. El crédito creció un 18,8% interanual en diciembre, bastante por encima de las tasas en torno al 14% que se dieron durante la mayor parte de 2008. Ahora queda esperar si el resto de medidas llevadas a cabo por el gobierno chino, tanto

**La producción industrial no remonta y la venta de coches cae un 8% en diciembre.**

## 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	Diciembre
PIB real	11,6	13,0	11,3	10,6	10,1	9,0	-	6,8	-
Producción industrial	16,4	17,5	17,5	16,6	15,9	13,0	8,2	5,4	5,7
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	278,7	295,1
Tipo de interés de referencia (**)	6,12	7,47	7,47	7,47	7,47	7,20	6,66	5,58	5,31
Renminbi por dólar	8,0	7,6	7,4	7,2	7,0	6,8	6,8	6,8	6,9

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

(\*\*) Porcentaje a final de periodo.

A finales de año se han producido algunas revisiones para 2007.

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

fiscales como de carácter más estructural, son capaces de dinamizar el consumo doméstico, factor clave en el crecimiento del país en tiempos de incertidumbre exterior.

### Las materias primas encuentran una precaria estabilidad

El petróleo mantiene su fuerte volatilidad. Entre el 31 de diciembre y el 27 de enero el crudo partió de los 39 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes) y, tras rozar momentáneamente la barrera de los 50 dólares, se situó en torno a los 45 dólares. La subida acumulada en el año corriente es del 12,9%, aunque todavía es pronto para constatar un cambio en la tendencia bajista que había dominado en la segunda mitad de 2008.

Según la Agencia Internacional de la Energía, la depreciación del petróleo seguirá a lo largo de 2009. A ello contribuirán los mayores inventarios y la menor demanda mundial que, tras descender en

300.000 barriles por día en 2008, volverá a retroceder otros 500.000 barriles en 2009. A este escenario contribuirá de forma especial la desaceleración del consumo de China, que se espera que crezca en 89.000 barriles por día, el menor incremento desde 2001.

Las restantes materias primas, en su conjunto, estabilizaron sus descensos en precios. Así, el indicador *The Economist* de materias primas creció un 10,5% desde el mínimo del 15 de diciembre hasta el 20 de enero. Por su parte, los metales preciosos encontraron un punto de resistencia provocado por la disminución de la producción de oro de Sudáfrica, que en dos años ha pasado del primer al tercer lugar de la producción mundial. Entre los que verán descender sus precios, el cobre espera una menor demanda en 2009. Por su parte, el aluminio siguió perdiendo valor llegando al mínimo de los últimos cinco años. En 2009, se espera una sobreoferta de 900.000 toneladas a pesar de una reducción de la producción.

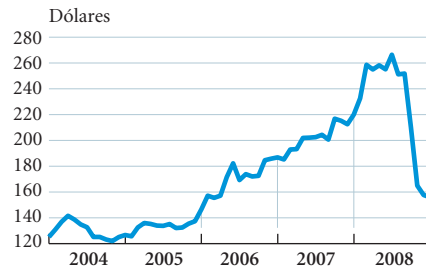
**El crédito repunta tras varias bajadas de los tipos de interés.**

**El petróleo se encarece un 15% pero para 2009 se prevé una disminución de la demanda.**

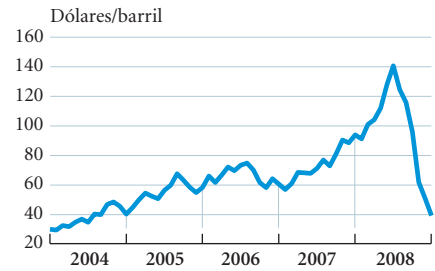
**Las materias primas estabilizan sus descensos con excepción del aluminio.**

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

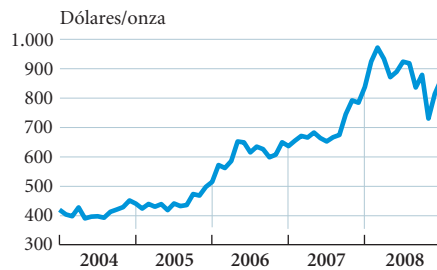
Índice «The Economist»



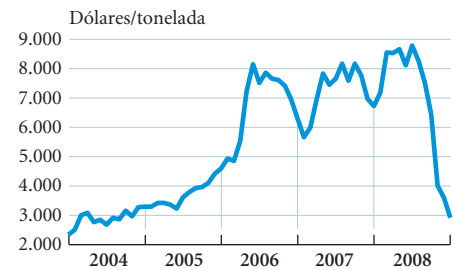
Petróleo Brent



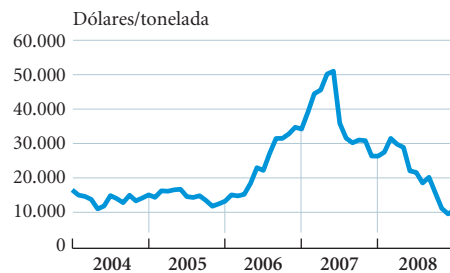
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

# UNIÓN EUROPEA

## Previsiones de la Comisión Europea: revisión a la baja

La Comisión Europea ya había certificado en el informe de previsiones de otoño que la Unión Europea estaba entrando en la primera recesión de su historia. En enero la Comisión ha actualizado este escenario, revisando sustancialmente las previsiones anteriores. En esta actualización constata claramente que la crisis financiera se está trasladando a la economía real.

Concretamente, el ejecutivo comunitario espera, para la Unión en su conjunto, un crecimiento negativo del producto interior bruto (PIB) del 1,8% en 2009, lo que representa una reducción del crecimen-

to de 2 puntos porcentuales respecto a su previsión anterior. La rebaja para 2010 ha sido menor, 0,6 puntos porcentuales. Con ello, la Comisión aún mantiene que la recuperación será un hecho el año próximo, aunque ésta será más tímida de lo inicialmente previsto, llevando el crecimiento del PIB al 0,5%. La inflación, que ya esperaba que registrase un notable descenso debido a la caída de los precios de las materias primas, también ha sido revisada sustancialmente a la baja por el menor ritmo de actividad previsto. Así, la tasa de variación del índice de precios al consumo armonizado caerá del 3,7% registrado en 2008 al 1,2% en 2009, y volverá a una tasa más moderada del 1,9% en 2010 junto con la recuperación de la actividad.

**La Comisión revisa sustancialmente las previsiones a la baja...**

### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ZONA DEL EURO <sup>(1)</sup>

	2005	2006	2007	Previsiones actuales enero 2009 (1)			Diferencia con el otoño de 2008 (2)	
				2008	2009	2010	2009	2010
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,5</b>
Consumo privado	1,8	2,0	1,6	0,5	-0,1	0,3	-0,5	-0,7
Consumo público	1,5	1,9	2,3	2,1	1,6	1,2	0,4	0,2
Inversión	3,3	5,5	4,3	0,6	-5,5	-0,7	-2,9	-0,9
Empleo	0,7	1,4	1,7	0,7	-1,6	-0,7	-1,2	-0,8
Tasa de paro (3)	9,0	8,3	7,5	7,5	9,3	10,2	0,9	1,5
Inflación (4)	2,2	2,2	2,1	3,3	1,0	1,8	-1,2	-0,3
Saldo público (% del PIB)	-2,5	-1,3	-0,6	-1,7	-4,0	-4,4	-2,2	-2,4
Deuda pública (% del PIB)	70,0	68,3	66,1	68,7	72,7	75,8	5,5	8,2
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6
<i>Crecimiento del PIB en la UE</i>	<i>2,0</i>	<i>3,1</i>	<i>2,9</i>	<i>1,0</i>	<i>-1,8</i>	<i>0,5</i>	<i>-2,0</i>	<i>-0,6</i>

NOTAS: (1) Las previsiones de la Comisión están basadas en datos disponibles hasta el 12 de enero de 2009.

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

(3) Porcentaje de la población activa.

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

FUENTE: Comisión Europea.

## PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Enero 2009

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Bélgica	1,3	-1,9	0,3	4,5	1,1	2,0	6,9	8,0	9,2
Alemania	1,3	-2,3	0,7	2,8	0,8	1,4	7,1	7,7	8,1
Irlanda	-2,0	-5,0	0,0	3,1	0,7	1,8	6,5	9,7	10,7
Grecia	2,9	0,2	0,7	4,2	2,5	2,7	8,3	9,0	9,4
España	1,2	-2,0	-0,2	4,1	0,6	2,4	11,3	16,1	18,7
Francia	0,7	-1,8	0,4	3,2	0,8	1,5	7,8	9,8	10,6
Italia	-0,6	-2,0	0,3	3,5	1,2	2,2	6,7	8,2	8,7
Chipre	3,6	1,1	2,0	4,4	2,0	2,3	3,9	5,1	5,5
Luxemburgo	1,0	-0,9	1,4	4,1	0,6	2,5	4,1	4,9	5,8
Malta	2,1	0,7	1,3	4,6	1,9	2,2	6,5	7,4	7,9
Países Bajos	1,9	-2,0	0,2	2,2	1,9	1,8	2,9	4,1	5,5
Austria	1,7	-1,2	0,6	3,3	1,2	1,6	4,1	5,1	6,1
Portugal	0,2	-1,6	-0,2	2,7	1,0	2,0	7,8	8,8	9,1
Eslovenia	4,0	0,6	2,3	5,5	0,9	2,8	4,5	5,2	5,2
Finlandia	1,5	-1,2	1,2	3,9	1,8	1,8	6,4	7,8	8,0
Eslovaquia	7,1	2,7	3,1	4,0	2,9	3,5	9,8	10,6	10,5
<b>Zona del euro</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>7,5</b>	<b>9,3</b>	<b>10,2</b>

NOTAS: (\*) Porcentaje de variación real.

(\*\*) Porcentaje de variación del índice de precios de consumo armonizado.

(\*\*\*) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

### ...por el efecto del *credit crunch* sobre la economía real...

Las rebajas para la zona del euro han sido similares. Partiendo de un ritmo de crecimiento del 0,9% en 2008, la Comisión prevé un crecimiento negativo para 2009 del 1,9% y una tímida recuperación hasta el 0,4% en 2010. Además, estas previsiones ya incorporan el efecto de los planes de recuperación anunciados por los distintos países. Según el ejecutivo europeo, estas medidas tendrán su máximo efecto en 2009, con una contribución al crecimiento de 0,8 puntos porcentuales. En 2010 la contribución será menor, de 0,3 puntos porcentuales, pero suficiente como para anotar una tasa de crecimiento positiva. La inflación para la zona del euro sigue una senda paralela a la de la Unión en su conjunto y, por lo tanto, también sufrirá un notable descenso: pasará del

3,3% en 2008 al 1,0% en 2009. La institución comunitaria apunta que la moderación será generalizada en la mayoría de países, con lo que las persistentes divergencias de los diferenciales de inflación se reducirán.

Detrás de este importante deterioro de las perspectivas económicas se encuentra, principalmente, el temido efecto del *credit crunch* sobre la economía real. La menor capacidad de acceso al crédito de las familias y empresas deprimirá la demanda interna del sector privado y la actividad económica. El cambio de las perspectivas del mercado laboral refleja el tono sombrío de las nuevas previsiones. El empleo, que aún se comportó relativamente bien durante 2008, se contraerá

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

Enero 2009

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

NOTAS: (\*) Porcentaje de variación real.

(\*\*) Porcentaje de variación del índice de precios de consumo armonizado.

(\*\*\*) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

un 1,6% en 2009 en la eurozona. Dado que su evolución responde con cierto retraso a las condiciones económicas, para 2010 aún se espera que continúe cayendo un 0,7%. Por su parte, la tasa de paro aumentará 2,7 puntos porcentuales entre 2008 y 2010, y alcanzará el 10,2% en este último año.

La Comisión, sin embargo, no esconde que el nuevo escenario macroeconómico está sujeto a un elevado nivel de incertidumbre. Por un lado, destaca que aún se desconoce el detalle de los planes de estímulo anunciados por los gobiernos de los distintos estados miembros de la unión. El alcance final de éstos dependerá de la eficacia y la celeridad con que se implementen. Otro aspecto que destaca es el riesgo a medio plazo que conlleva el alto déficit que muchos países alcanzarán, así como los crecientes niveles de deuda pública. El alto coste del servicio de la deuda podría mermar de forma sustancial la renta disponible a medio plazo, con lo que la recuperación económica sería más lenta.

### Zona del euro: indicadores económicos en mínimos históricos

La desaceleración de la economía europea se produjo de forma gradual a lo largo de 2008 hasta convertirse en recesión, al registrar retrocesos intertrimestrales en la segunda mitad del ejercicio. Lejos de haber tocado fondo, la velocidad de caída parece que ha aumentado. El diagnóstico más afinado lo proporciona el indicador de sentimiento económico, que sigue desplomándose a una velocidad inaudita hasta la fecha. En noviembre ya se situó en mínimos históricos.

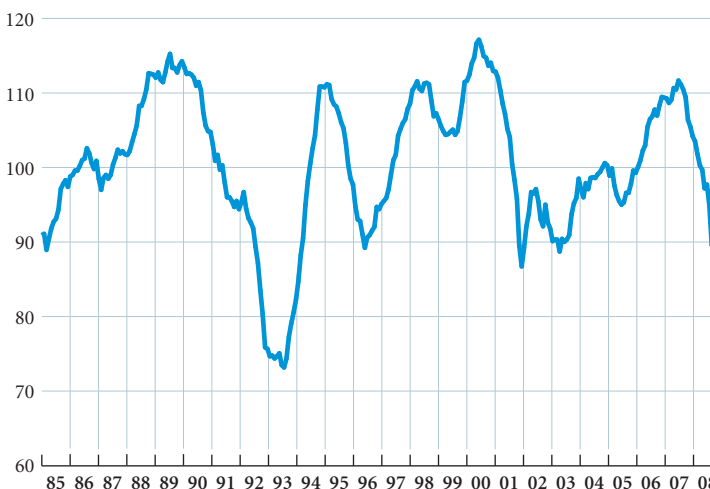
El repaso de los indicadores, tanto de demanda como de oferta, refuerza esta visión. Por el lado de la demanda, las perspectivas no son nada halagüeñas. La caída de las ventas al por menor (1,5% interanual en noviembre) y el desplome de la confianza del consumidor así lo atestiguan. Además, el aumento de la tasa de paro, que en noviembre alcanzó el 7,8% y se situó en los niveles de diciembre de 2006,

**...pero insiste en el alto nivel de incertidumbre en torno al nuevo escenario.**

**En el último trimestre la velocidad de caída de la actividad en la eurozona parece que ha aumentado.**

## EL PESIMISMO SE APODERA DE LA EUROZONA

Índice de sentimiento económico de la zona del euro



FUENTE: Comisión Europea.

**Así lo atestiguan tanto los indicadores de demanda como los de oferta.**

sigue reduciendo la capacidad de gasto de las familias.

La evolución de los indicadores de oferta también refleja el importante deterioro de las condiciones económicas. Cabe destacar, por un lado, la fuerte caída de la actividad industrial, un 7,7% interanual en noviembre, la más pronunciada desde que se recopila la serie. Uno de los responsables de tal descalabro, además de la debilidad de la demanda interna, es la extensión y profundización de la crisis a nivel global. Ello ha hecho que la caída de las exportaciones de noviembre también fuera la mayor desde que se recopila la serie, un 10,2% interanual. En este contexto, no sorprende que los indicadores de confianza industrial se hayan hundido hasta mínimos históricos.

Una de las pocas variables económicas de la que se reciben buenas noticias es la inflación. Ésta bajó hasta el 1,6% interanual en diciembre, 2,5 puntos porcentuales por debajo de la registrada en julio. Ello ha permitido que el Banco Central Europeo continúe la senda bajista de los tipos de interés. En la reunión de enero volvió a ba-

jar 50 puntos básicos el tipo de referencia y lo situó al 2%. Si la inflación se mantiene en tasas moderadas, como prevemos que así será durante el 2009, la capacidad de compra de los hogares dispondrá de un buen soporte y, además, el Banco Central Europeo podrá dejar los tipos de interés en estos niveles, o incluso más bajos, en los próximos trimestres.

Parece pues que la crisis financiera ha alcanzado la economía real y está dinamitando la confianza de los agentes económicos de la zona del euro. Para dilucidar las posibilidades de recuperación económica en el corto plazo habrá que seguir de cerca dos temas fundamentales. Por un lado, una de las señales de la recuperación económica nos la puede dar la demanda interna si, al final, responde a la fuerte bajada de los tipos de interés. El otro foco de atención se centrará en la definición y ejecución de los planes de estímulo económico que los gobiernos de los distintos estados miembros están poniendo en marcha. Como resalta el informe de la Comisión Europea, su efecto sobre el crecimiento puede ser sustancial.

**La inflación es la única variable que proporciona buenas noticias.**



## 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	Diciembre
PIB	3,0	2,7	2,2	2,1	1,5	0,7	–	...	–
Ventas al por menor	1,6	0,9	–0,3	–0,2	–1,5	–1,4	–2,0	–1,5	...
Confianza del consumidor (1)	–9,1	–4,9	–7,7	–11,9	–14,6	–19,3	–23,6	–25,1	–29,7
Producción industrial	4,0	3,5	3,1	2,5	1,1	–1,5	–5,7	–7,7	...
Sentimiento económico (1)	106,3	108,4	104,3	100,5	96,5	88,5	80,0	74,9	67,1
Tasa de paro (2)	8,3	7,4	7,2	7,2	7,4	7,5	7,7	7,8	...
Precios de consumo	2,2	2,1	2,9	3,4	3,6	3,8	3,2	2,1	1,6
Balanza comercial (3)	–10,4	20,1	34,3	24,4	13,8	–11,1	–25,5	–35,8	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	3,1	4,3	4,7	4,5	4,9	5,0	5,3	4,7	3,8
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,6	107,7	110,6	112,8	115,6	113,7	107,6	106,8	112,0

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 significan apreciación de la moneda.

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

### Alemania: un nuevo plan para 2009

El año 2008 ha supuesto el final de una etapa de fuerte expansión, con un crecimiento acumulado entre 2006 y 2007 del 5,9%. Este crecimiento se sustentó principalmente en dos pilares: una demanda exterior en auge y una fuerte inversión. Sin embargo el debilitamiento de ambos factores conllevó la entrada en recesión técnica en el tercer trimestre de 2008, después de dos trimestres consecutivos con caídas intertrimestrales del PIB.

Los datos disponibles del cuarto trimestre de 2008 muestran como esta tendencia se intensificó. Así, noviembre presentó un desplome de la demanda, con reducciones interanuales del 3,2% de las ventas al por menor y del 9,2% de las exportaciones. Esta contracción de la demanda externa cierra seis años de crecimiento continuo de las exportaciones, y se convierte en la peor desde el año 1993. En diciembre, la confianza del consumidor conti-

nuó su deterioro con la mayor caída intermensual registrada desde el inicio de la serie en 1979 (7,5 puntos) debido sobre todo a la componente futura, reflejo de las expectativas pesimistas de los consumidores.

Desde la perspectiva de la oferta, el panorama no es más alentador. La evolución interanual de la producción industrial cayó en noviembre por tercer mes consecutivo (6,3%), situándose a niveles similares a los de 2006. A pesar de no tratarse de la mayor caída registrada, no se había producido antes un descenso similar en tan poco tiempo. No es de extrañar, por consiguiente, la brusca caída del indicador IFO de actividad empresarial, que se encuentra en mínimos históricos desde su creación en 1991. La reducción de la inflación hasta el 1% y el mantenimiento de la tasa de desempleo en diciembre no han bastado para mejorar las expectativas sobre la evolución de la economía a corto plazo.

**Deterioro muy intenso de los principales indicadores de oferta y demanda en Alemania.**

## 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	Diciembre
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	–0,1	0,6	0,1	–3,2	...
Producción industrial	6,0	5,9	5,0	4,9	3,0	–0,1	–3,6	–6,3	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	103,9	104,0	102,1	94,9	90,1	85,8	82,6
Tasa de paro (**)	10,7	9,0	8,5	8,1	7,9	7,7	7,6	7,6	7,6
Precios de consumo	1,6	2,3	3,1	2,9	2,9	3,1	2,4	1,3	1,0
Balanza comercial (***)	151,3	181,5	195,1	199,1	201,3	194,6	188,3	179,6	...

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.

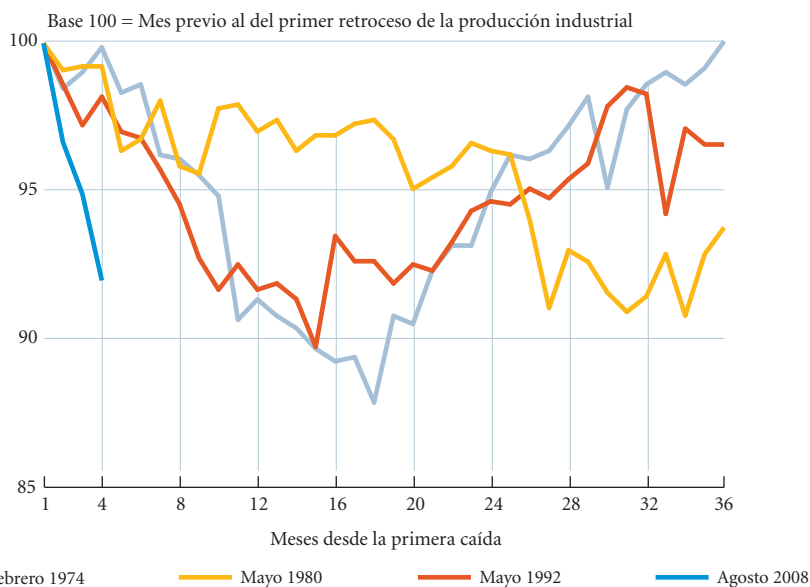
### La Comisión Europea pronostica el mayor retroceso del PIB alemán desde 1960.

Este deterioro del escenario económico ha provocado la revisión de las previsiones por parte de la Comisión Europea, que se sitúan en línea con las publicadas por el Instituto IFO en el mes anterior. Según la Comisión, el PIB retrocederá un

2,3% en el conjunto de 2009, convirtiéndose en el mayor descenso desde 1960. Los motivos principales serán la reducción de la inversión en capital fijo (5,2%) y de las exportaciones (6,1%). Las previsiones de la Comisión pronostican que la

### LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL CAE MÁS RÁPIDAMENTE

Retroceso acumulado de la producción industrial en los últimos episodios con caídas



FUENTES: Instituto de Estadística Alemán y elaboración propia.

recuperación se realizará en 2010, con un crecimiento de 0,7 puntos porcentuales. La tasa de desempleo aumentará un punto porcentual durante estos dos años, hasta alcanzar el 8,1%.

Ante esta tesitura, el gobierno alemán decidió empezar el año 2009 con el anuncio de un nuevo paquete de estímulo económico, valorado en 50.000 millones de euros, que unidos a los 18.000 millones del primer paquete aprobado en noviembre de 2008 equivaldrán al 2,7% del PIB alemán, y se repartirán entre 2009 y 2010.

Las principales medidas del nuevo paquete combinan el aumento del gasto público en infraestructuras y las rebajas fiscales para aumentar el poder adquisitivo de las familias, así como ayudas para la renovación del parque automovilístico. El nuevo paquete también incluye la creación de un nuevo fondo de 100.000 millones de euros para avalar nuevos créditos a empresas, que se añaden a los 15.000 millones del primer plan. Como consecuencia de estas medidas, el déficit público alemán rozará el 3% del PIB en 2009 y superará este nivel en 2010.

**Se aprueba un nuevo paquete de estímulo alemán valorado en 50.000 millones de euros.**

## Expansión monetaria y, ahora, también fiscal

La crisis financiera que comenzó en agosto de 2007 se recrudeció enormemente en 2008. Esta situación hizo que los gobiernos tomaran medidas sin precedentes para evadir un colapso financiero y así evitar una fuerte caída de la economía mundial. A lo largo del primer semestre de 2008 se confirmó que la política monetaria agresiva (importantes recortes de tipos de interés y medidas de expansión cuantitativa) junto con la intervención directa en el sistema financiero y bancario no era suficiente, ni tenía la efectividad necesaria, para mitigar los crecientes riesgos de recesión global e incluso, en algunas economías, de una profunda depresión. Esto ha impulsado a las autoridades a replantear la estrategia para hacer frente a la crisis, diseñando medidas de política fiscal específicamente dirigidas a estimular la actividad económica.

La política fiscal puede ser una buena opción para hacer frente a una caída temporal del crecimiento económico, más aún en un contexto como el actual donde una política monetaria laxa no es suficiente para reducir la aversión al riesgo de los individuos, ni tampoco recuperar la confianza en los mercados financieros globales. De todas formas, esta estrategia también conlleva sus riesgos: la falta de coordinación internacional, un inadecuado tamaño del estímulo fiscal y el posible impacto sobre los tipos de interés (véase recuadro «Déficit público y tipos de interés: la sostenibilidad es la clave»), y el tiempo que puede tomar la implementación de los programas diseñados. Lo óptimo sería que la implementación se realizara de forma simultánea en todos los países para maximizar el impacto y las sinergias entre las economías, y minimizar el llamado efecto polizón o, en otras palabras, que una parte del impacto positivo se convierta en mayores importaciones y no estimule el crecimiento del PIB.

A la hora de diseñar un plan fiscal, surgen varios interrogantes: ¿Incremento del gasto en infraestructuras? ¿Recorte de impuestos? ¿Temporal o permanente? ¿Medidas específicas o de amplio alcance? La combinación de medidas es crucial para determinar la efectividad y eficiencia en reactivar la actividad a tiempo, facilitar el ajuste controlado de algunos sectores y crear empleo. La heterogeneidad que existe entre los planes fiscales anunciados responde a la diferente valoración de riesgos que hacen los gobiernos.

Estados Unidos ha sido el primer país en anunciar, y avanzar de forma decidida, en el diseño de planes de estímulo fiscal. Un primer plan –aprobado en febrero de 2008– se centraba en fomentar el consumo de los hogares en un momento de clara desaceleración de la actividad. El segundo estímulo fiscal de Estados Unidos ha sido

anunciado por el presidente Obama, y aunque aún no se conocen todos los detalles específicos, todo indica que será de una cuantía en torno a los 825.000 millones de dólares, y comprenderá un conjunto de medidas para estimular la actividad económica en el corto plazo a la vez que se emprenden proyectos de corte más estructural, con un efecto a largo plazo. Entre las medidas que tendrán un impacto inmediato están las transferencias a los estados para evitar la paralización de proyectos locales en marcha. El plan también consta de una reducción de impuestos de unos 250.000 millones y la cuantía restante se destinará a gasto público con un énfasis en infraestructura de transporte, energía y educación.

En Europa, los planes fiscales reflejan en gran medida la situación económica que atraviesan los diferentes países de la zona. Observando los países se pueden distinguir dos grandes grupos. Por un lado, aquellos países con un elevado grado de endeudamiento de los hogares, y en los que el sector de la construcción ha tenido una contribución determinante en el crecimiento económico, como son España, el Reino Unido e Irlanda. Por otro lado, los países donde el sector de la construcción contribuyó de forma moderada al crecimiento, y sus familias registran un menor apalancamiento, como Alemania, Francia e Italia. El primer grupo ha sufrido un impacto negativo más profundo de las perturbaciones generadas por los mercados financieros en el último año.

Esta sencilla separación pone de relieve por qué los gobiernos de España y el Reino Unido han diseñado planes discrecionales de estímulo fiscal desde un inicio sustancialmente más importantes que sus vecinos europeos. El

#### PLANES INTERNACIONALES DE ESTÍMULO FISCAL

	Cuantía (millones)	% PIB	Principales líneas de acción		Cuantía (millones)	% PIB	Principales líneas de acción
Estados Unidos Plan 2008	152.000 \$	1,1%	Devolución de 600 \$ a los contribuyentes individuales con ingresos < 75.000 \$, 1.300 \$ a familias con ingresos < 150.000 \$ y un crédito fiscal de 300 \$ por hijo.	Estados Unidos Plan 2009	825.000 \$	5,5%	Plan Obama: anuncios sobre inversión en carreteras y puentes, tecnológicas, educación y salud. Medidas de eficiencia energética. Detalles por confirmar.
Francia	10.000 €	0,5%	Infraestructura en transporte y energía. Adelanto devolución de impuestos. Medidas de apoyo a la industria.	España	18.000 €	2,4%	Infraestructura local y nacional. Vivienda social. Inversiones generadoras de empleos y apoyo (demanda) a sectores estratégicos. Eliminación del impuesto al patrimonio.
Alemania	68.000 €	2,7%	Inversión en infraestructura, escuelas y hospitales. Apoyo a PyMES, recorte temporal de cargas sociales para salud, incentivos para comprar coche nuevo.	Reino Unido	30.000 €	1,2%	Gasto del gobierno. Reducción del IVA del 17,5% al 15% hasta fin de 2009 para incentivar la demanda.
Italia	8.000 €	0,5%	Transferencias a familias y límite en interés hipotecario. Recorte en impuestos corporativos, tarifas de peajes y servicios públicos.	Japón	70.000 \$	1,6%	Familias y pequeñas empresas: asistencia financiera y recorte de impuestos sobre las hipotecas. Gasto en inversión.
				China	164.000 \$	4,9%	Inversión en áreas rurales, adelanto de inversiones, reconstrucción, alquileres económicos. Subsidio a agricultores y créditos a pequeñas empresas. Reducción de IVA.

FUENTES: Fuentes nacionales y estimaciones propias.

gobierno alemán ha decidido en las últimas semanas ampliar el tamaño de su programa fiscal desde el 0,6% del PIB previsto inicialmente hasta el 2,7%. Por su parte, Francia e Italia destinarán el 0,5% del PIB, estímulos fiscales relativamente más modestos y centrados principalmente en la inversión pública, cuyos efectos se sentirán principalmente en 2010. Los planes fiscales de España y el Reino Unido doblan estas magnitudes y contienen elementos que pueden estimular la actividad más a corto plazo.

Las dudas en Estados Unidos se centran en la efectividad del recorte de impuestos, ya que se estima que los contribuyentes destinarán una parte importante de los beneficios a elevar el ahorro y a la cancelación de deudas contraídas previamente, es decir, no se destinará al consumo de bienes. Las previsiones del equipo económico del presidente Obama sobre el impacto acumulado que tendrá el estímulo fiscal en 2009-2010 lo sitúan en torno del 3,7% del PIB, aunque la incertidumbre es muy elevada. En Europa, las diferencias entre los planes fiscales de cada gobierno podrían mitigar las sinergias de los efectos positivos sobre la actividad real y es probable que los planes de algunos países (por ejemplo, Francia e Italia) se revelen insuficientes para contrarrestar la caída de la actividad prevista.

En definitiva, el activismo fiscal se ha puesto en marcha. Ahora falta esperar que los frutos sean los deseados y que lleguen a tiempo.

### **Francia: 2009, año de vacas flacas**

Según las previsiones que maneja la Comisión Europea, Francia creció un 0,7% el año 2008, cifra sensiblemente inferior al 2,2% anotado el 2007. El informe estima además que el descenso del PIB en los últimos tres meses de 2008 podría situarse en el 1,6% intertrimestral. Tanto el desplome de los indicadores de producción industrial y de confianza como la continuidad de la restricción al crédito auguran un débil 2009. Tampoco ayuda la debilidad de los países importadores de productos franceses. Atrás queda la leve esperanza del crecimiento positivo del 0,1% intertrimestral del PIB registrado en el tercer trimestre del 2008. Francia no se libra de la recesión.

La fuerte caída del PIB francés a finales de 2008 se refleja en la mala evolución de la producción industrial, que cayó un 9,0% interanual el mes de noviembre. Asimismo, otros indicadores de la actividad industrial sugieren que la tendencia bajista se intensificará en los próximos meses. Por ejemplo, la tasa de utilización de la

capacidad productiva está muy por debajo de su nivel promedio de largo plazo. Además, tanto el índice del sentimiento económico como la cartera de pedidos han retrocedido en el mes de diciembre, alcanzando un mínimo histórico desde que empezaron a compilarse estas cifras.

Desde la perspectiva de la demanda, diversos datos señalan que el consumo interno está notablemente apagado. Así, el consumo de los hogares se desplomó en diciembre un 1,7% interanual, muy por debajo del aumento del 1,0% del mes anterior. Este descenso en picado del consumo es un dato preocupante, sobre todo si se tiene en cuenta que diciembre suele ser un mes de elevado gasto familiar inducido por la campaña navideña. Asimismo, la confianza del consumidor continuó a la baja en diciembre y alcanzó niveles del orden de 34 puntos negativos.

Las cifras muestran que no sólo la demanda interna afloja sino también la demanda externa ya que el déficit comercial se amplió hasta los 56.900 millones de euros en noviembre, por encima del déficit

**Se espera una contracción del PIB francés en el cuarto trimestre y durante la primera mitad del 2009.**

**La producción industrial se desploma en Francia.**

## 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	Diciembre
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	0,6	1,1	–1,7
Producción industrial	0,9	1,4	2,5	1,7	–0,4	–2,5	–8,0	–9,0	...
Tasa de paro (*)	9,2	8,3	7,8	7,6	7,7	7,7	7,8	7,9	...
Precios de consumo	1,7	1,5	2,3	2,9	3,3	3,3	2,7	1,6	1,0
Balanza comercial (**)	–27,4	–33,3	–38,4	–42,0	–45,8	–50,6	–55,6	–56,9	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### La demanda flojea y la inflación se modera.

de 55.600 de octubre. Igualmente, cabe esperar que el número de parados aumente considerablemente en los próximos meses. Así, la tasa de paro repuntaba hasta el 7,9% en noviembre, una décima porcentual por encima del registro de octubre. En este entorno, la única nota optimista la aporta la moderación de la inflación, que se situó en el 1,0% en diciembre, inferior al 1,6% anotado el mes anterior.

### Se estima una caída del 1,8% del PIB francés en el año 2009.

Bajo esta coyuntura económica tan adversa, la Comisión Europea prevé un retroceso del PIB francés del 1,8% en 2009. Se estima también que debería haber una recuperación muy gradual en 2010, con un crecimiento del 0,4%. Aunque el plan gubernamental de estímulo económico paliará la caída de la actividad en 0,4 y 0,2 puntos porcentuales en 2009 y 2010, respectivamente, será insuficiente para evitar la caída del PIB. Asimismo, este plan contribuirá a que el déficit fiscal aumente 0,8 puntos porcentuales adicionales, y alcance un 5,4% del PIB, superior al 3,2% previsto para 2008.

### Italia: un año difícil por delante

Italia entró en recesión técnica durante el tercer trimestre de 2008, junto a la mayoría de países europeos. Sin embargo, la

economía transalpina ha resultado ser, según las estimaciones de la Comisión Europea, una de las pocas economías con un retroceso del PIB en el conjunto de 2008. Los nuevos datos revisados por la Comisión prevén una recuperación exigua del PIB a partir de 2010, después de dos años consecutivos de caídas, del 0,6% en 2008 y del 2,0% en 2009.

Los escasos indicadores disponibles para los últimos meses de 2008 confirman este pronóstico. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor se redujeron en noviembre de 2008 un 3,0% interanual, mientras que la confianza del consumidor mantiene su tendencia decreciente, situándose cerca del mínimo alcanzado en 1993. La desaceleración de las exportaciones en los últimos meses, con una caída del 1,3% interanual en octubre de 2008, agrava aún más la reducción de la demanda. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial registró una caída del 9,0%, la máxima desde la existencia de la serie en 1996. Además, la confianza industrial sigue deteriorándose, alcanzando en noviembre un nuevo mínimo de los últimos veinticinco años. La desaceleración del IPC, con un crecimiento del 2,8% en el cuarto trimestre (2,2% en diciembre) sigue siendo el único dato positivo.

### La Comisión Europea esboza una caída del 2,0% del PIB italiano en 2009.

## 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	Diciembre
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	-0,7	-3,0	...
Producción industrial	2,5	-0,1	-2,9	-1,3	-1,6	-4,3	-7,5	-9,0	...
Tasa de paro (*)	6,8	6,1	6,3	6,6	6,7	6,7	-	...	-
Precios de consumo	2,1	1,8	2,4	3,1	3,6	4,0	3,5	2,7	2,2
Balanza comercial (**)	-17,6	-13,7	-8,9	-9,1	-8,6	-10,4	-12,1	-12,9	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Las perspectivas para este año son poco alentadoras. El incremento previsto de la tasa de paro sobre población activa (1,5 puntos porcentuales en 2009 según la Comisión Europea) agravará el retroceso de la demanda, que junto a la caída de la inversión en capital fijo supondrá un fuerte lastre para la economía italiana. Sólo el aumento del gasto público, debido al plan de estímulo fiscal aprobado en diciembre de 2008 y valorado en 8.000 millones de euros, compensará parcialmente la recesión. Se trata de un paquete reducido ya que el elevado endeudamiento público, superior al 100% del PIB, no permite hacer un amplio uso de las políticas fiscales discrecionales.

### Reino Unido: 2009, la peor recesión entre las grandes economías de la Unión Europea

En el cuarto trimestre de 2008 la economía británica retrocedió un 1,5% intertrimestral, lo que sumado al descenso del 0,6% del tercer trimestre la posiciona en situación de recesión técnica. El resto de indicadores disponibles confirman un deterioro acentuado de la coyuntura económica británica. Desde el lado de la demanda, la confianza del consumidor ha continuado a la baja, situándose en nive-

les negativos de 29 puntos. Cabe destacar que la mayoría de los componentes de sentimiento económico se encuentran en mínimos históricos desde el inicio de la recogida de estos datos. Además la abrupta caída de las matriculaciones (cercana al 30% interanual en los últimos tres meses de 2008) reafirma la debilidad del consumo del Reino Unido.

Asimismo, los datos muestran que no sólo el consumo interno flojea sino también la demanda externa. Efectivamente, a pesar de la depreciación de la libra esterlina, cuyo cambio efectivo nominal ha perdido cerca de un 25% de su valor en el último año, el déficit comercial no se corrige. El componente inversor no es mejor, ya que el grado de utilización de la capacidad productiva retrocedió en el cuarto trimestre.

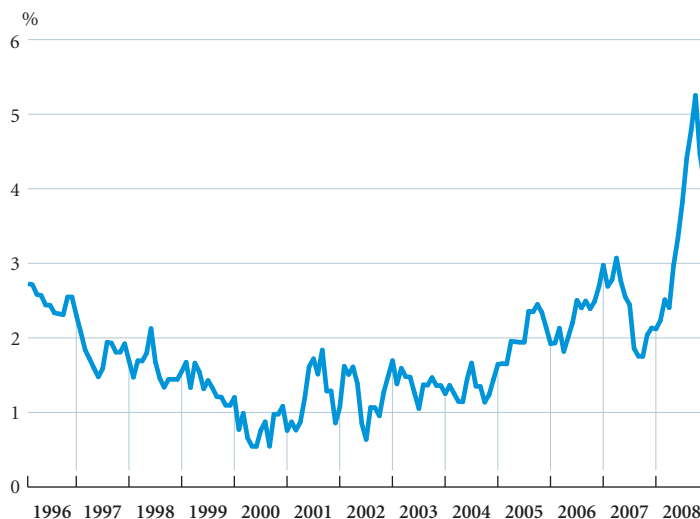
En este contexto de debilidad generalizada de la demanda, no sorprende que la producción industrial se haya desplomado en los últimos meses. En noviembre, la producción industrial descendió un 6,9% interanual, la peor caída desde que empezó a compilarse esta estadística. En este contexto la Comisión Europea ha previsto una contracción de la economía británica del 2,8% interanual para 2009, un retroceso del PIB sensiblemente superior

**El plan de estímulo económico no será suficiente para compensar la caída de la actividad.**

**Se espera una contracción del PIB británico en el cuarto trimestre.**

## LA INFLACIÓN BRITÁNICA SE FRENA

Variación interanual del índice de precios de consumo



**Se estima un retroceso del PIB del 2,8% para 2009...**

al experimentado por las demás grandes economías de la Unión Europea.

Incluso la situación laboral, uno de los puntos fuertes del Reino Unido, se ha empezado a resentir. Así, la cifra de parados registrados alcanzó los 1,16 millones en diciembre, la cifra más alta desde enero de 2000. Con ello, la tasa de paro registrado se sitúa en el 3,6%, tres puntos por encima de la tasa anotada el mes anterior.

La única información optimista, como en el resto de países de la Unión Europea, la aporta la desaceleración de los precios y la bajada de los tipos de interés. Ambos factores van a conllevar una mejora de la situación financiera de las familias y de las empresas. La inflación se ha moderado en el mes de diciembre, situándose en el 3,1% interanual, tasa significativamente inferior al 4,1% anotado en noviembre. La moderación de la inflación se debe sobre todo a la reducción del IVA, pero también a la caída de los precios del sec-

tor energético y a los descuentos agresivos de las rebajas. Asimismo, el Banco de Inglaterra bajó en medio punto porcentual el tipo de interés el pasado 8 de enero hasta el 1,5%, la tasa más baja desde el año 1694.

El Reino Unido, en vistas a este marco tan adverso, anunció el año pasado un plan gubernamental de estímulo fiscal, que asciende al equivalente a un 1,2% del PIB. Cabe esperar que la batería de medidas aporte un crecimiento adicional, aunque se desconoce en qué medida. No obstante, será claramente insuficiente para paliar sustancialmente el retroceso del PIB en 2009. Cabe señalar además que uno de los factores inquietantes del plan estriba en el fuerte impacto que éste tendrá sobre el déficit británico. Según estimaciones de la Comisión Europea, el total de las medidas fiscales contribuirán a que el déficit aumente medio y un punto porcentual en 2009 y 2010, respectivamente, alcanzado el 8,8% del PIB en 2009 y el 9,6% en 2010.

**...pero hay algunas noticias optimistas: la inflación se modera y bajan los tipos de interés.**



## 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	Diciembre
PIB	2,8	3,0	3,0	2,6	1,7	0,3	-	-1,8	-
Ventas al por menor	3,2	4,4	3,9	5,4	4,4	2,3	1,7	1,4	3,9
Producción industrial	0,7	0,4	1,0	0,6	-1,2	-2,5	-5,2	-6,9	...
Tasa de paro (*)	2,9	2,7	2,5	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3	3,6
Precios de consumo	2,3	2,3	2,1	2,4	3,3	4,9	4,5	4,1	3,1
Balanza comercial (**)	-72,5	-83,2	-88,4	-90,9	-93,2	-94,6	-93,9	-94,2	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,3	6,3	6,0	6,0	5,9	6,3	5,8	3,9
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	98,0	103,9	102,2	97,6	92,6	92,8	89,4	85,4	81,2

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.

### Europa emergente: rápido deterioro de expectativas

Que la Europa emergente no iba a escapar indemne de la combinación de crisis financiera mundial y la ralentización económica global era una cuestión asumida desde hace varios meses. El notable deterioro de los indicadores de actividad en el tramo final de 2008 sugiere que la situación podría ser incluso peor de lo previsto. Se trata, en gran medida, del resultado de la fuerte dependencia de estas economías del mercado de los países europeos industrializados, prácticamente todos ellos en situación de recesión. En este contexto, sólo la remisión de las tensiones inflacionistas sirve como paliativo parcial a una coyuntura negativa.

El caso de Polonia sirve como ejemplo concreto de cómo se está materializando el endurecimiento de la crisis en la región. Así, en noviembre, las ventas al por menor caían un abultado 13,8% interanual, lo que representó un descenso superior a los cuatro puntos porcentuales en tan sólo un mes. Ligeramente mejores fueron los datos de producción industrial, que

retrocedió en diciembre, en tasa interanual, un 4,4%. El desplome manufacturero se ha debido en gran medida al empeoramiento de las exportaciones. El crecimiento de éstas, en saldo acumulado de doce meses, pasó del 7,8% interanual del promedio del tercer trimestre al 3,9% de noviembre.

Combinada esta tendencia con el relativo dinamismo de las importaciones se explica la ampliación del déficit comercial hasta los 85.500 millones de zlotys en noviembre (en saldo acumulado de los doce meses), a comparar con el desequilibrio comercial de 84.000 millones de zlotys de octubre. Con todo, conviene recordar que el déficit comercial rondará en 2008 el 7% del PIB, una cifra elevada pero no de las peores de la Europa emergente. La inflación, como se ha comentado anteriormente, se ha reconducido notoriamente, alcanzando un 3,4% interanual en noviembre, su mínimo desde diciembre de 2007.

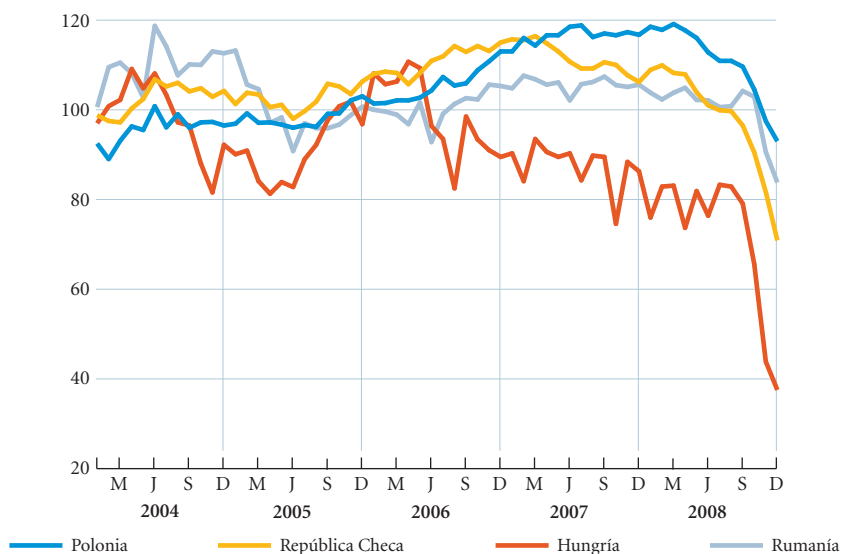
Ante esta situación de empeoramiento cíclico, los mercados financieros han reaccionado penalizando en términos rela-

**Las economías emergentes de Europa se adentran en una fase de desaceleración económica.**

**Fuerte ajuste de demanda y oferta en Polonia.**

## LA EUROPA EMERGENTE PIERDE GAS

Indicador de sentimiento económico



FUENTE: Comisión Europea.

### Los mercados financieros presionan a los países con mayores desequilibrios.

tivos a ciertos países de la región que perciben como más problemáticos. Se trata, en la mayor parte de casos, de aquellas economías que han acumulado mayores desequilibrios macroeconómicos. Así, el riesgo de impago de la deuda pública (recogido por los contratos de *Credit Default Swaps*, o CDS), tras moderarse levemente

en diciembre, ha vuelto a repuntar en enero. Tanto el nivel actual como la tendencia apuntan a que los mercados perciben mayores riesgos de impago en el caso de los tres estados bálticos (Estonia, Letonia y Lituania), junto con Bulgaria, Rumanía y Hungría.

### POLONIA: 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	Diciembre
PIB	9,0	8,2	8,7	9,8	9,9	9,3	-	...	-
Ventas al por menor	7,3	4,1	3,2	2,0	0,2	-4,3	-9,6	-13,8	...
Producción industrial	12,0	9,6	8,6	8,5	8,2	3,0	-0,1	-9,2	-4,4
Sentimiento económico (*)	106,2	117,3	117,7	119,3	116,3	111,3	105,3	98,3	93,8
Tasa de paro (**)	13,9	9,6	8,5	7,8	7,4	6,8	6,5	6,5	...
Precios de consumo	1,1	2,4	3,3	4,3	4,4	4,8	4,3	3,8	3,4
Balanza comercial (***)	-43,9	-44,2	-68,5	-72,8	-76,6	-80,4	-84,0	-85,5	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Organismos nacionales de estadística, banco central nacional, Comisión Europea y elaboración propia.

Precisamente, las divisas de estos dos últimos países han sido objeto de fuertes presiones depreciatorias en lo que llevamos de 2009. No es coincidencia que Rumania y Hungría estén entre los estados que están registrando una desaceleración económica más intensa en la región. El escenario que descuentan los mercados también está siendo progresivamente asumido por los analistas económicos. Por citar un ejemplo paradigmático, las previsiones de retroceso del PIB de la economía húngara, que hasta fecha reciente se situaban en una caída del 1,5%, ahora han empezado a revisarse hasta descensos en la zona del 3%-4%.

En una línea similar, aunque probablemente todavía excesivamente optimistas, la Comisión Europea ha anunciado recientemente unas previsiones de crecimiento a la baja para 2009 en toda la región. En este contexto, se especula con una relajación monetaria intensa que permita paliar la ralentización económica. Por el momento, entre los emergentes comunitarios, el banco central magiar ha optado por un primer recorte en 2009 de 50 puntos básicos, que deja el tipo de intervención en el 9,5%.

**Comienzan a revisarse a la baja las previsiones de crecimiento para la región y a anticiparse sensibles rebajas de los tipos de interés de referencia.**

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

**Los bancos centrales intentan normalizar los mercados de crédito.**

### Los bancos centrales siguen actuando con energía

Los bancos centrales más importantes del mundo siguen sin poder tomarse un respiro. Algunos, aquellos que todavía tienen margen, han recortado el tipo de interés oficial; pero todos están realizando un seguimiento minucioso de cualquier cambio de condiciones en los mercados financieros. Éstos reflejan el crudo invierno del hemisferio norte, pues siguen, si no congelados, con muy bajas temperaturas.

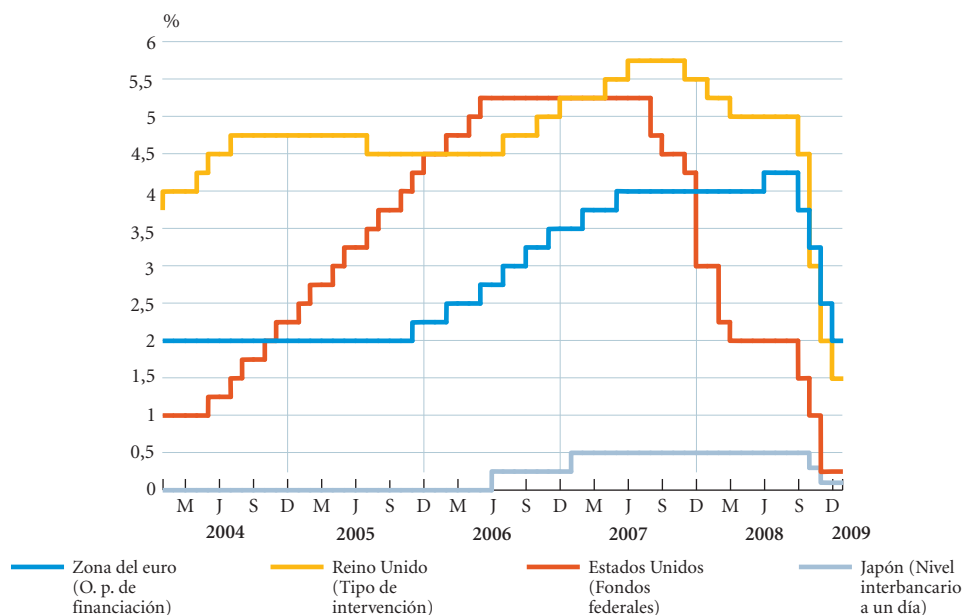
Al mismo tiempo, los bancos centrales también procuran explicar sus estrategias. Así por ejemplo, el gobernador de la Fed, Bernanke, utilizó un discurso para realizar

un repaso de todas las medidas empleadas para luchar contra la crisis actual. Hizo una distinción interesante entre la política monetaria del Banco de Japón durante los años 2001-2006, conocida como «expansión cuantitativa» y la que está implementando la Fed, que denominó «expansión crediticia». En la expansión cuantitativa se pasa de determinar los tipos de interés a establecer un objetivo de crecimiento de las reservas de los bancos comerciales en el banco emisor.

La expansión crediticia, que utiliza la Fed, coincide con la expansión cuantitativa en un aspecto: ambas tienen como resultado un aumento del balance del banco central. Pero en el caso de la política de ex-

### EL REINO UNIDO Y LA EUROZONA RECORTARON EL TIPO OFICIAL

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTE: Bancos centrales.

pansión cuantitativa, éste se centra en el crecimiento de las reservas de los bancos, (que forman parte del pasivo del balance del banco central) sin tener en cuenta la composición de los préstamos y títulos en la parte del activo. En cambio, la Fed está concentrada en la composición de los activos en su balance y los efectos sobre las condiciones en los mercados de crédito para familias y empresas. Este es el motivo de la multiplicidad y variedad de programas para inyectar liquidez, pues cada uno de ellos ataca problemas en diferentes mercados financieros.

Por otra parte, el Banco de Inglaterra prosiguió con la tendencia de recortes del tipo de interés de referencia iniciado en octubre del año pasado. El 8 de enero rebajó en 50 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) el tipo de interés oficial hasta dejarlo en el 1,5%, el nivel más bajo desde la creación del banco en 1694. En el comunicado en el que justificaron su decisión, los miembros del comité de política monetaria del banco central hicieron referencia a las encuestas empresariales, que indican una aceleración en la contracción económica del Reino Unido. Además, comentaron la necesidad de tomar medidas para luchar contra la reducción del flujo de concesión de crédito a los agentes económicos.

Igualmente, el Banco Central Europeo (BCE) recortó el tipo de interés de referencia en su reunión del 15 de enero, desde el 2,50% hasta el 2,00%. Teniendo en cuenta este último recorte, el BCE ha reducido el tipo oficial en 225 puntos básicos desde el 8 de octubre del año pasado. El presidente Jean-Claude Trichet reconoció la significativa desaceleración de la economía de la Eurozona y afirmó que los riesgos a la baja en el crecimiento, ya advertidos en los meses anteriores, se han materializado. Afortunadamente, la fuerte caída de la inflación en la Eurozona, por debajo del nivel de referencia del 2%

del BCE, le da más margen de maniobra para seguir bajando.

Aunque el presidente del BCE nunca se compromete preanunciando decisiones sobre los tipos de interés para los próximos meses, adelantó en respuesta a un periodista que no descarta un nuevo recorte y además señaló la reunión del mes de marzo como el escenario posible para realizarlo.

Finalmente, el BCE declaró la importancia de que los diferentes países adopten políticas fiscales que sean sostenibles a largo plazo. Reconoció que las políticas de estímulo fiscal, si bien necesarias, deberán corregirse una vez se haya superado la situación actual, para evitar que las dudas sobre la viabilidad a medio plazo mermen el estímulo fiscal.

Si durante los últimos meses la mayor preocupación de los bancos centrales era evitar la quiebra de las instituciones de crédito, ahora es recuperar el flujo de crédito en los diferentes mercados financieros. Los bancos centrales están utilizando todo el arsenal a su disposición para conseguirlo. Por ejemplo, en el Reino Unido se concedieron nuevos poderes al banco central para que pueda prestar hasta 50.000 millones de libras esterlinas directamente a las empresas. En definitiva, si los bancos comerciales han cortocircuitado la política monetaria, el banco central empieza a ocupar las funciones que en condiciones normales realizan éstos en la asignación de crédito.

En este sentido, se atisba una novedad sustancial en la gama de medidas diseñadas para combatir la crisis. Al inicio de la crisis *subprime*, en Estados Unidos y en el Reino Unido se propusieron planes para adquirir activos tóxicos de los bancos. Posteriormente, el Reino Unido derivó estos planes hacia la recapitalización de las entidades; idea que fue copiada por

**La Fed está utilizando una política de expansión crediticia.**

**El Banco de Inglaterra y el BCE recortan los tipos de interés de referencia y no descartan nuevas bajadas.**

**Se retoma la idea sobre la importancia de comprar activos tóxicos de los bancos para atajar la crisis.**

el antiguo secretario del Tesoro, Paulson, para Estados Unidos. Sin embargo, recientemente tanto Bernanke como el ministro de finanzas inglés, Darling, han rescatado aquella idea, defendiendo la importancia de la compra de activos tóxicos para mitigar la incertidumbre que atena a los mercados financieros.

### La deuda pública discrimina el riesgo de crédito

Respecto a los mercados de renta fija, continúa la tendencia de mejora de los mercados interbancarios iniciada en diciembre del año pasado. En el caso de la

Eurozona, el tipo de interés euríbor a un año se ha reducido hasta el 2,57%, cuando en el momento de mayor tensión en el mes de septiembre alcanzó un 5,5%. Se mantiene aproximadamente el mismo diferencial que en el mes anterior de 57 puntos básicos con respecto al tipo oficial del BCE, pero en valor absoluto la bajada es sustancial.

En Estados Unidos, los bancos están dispuestos a prestarse dinero a tres meses cobrando un tipo de interés de tan sólo un 1,13%. Pero, es en el Reino Unido donde se ha producido el cambio más intenso, pues los bancos ingleses se cobran por un depósito a tres meses un

**Sigue la tendencia de normalización 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	Un año				Tres meses (5)	Tres meses (5)	
<b>2008</b>									
Enero	4,00	4,37	4,32	3,00	3,11	0,87	5,50	5,58	2,59
Febrero	4,00	4,38	4,38	3,00	3,06	0,96	5,25	5,74	2,72
Marzo	4,00	4,73	4,73	2,25	2,69	0,91	5,25	6,00	2,78
Abril	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	2,50	2,89	3,05	0,25	1,43	0,10	2,00	2,77	0,75
<b>2009</b>									
Enero (1)	2,00	2,41	2,57	0,25	1,13	0,10	1,50	2,24	0,75

NOTAS: (1) Día 20.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 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%), 15-01-09 (2,00%).

(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: 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%), 4-12-08 (2,0%), 8-01-09 (1,50%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

## 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
<b>2008</b>								
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	2,95	3,41	3,81	4,38	2,21	1,17	3,02	2,10
<b>2009</b>								
Enero (*)	2,98	3,55	4,21	4,56	2,41	1,23	2,98	2,16

NOTA: (\*) Día 21.

FUENTE: Bloomberg.

6,30% en el mes de septiembre, mientras que ahora este nivel se ha deslizado hasta un 2,24%.

Esta reducción de los tipos de interés del mercado interbancario incide en los tipos de múltiples operaciones financieras, como por ejemplo las hipotecas o las líneas de crédito bancarias para las empresas. Éste es un importante elemento para crear la base de una recuperación económica.

Por otra parte, en el mercado de deuda pública se han introducido dos cambios respecto a la tendencia bajista del tipo de interés ofrecido por estos instrumentos. En primer lugar, se advierte un freno o estabilización de dicho movimiento en el último mes. Por ejemplo, la deuda pública a 10 años en los Estados Unidos ha aumentado su rentabilidad en 20 puntos básicos, hasta el 2,41%. Tanto en Japón como en Suiza también se ha producido

un leve repunte de la rentabilidad. Por su parte, el tipo de la deuda pública a largo plazo del Reino Unido se redujo 4 puntos básicos hasta cotizar un 2,98%.

Alemania no fue una excepción y su deuda pública a largo plazo mantuvo aproximadamente la misma rentabilidad. Sin embargo, es en la Eurozona donde se ha introducido el segundo cambio significativo, pues la agencia de calificación de riesgo S&P hizo públicas una serie de modificaciones con respecto a los *ratings* soberanos de diferentes países de la región. Por ejemplo, rebajó el *rating* de Grecia, Portugal y España. En el caso de España, la rebaja ha sido desde la máxima calidad de AAA a AA+. El motivo según S&P es la debilidad estructural de la economía española. Sobre todo le preocupa la futura evolución de las finanzas públicas así como la duda sobre la necesaria respuesta política para afrontar de forma efectiva los desafíos económicos y fiscales.

**S&P rebaja el *rating* de Grecia, Portugal y España y se amplían los diferenciales de la deuda pública en la Eurozona.**

## En enero, el dólar tiende a apreciarse.

Estas decisiones han producido una divergencia en la evolución de la rentabilidad de la deuda pública de los países de la zona euro. Como puede observarse en la tabla anterior, han aumentado los diferenciales de la deuda pública de Francia, Italia y España con respecto a Alemania. Esta ampliación del diferencial refleja la percepción del deterioro del riesgo de crédito. Por ejemplo, un bono emitido por el Tesoro español pagaba un tipo de interés de 4,13% en enero del año pasado, 20 puntos básicos por encima del ofrecido por un bono alemán. En cambio, ahora, el bono español debe pagar un 1,23% más que su homólogo alemán. En el caso de la deuda pública francesa a 10 años debe ofrecer una rentabilidad superior en un 0,56%.

Es evidente que la probabilidad de impago de todos estos países es muy baja y similar. Por este motivo parece que los in-

versores han sobre-reaccionado con respecto a este tema. Por lo que no sería descartable que a medida que transcurran los próximos meses se cerraran un poco estos diferenciales entre la deuda pública de los diferentes países que forman parte de la Eurozona.

## El mercado de divisas refleja las incertidumbres económicas

En el último trimestre del año el mercado de divisas mostró una fuerte volatilidad. Los tipos de cambio reflejaron el intenso deterioro de las expectativas de los inversores sobre la duración y severidad de la recesión actual.

Durante el mes de enero el dólar se ha apreciado contra todas las divisas excepto el yen japonés. Mientras que el euro, tras la bajada del tipo de interés por parte del

### TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-01-2009

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2008	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	89,9	-0,4	-0,8	-17,9
Libra esterlina	0,728	8,0	6,3	41,5
Franco suizo	1,143	4,3	6,5	3,0
Dólar canadiense	1,264	3,4	3,6	18,1
Peso mexicano	13,940	5,4	1,9	21,1
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,292	-7,4	-7,6	-10,6
Yen japonés	116,1	-7,7	-8,3	-24,2
Franco suizo	1,476	-3,2	-1,2	-7,9
Libra esterlina	0,940	0,0	-1,5	26,4
Corona sueca	10,750	-2,5	-1,8	13,4
Corona danesa	7,450	0,0	0,1	0,0
Zloty polaco	4,341	5,2	4,6	18,8
Corona checa	27,57	5,2	2,7	4,8
Forint húngaro	284,4	7,7	7,1	9,5

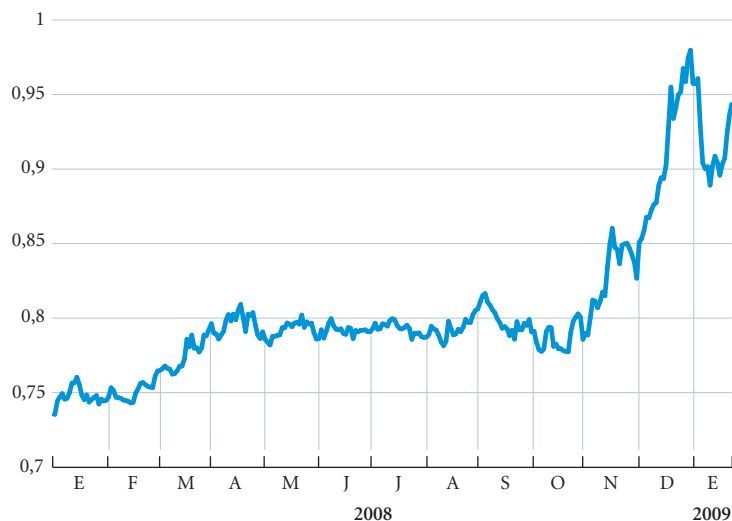
NOTA: (\*) Un signo positivo indica una apreciación del dólar (primer grupo) o del euro (segundo grupo).

FUENTE: Bloomberg.



## LA LIBRA VUELVE A ATACAR LA PARIDAD CONTRA EL EURO

Libras esterlinas por euro



NOTA: Último dato, 21 de enero.

FUENTE: Bloomberg.

BCE se ha depreciado contra todas las divisas, exceptuando las de los países del Este de Europa.

Es normal que el euro se haya depreciado ante el recorte del tipo de interés y las perspectivas de medidas adicionales en el futuro. Por contra, divisas como el zloty polaco, la corona checa y el forint húngaro se han depreciado contra el euro debido a las debilidades estructurales de estas economías en la crisis actual. Sobre todo por el endeudamiento de algunos de estos países en divisas extranjeras.

Hay que destacar dos monedas: la libra esterlina y el rublo ruso. En el caso de la divisa británica puede parecer que la situación es estable, pues en la tabla anterior se observa que la variación en el último mes entre la libra esterlina y el euro ha sido inexistente. Pero con algo más de perspectiva, la evolución de este tipo de cambio muestra que se ha producido una intensa depreciación de la libra esterlina contra el euro, de un 22%, en el periodo desde finales de octubre hasta finales del año pa-

sado. Tras acercarse a la paridad se impuso la toma de beneficios y la libra se recuperó hasta cotizar 0,90 contra el euro. Pero las dudas sobre la situación de solvencia del sistema financiero británico y los rumores sobre la nacionalización de grandes bancos del Reino Unido han pesado sobre la cotización de la libra que ha vuelto a depreciarse contra el euro. Efectivamente, el 21 de enero un euro compraba 0,94 libras esterlinas.

La explicación en el caso del rublo se centra en la importancia del petróleo en sus exportaciones. El desplome del precio del crudo ha implicado una sustancial reducción de ingresos por este concepto. Además, la huida de capitales iniciada el año pasado por las tensiones geoestratégicas entre Rusia y Georgia, obligó al banco central ruso a intervenir en el mercado para defender el rublo.

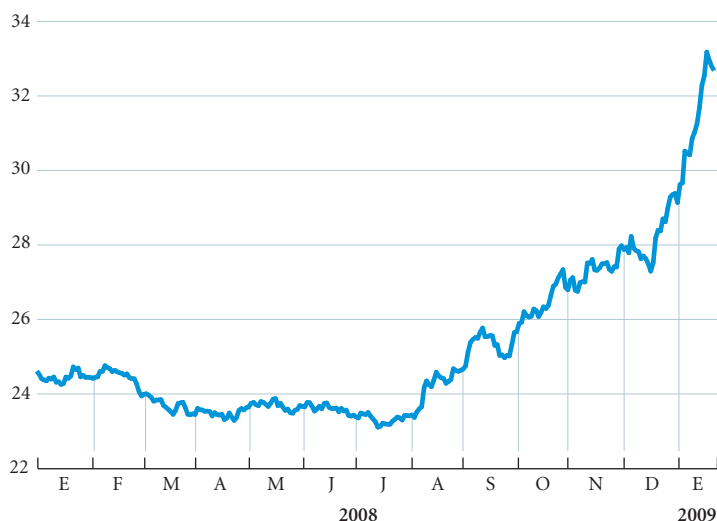
Finalmente, las autoridades rusas tomaron la decisión de depreciar de forma ordenada la divisa rusa en varias sesiones. Si el 26 de diciembre un dólar compraba 29

**Las divisas de Europa del este se deprecian contra el euro.**

**La libra esterlina y el rublo se deprecian con intensidad.**

## DEPRECIACIÓN CONTROLADA DEL RUBLO RUSO

Rublos por dólar



NOTA: Último dato, 21 de enero.

FUENTE: Bloomberg.

**El inicio de año no cambia la tendencia bajista de las bolsas...**

rublos, un mes más tarde se cambiaba por 32,8 rublos, representando una depreciación del 13,3%. Habrá que ver el impacto sobre la inflación rusa de una depreciación del 40% desde agosto de 2008. En declaraciones públicas las autoridades rusas se han mostrado satisfechas de la evolución de este proceso y han descartado una intensificación del mismo.

### Mal inicio de año para la renta variable

El año pasado fue uno de los peores de la historia en las bolsas. La mayoría de los índices de renta variable de los países desarrollados sufrió caídas que van desde el 34% del Dow Jones hasta el 50% del índice italiano. Pérdidas de este tamaño y realizadas en un horizonte temporal de un año permiten entender la gravedad de la crisis internacional, que se reflejó en la fuerte caída del precio de las acciones de las empresas que cotizan en bolsa.

**...debido a la decepción sobre los beneficios empresariales, la revisión a la baja de los resultados previstos...**

Quizá más de un gestor de carteras de inversión vió con ilusión como acababa el año para poder dar carpetazo a un periodo muy complicado. Sin embargo, el inicio de 2009 no ha cambiado la trayectoria. En las tres primeras semanas de enero se han producido caídas adicionales de otro 10%, lo que representa una pesadilla hecha realidad para los inversores. Por ejemplo, la bolsa alemana ha recortado un 12,1% adicional, mientras que la bolsa de Madrid lo hacía un 10,9%. Pero las caídas han sido generalizadas, pues el S&P norteamericano cayó un 10,5% y el índice Eurostoxx 50 lo hacía en un 8,6%.

Tres factores explican este movimiento negativo. En primer lugar, la publicación de beneficios del cuarto trimestre de 2008, que han sido peores de lo esperado. En segundo lugar, las empresas han indicado revisiones a la baja de beneficios previstos para los próximos trimestres. Y, finalmente, los analistas financieros han revisado a la baja el precio objetivo de muchas com-

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

21-01-2009

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	7.949,1	-7,3	-9,4	-34,3
<i>Standard &amp; Poor's</i>	805,2	-9,3	-10,9	-39,2
<i>Nasdaq</i>	1.440,9	-7,9	-8,6	-38,4
Tokio	7.901,6	-8,0	-10,8	-40,7
Londres	4.031,4	-6,0	-9,1	-27,7
Zona del euro	2.174,0	-11,1	-11,2	-41,3
<i>Francfort</i>	4.225,4	-10,0	-12,2	-37,8
<i>París</i>	2.878,0	-10,8	-10,6	-39,3
<i>Amsterdam</i>	235,8	-5,5	-4,1	-44,2
<i>Milán</i>	17.661,0	-10,3	-9,2	-47,9
<i>Madrid</i>	8.195,3	-11,6	-10,9	-35,1
Zurich	5.307,5	-2,8	-4,1	-27,2
Hong Kong	12.583,6	-16,8	-12,5	-47,2
Buenos Aires	1.044,6	-4,7	-3,2	-44,3
São Paulo	37.272,1	-4,8	-0,7	-30,6

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.

pañías. Las cotizaciones recogen el cambio del entorno global en el que operan actualmente. En definitiva, se ha reducido la capacidad de generación de beneficios para este año.

Dos condiciones son necesarias para que se puedan recuperar el pulso empresarial. En primer lugar, el final de la caída de pre-

cios del mercado inmobiliario. De esta forma se evitará el deterioro de los activos en balance de los bancos. Además, debe reanudarse el flujo de crédito en los diferentes mercados financieros. Sin embargo, estas dos condiciones *sine qua non* para la recuperación requerirán cierto tiempo, pues su consecución no es sencilla.

**...y la revisión a la baja del precio objetivo de muchas empresas.**

## Déficit público y tipos de interés: la sostenibilidad es la clave

La relación entre el déficit público y los tipos de interés es una cuestión controvertida, objeto de diversas aproximaciones teóricas, múltiples estudios empíricos y frecuentes disputas políticas. El balance global del debate parece apuntar que el impacto del déficit público sobre los tipos de interés es modesto cuando aquél es moderado y percibido como controlable; pero que, sin embargo, puede causar estragos en los mercados de capitales cuando se pone en cuestión la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Hay dos canales básicos a través de los cuales los déficits públicos pueden afectar a los tipos de interés. En primer lugar, un mayor déficit público puede alterar el equilibrio entre ahorro e inversión agregados, presionando al alza el tipo de interés real de la economía (y, por tanto, el del conjunto de instrumentos financieros). En segundo lugar, los déficits aumentan el stock de deuda pública, en términos absolutos y en términos relativos al resto de activos financieros; el deterioro (presente y esperado) de la posición financiera del sector público puede elevar la prima de riesgo por impago incorporada en el tipo de interés de los bonos públicos.

## Déficit público y tipo de interés real

Esta relación ha sido profusamente investigada durante las últimas tres décadas, tanto en el plano teórico como en el empírico, con resultados mixtos que mantienen la controversia abierta.

El enfoque teórico convencional, de inspiración keynesiana, postula que los déficits provocan un aumento del tipo de interés. El análisis parte de la identidad contable por la cual la inversión de un país es igual al ahorro, que incluye el ahorro de familias, empresas y gobierno. Cuando el gobierno aumenta su déficit (ahorra menos) aumenta la competencia por los fondos prestables, lo cual presiona al alza los tipos de interés, y reduce la inversión privada (el denominado efecto *crowding-out*).

En el enfoque convencional con movilidad internacional del capital desaparece la relación entre las dos variables. Un aumento del déficit público reduce el ahorro interior, pero su lugar lo ocupan flujos internacionales de capital, de manera que ni los tipos de interés ni la inversión se ven afectados.

En el enfoque neoclásico o de la equivalencia ricardiana, la relación entre déficit y tipos de interés es más compleja, y por lo general bastante débil. Por ejemplo, un aumento del déficit público como resultado de una rebaja de impuestos induce un cambio de comportamiento de las familias, que anticipando más impuestos futuros optan por consumir menos y ahorrar más. En consecuencia, el ahorro total no se ve alterado, ni la inversión ni los tipos de interés.

Desde el influyente trabajo de Robert Barro y coincidiendo con el aumento de los déficits públicos en Estados Unidos durante los ochenta y principios de los noventa, múltiples estudios intentaron comprobar el cumplimiento de la equivalencia ricardiana en ese país. Más recientemente, y a la vista de la fuerte acumulación de reservas por parte de los países emergentes, la dimensión de los flujos internacionales de capital ha ganado protagonismo en los estudios sobre los determinantes de los tipos de interés.

Un artículo de Gale y Orszag en 2004<sup>(1)</sup> recopila la evidencia de 66 estudios empíricos relativos a Estados Unidos. Justo la mitad, 33, encontraron efectos significativos de los déficits sobre los tipos de interés. En la otra mitad, no se identificaron efectos o bien eran ambiguos. Adicionalmente, simularon un aumento del déficit en un 1% del PIB con 10 destacados modelos macroeconómicos de Estados Unidos (incluyendo los de la Reserva Federal, la CBO, DRI y Macroeconomic Advisers), obteniendo un rango de resultados muy amplio (alza del tipo de interés de entre 0,10 y 0,99 puntos porcentuales al cabo de un año).

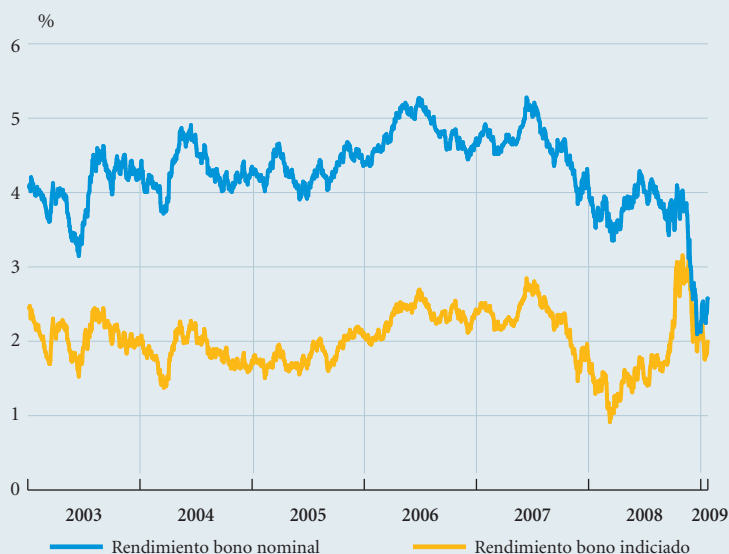
Esta disparidad de resultados obedece en buena medida a diferencias notables entre los estudios en elementos como el periodo muestral, las técnicas estadísticas o la definición de las variables relevantes. Esta última cuestión es especialmente trascendente, dado que permite incorporar el segundo canal de influencia antes mencionado.

(1) Gale, W. y Orszag, P., «Budget Deficits, National Saving and Interest Rates», Brookings Papers on Economic Activity, 2004, No. 2.

En efecto, Gale y Orszag advierten que la mayoría de estudios que tienen en cuenta no sólo el déficit presente sino también los déficits esperados para el futuro, y consideran los tipos de interés de largo plazo, concluyen que la relación entre ambas variables es estadísticamente significativa y de mayor magnitud. Ellos mismos estiman que un aumento del 1% del PIB en los déficits proyectados a futuro eleva los tipos de los bonos públicos entre 0,25 y 0,35 puntos porcentuales. Estos resultados, sin embargo, no han dejado de ser controvertidos, puesto que otros análisis metodológicamente similares concluyen que la magnitud del impacto es mucho menor (por ejemplo, Engen y Hubbard (2004)<sup>(2)</sup> lo estiman en únicamente 0,03 puntos porcentuales).

### RECIENTE DESCENSO DEL TIPO DE INTERÉS REAL Y NOMINAL DE LA DEUDA PÚBLICA DE ESTADOS UNIDOS

Tipos del bono indicio a la inflación y del bono nominal a 10 años de Estados Unidos



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

En este mismo sentido, la experiencia desde 2004 no ha contribuido a despejar las dudas sobre la relación, al coexistir un notable aumento del déficit público con unos niveles anormalmente bajos de los tipos a largo. Se han sugerido diversos factores explicativos de esta dinámica. Uno de ellos es el enfatizado por el «enfoque convencional con movilidad internacional del capital»: las compras masivas de deuda pública de Estados Unidos por parte de inversores extranjeros, en particular los gobiernos y bancos centrales de Asia y Oriente Medio. Warnock y Warnock (2006)<sup>(3)</sup> estiman que este factor reduce en unos 0,90 puntos porcentuales el tipo de los bonos públicos a 10 años. Pero también aquí los estudios empíricos discrepan abiertamente, y así por ejemplo, Wu (2008)<sup>(4)</sup> calcula un impacto mucho menor, casi imperceptible. Ya en los últimos meses de turbulencias financieras, dos factores más se han añadido para empujar a la baja los tipos de la deuda pública. Primero, su carácter de activo refugio y, segundo, el posicionamiento de la Reserva Federal anunciando su predisposición a realizar compras de bonos públicos (y de otros emisores) en su estrategia para reactivar los flujos crediticios y la actividad económica en el país.

(2) Engen E. y Hubbard G., «Federal Government Debt and Interest Rates», NBER Macroeconomics Annual, 2004.

(3) Warnock F. y Warnock V., «International Capital Flows and U.S. Interest Rates», International Finance Discussion Papers, no. 840, Board Of Governors of the Federal Reserve System, 2005.

(4) Wu T., «Accounting For the Bond-Yield Conundrum», Federal Reserve Of Dallas Economic Letter, febrero 2008.

Una vez estos dos últimos factores reviertan conforme la situación de crisis se vaya superando, la evidencia empírica reseñada apunta que la perspectiva de mayores déficits y stock de deuda, junto a una moderación en las compras por parte de los extranjeros, conducirán a un nivel de equilibrio en los tipos a largo plazo en Estados Unidos en cotas superiores a las actuales.

### Déficit público y prima de riesgo

Tal como se ha apuntado, el aumento de los tipos de interés podría ser de envergadura si los agentes abrigan en algún momento dudas sobre la sostenibilidad a medio y largo plazo de las cuentas públicas.

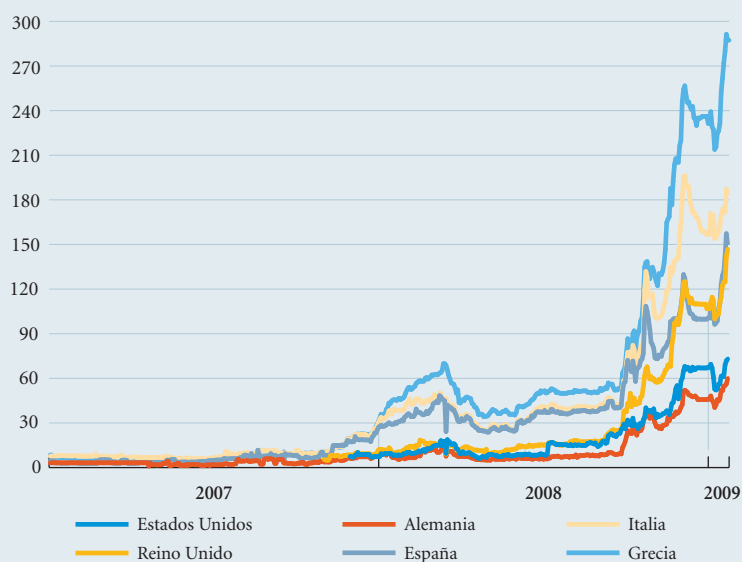
Tanto en Estados Unidos como en Europa, la dinámica demográfica proyecta importantes desafíos para las finanzas públicas (incluyendo seguridad social) a partir de aproximadamente 2020, con la jubilación de la generación del *baby boom*. Existe un amplio consenso respecto a la necesidad de tomar medidas en anticipación de dicho horizonte, pero sin embargo la gravedad de la crisis cíclica que atravesamos empuja a un aumento de los déficits, lo que podría ensombrecer los riesgos para el largo plazo.

Adicionalmente, la perspectiva de un escenario de déficits elevados y acumulación de deuda puede desencadenar entre los agentes económicos temores a que las autoridades recurran a políticas monetarias y cambiarias laxas. El consiguiente riesgo inflacionista se reflejaría también en un incremento del tipo de interés exigido por los inversores a la deuda pública.

De momento, han sido los países periféricos de la Eurozona (Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España) los que han sufrido un rápido repunte de la prima de riesgo, bien perceptible en el diferencial de sus bonos públicos respecto a los de Alemania así como en las primas CDS de su deuda (interpretable como la prima por asegurar el riesgo de impago).

#### AUMENTO DE LAS PRIMAS DE RIESGO EN LA DEUDA PÚBLICA

Evolución del CDS en puntos básicos



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

## Actividad económica

### El Gobierno y la Comisión Europea revisan a la baja las previsiones de crecimiento

Con ocasión de la actualización del Programa de Estabilidad 2008-2011, que se elabora anualmente en el marco del proceso comunitario de supervisión y coordinación de las políticas económicas, el Gobierno ha revisado las previsiones macroeconómicas para la economía española. De esta forma, a pesar de los sucesivos paquetes de medidas de estímulo fiscal, que en 2009 supondrán un impacto equivalente alrededor del 2,5% del producto interior bruto (PIB), el Gobierno prevé un crecimiento negativo del 1,6% del PIB

en el mismo año, frente a una proyección del 1,0% en el escenario macroeconómico del proyecto de presupuestos generales del Estado para 2009 presentado al principio del otoño.

También la Comisión Europea ha revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento para la economía española en sus previsiones presentadas en la cuarta semana de enero. No obstante, el escenario del organismo comunitario predice una recesión un poco más intensa y larga, con una caída del PIB del 2,0% en 2009 y del 0,25% en 2010, mientras que el Gobierno augura que la recuperación económica empezará en el segundo semestre de 2009

**La Comisión Europea prevé que la recesión se alargue hasta 2010...**

### PREVISIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Porcentaje de variación real (salvo indicación expresa)

Macromagnitudes	Estimación 2008	Previsión 2009		Previsión 2010	
		Gobierno de España	Comisión Europea	Gobierno de España	Comisión Europea
<b>PIB por componentes de demanda</b>					
Consumo privado	0,5	-1,5	-2,6	0,7	0,0
Consumo público	5,1	2,1	2,3	1,5	0,2
Formación bruta de capital fijo	-1,8	-9,3	-6,0	-1,2	-3,7
Demanda nacional (*)	0,7	-3,2	-2,8	0,4	-1,0
Exportación de bienes y servicios	2,9	0,3	-2,7	3,6	0,6
Importación de bienes y servicios	0,6	-4,6	-4,6	0,4	-2,1
<b>PIB</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo (**)	-0,4	-3,6	-3,9	0,2	-2,0
Tasa de paro (% sobre población activa)	11,1	15,9	16,1	15,7	18,7
<b>Otras magnitudes</b>					
Saldo público (***)	-3,4	-5,8	-6,2	-4,8	-5,7

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

(\*\*) Equivalente tiempo completo en el caso de las previsiones del Gobierno de España.

(\*\*\*) En porcentaje del PIB.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y Comisión Europea.

**...y que la tasa de paro suba hasta el 18,7%.**

y permitirá un aumento del 1,2% del PIB en 2010. Las principales discrepancias desde el punto de vista de la demanda radican en el consumo privado (bajada del 1,5% del Gobierno frente a un 2,6% de la Comisión) y en las exportaciones (subida del 0,3% anual por parte del Gobierno y descenso del 2,7% según la Comisión).

Lógicamente, el menor crecimiento económico previsto por la Comisión se traduce en una mayor destrucción de empleo y en un mayor ascenso del paro. Aunque para 2009 ambas previsiones sitúan la tasa de paro alrededor del 16%, la divergencia se acentúa en 2010, pues la proyección de la Comisión Europea coloca la tasa de paro en el 18,7% de la población activa, 3 puntos más que la previsión del Gobierno.

En cuanto al impacto del escenario recesivo en las cuentas públicas, del déficit estimado en el 3,4% del PIB para 2008 se pasará a cerca del 6% en 2009. Para el siguiente año el Gobierno prevé una reconducción del déficit público hasta el 4,8% del PIB, mientras que la Comisión Europea

lo sitúa casi un punto más alto. En este contexto de deterioro de las perspectivas económicas, en la cuarta semana de enero la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's rebajó el *rating* de la deuda soberana española a largo plazo en un escalón hasta AA+. Así, se perdió la máxima calificación crediticia de AAA que se había logrado en 2004. No obstante, la actual calificación se coloca por encima de países desarrollados como Japón, Italia y Portugal. Por otra parte, la agencia de calificación Fitch mantuvo la calificación de AAA para la deuda española.

### **La recesión económica se acentúa en la industria y la construcción**

Los indicadores económicos disponibles apuntan a una intensificación de la contracción económica en el cuarto trimestre de 2008, después de un decremento intertrimestral del 0,2% en el tercero. Tanto el consumo como la inversión parecen haber acentuado su caída en el tramo final del pasado ejercicio. Por el lado

**La agencia de calificación Standard & Poor's rebaja el rating de la deuda española a largo plazo en un escalón.**

## **DEBILIDAD DE LAS VENTAS MINORISTAS**

Variación interanual del índice general de comercio al por menor a precios constantes



NOTA: Serie ajustada por días hábiles.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.



## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2008						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
<b>Consumo</b>									
Producción de bienes de consumo (*)	2,3	1,2	-2,7	-0,8	-5,6	-5,5	-8,4	-9,4	...
Importación de bienes de consumo (**)	8,9	5,1	7,7	-1,2	-6,9	-4,1	-19,6	-17,9	...
Matriculaciones de automóviles	-0,9	-1,2	1,3	-15,3	-19,6	-32,5	-40,0	-49,6	-49,9
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	-46,0
<b>Inversión</b>									
Producción de bienes de equipo (*)	8,4	5,9	3,3	2,0	-3,1	-3,8	-14,0	-16,0	...
Importación de bienes de equipo (**)	3,2	9,8	9,0	-16,0	-16,4	-15,9	-20,9	-39,1	...
Matriculación de vehículos industriales	1,5	0,3	4,7	-29,5	-34,1	-50,1	-54,3	-63,2	-65,9
<b>Comercio exterior (**)</b>									
Importaciones no energéticas	9,0	7,3	7,5	4,3	0,2	-4,1	-15,0	-22,5	...
Exportaciones	5,6	4,2	4,6	2,2	6,6	7,8	-0,3	-16,5	...

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.

de la oferta, además de la construcción, la industria parece haberse sumado a un duro ajuste, pero los servicios tampoco parecen librarse de la crisis.

El principal componente del producto interior bruto (PIB) por el lado de la demanda, el consumo privado, siguió empeorando en el cuarto trimestre. El índice de confianza de los consumidores cayó hasta un mínimo histórico en diciembre, debido sobre todo a la escalada del desempleo. Destaca el desplome de las ventas de automóviles del 49,9% en diciembre con relación al mismo mes de 2007, marcando un récord. De esta manera, en 2008 las ventas de coches totalizaron 1.161.176 unidades, el menor volumen de los últimos diez años. Tanto la producción como la importación de bienes de consumo acentuaron sus bajas en los primeros meses del cuarto trimestre, mientras las ventas minoristas seguían deprimidas.

El debilitamiento de la demanda, tanto interior como exterior, junto con la ralentización de los beneficios empresariales, incidieron negativamente en la inversión. La matriculación de vehículos industriales se hundió un 65,9% interanual en diciembre, anotando un descenso histórico. Sin llegar a tales extremos tanto la importación como la producción de bienes de equipo cayeron bruscamente en los primeros meses otoñales. Por su parte, las ventas interiores de las grandes empresas de bienes de equipo y software sufrieron un decremento del 15,0% en noviembre respecto a doce meses antes. En cuanto a la inversión en construcción, un indicador adelantado como el consumo aparente de cemento bajó el 37,5% en el cuarto trimestre en relación con el mismo periodo de 2007, 11,4 puntos más que en el tercer trimestre.

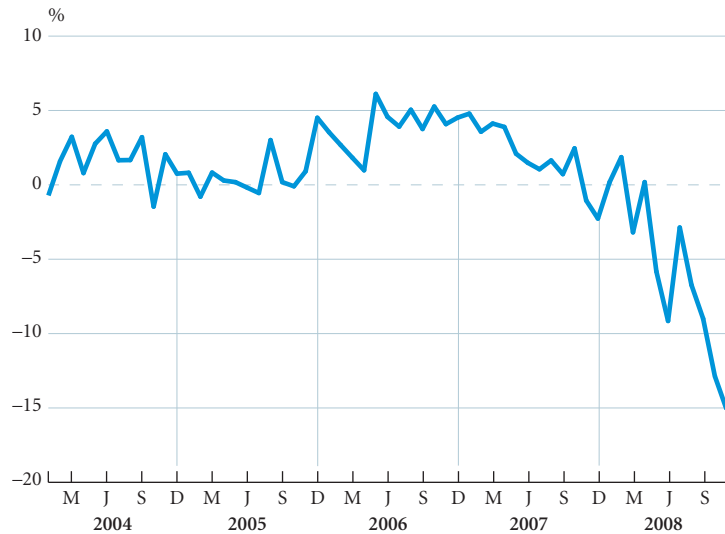
En contrapartida, los datos disponibles del comercio exterior de octubre y noviembre sugieren que se está produciendo una co-

**El índice de confianza de los consumidores cae hasta un mínimo histórico en diciembre y las ventas de automóviles se desploman.**

**La matriculación de vehículos industriales se contrae intensamente.**

## LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SUFRE LA MAYOR CAÍDA DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Variación interanual del índice de producción industrial



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

### La industria se ajusta al descenso de la demanda.

rección del déficit con el exterior con más intensidad de lo que se esperaba, destacando la desaceleración de las importaciones. Así, la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB parece estar al alza, si bien sólo frena la caída de la actividad.

Desde la óptica de la oferta, la industria está sufriendo más de lo esperado, ajustándose al descenso de la demanda. El índice general de la producción industrial anotó la mayor caída interanual de las últimas décadas en noviembre, cifrándose en el 15,1% en términos ajustados de calendario laboral. El consumo de electricidad disminuyó el 3,6% en el periodo octubre-diciembre con relación al mismo periodo del año precedente, no habiéndose anotado ninguna caída desde la anterior recesión de 1992-1993. Las perspectivas no se aclaran por el momento, a juzgar por el mínimo del indicador de confianza registrado en diciembre y por un desplome del 28,1% de las entradas de pedidos industriales en noviembre con relación a doce meses antes.

### Caída interanual de los precios de la vivienda en el cuarto trimestre de 2008.

Por lo referente a la construcción, el indicador de confianza se colocó en niveles muy bajos en el cuarto trimestre. Un indicador adelantado como los visados de obra nueva de viviendas se redujo el 64,6% en octubre respecto al mismo mes de 2007. La licitación oficial bajó el 12,6% en octubre en relación con doce meses antes, aunque la puesta en marcha del plan de estímulo económico del Gobierno debería reactivarla en los próximos meses.

El ajuste en marcha de la construcción responde a la crisis del mercado inmobiliario. La sobreoferta de viviendas continúa presionando los precios a la baja. Así, el índice de precios del Ministerio de la Vivienda anotó un descenso interanual del 3,2% en el cuarto trimestre de 2008 por primera vez desde la anterior recesión. Además, el número de transacciones de viviendas resultó de 36.321 en noviembre, con un descenso interanual del 35,6%.

Tampoco los servicios se salvan de la crisis. Así, la cifra de negocios del sector

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad (1)	4,0	4,5	4,9	2,7	2,6	1,7	-2,3	-4,9	-3,4
Índice de producción industrial (2)	3,9	1,9	-0,2	-0,5	-5,1	-6,1	-12,9	-15,1	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,7	-0,3	-3,3	-7,0	-11,9	-18,7	-27,0	-33,0	-38,0
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	-11,2	-21,6	...
<b>Construcción</b>									
Consumo de cemento	8,5	0,2	-1,9	-13,3	-19,6	-26,1	-34,4	-41,5	-36,2
Indicador de confianza en la construcción (3)	14,2	9,3	-1,3	-14,7	-17,3	-23,7	-38,0	-31,0	-35,0
Viviendas (visados obra nueva)	18,6	-24,7	-33,6	-59,8	-56,0	-62,4	-64,6	...	...
Licitación oficial	31,3	-15,0	-33,1	27,8	-30,0	6,6	-12,6	...	...
<b>Servicios</b>									
Ventas comercio minorista (6)	2,1	2,4	-0,3	-3,6	-5,6	-6,4	-7,9	-8,0	...
Turistas extranjeros	4,1	1,3	1,4	5,3	0,9	-5,3	-5,4	-11,6	-13,8
Ingresos turismo	5,6	3,6	4,5	5,2	1,0	-0,3	-4,2	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-1,2	-3,7	-2,7	-2,7	0,2	-5,2	-13,3	-22,8	...
Tráfico aéreo pasajeros	6,8	9,0	8,5	7,9	-0,7	-4,9	-10,8	-14,3	-13,7
Consumo de gasóleo automoción	5,5	4,8	4,8	-0,9	-2,8	-3,7	-8,0	...	...

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.

servicios bajó el 14,6% en noviembre con relación al mismo mes de 2007. La mayoría de las ramas industriales anotaban caídas interanuales de sus cifras de negocios, correspondiendo las mayores a la selección y colocación de personal y al comercio de vehículos. El turismo registraba un descenso anual del 11,0%, en consonancia con una baja interanual del 11,6% de la llegada de turistas extranjeros en noviembre y un decremento anual de las pernoctaciones en establecimientos hoteleros del 10,6% en el mismo mes. Sin embargo, algunas ramas como la investigación y seguridad, las actividades indus-

triales de limpieza y la informática mostraban un cierto dinamismo.

Finalmente, los efectos de la situación recesiva se manifiestan también en un aumento de la morosidad. Así, el número de efectos de comercio impagados subió el 37,5% en noviembre con relación al mismo mes de 2007. El adverso clima económico y financiero también incide en una menor creación de empresas. En efecto, en noviembre el número de sociedades anónimas creadas bajó el 38,2% respecto al mismo mes del año anterior y el de sociedades limitadas, el 37,7%.

**Tampoco los servicios se libran de la crisis, aunque algunas ramas muestran un cierto dinamismo.**

## Mercado de trabajo

### Descenso de afiliados a la Seguridad Social

**El número de afiliados a la Seguridad Social cae el 4,3% en diciembre de 2008 respecto a doce meses antes.**

El año 2008 finaliza con un marcado deterioro del empleo. El ritmo de destrucción de la ocupación continuó acelerándose en el mes de diciembre, según los datos de afiliados a la Seguridad Social, con un descenso del 4,3% respecto al mismo mes de 2007. Esta caída de ocupación en tasa interanual marca un mínimo histórico desde que se dispone de estadísticas. Efectivamente, debemos remontarnos a la recesión de 1992 para ver un empeoramiento del mercado de trabajo de dimensiones parejas.

**Fuerte pérdida de afiliación en la construcción.**

En promedio mensual se destruyeron 190.075 empleos en diciembre y en el conjunto de 2008 un total de 841.465. De ellos, 747.061 eran afiliados españoles y

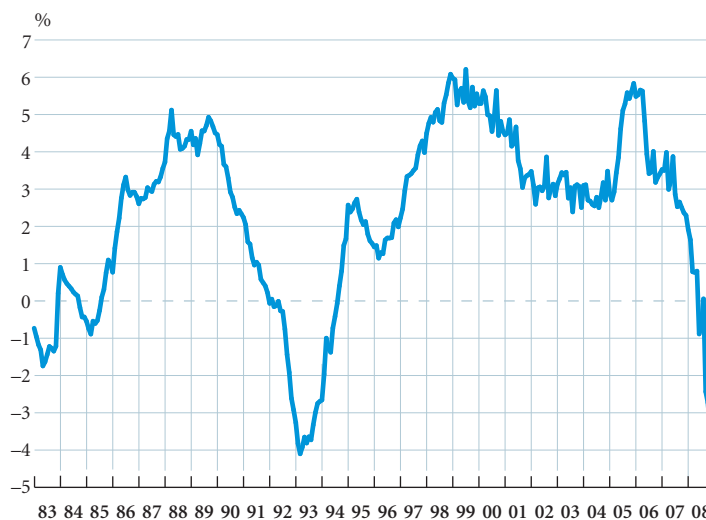
94.404 extranjeros, lo que supone descensos interanuales del 4,3% y 4,6%, respectivamente.

Por sectores de actividad, el deterioro del mercado de trabajo en 2008 fue generalizado. Cabe señalar que donde se redujeron más las afiliaciones fue en la construcción, con un descenso interanual del 22,0%, la peor caída desde que se disponen de datos. En la industria la contracción resultó del 6,9%, y en los servicios se registró una tasa negativa del 1,1%.

La contracción de la ocupación se concentra en el colectivo masculino, por su peso en la construcción, con un descenso interanual del 6,8%. No obstante, las afiliadas sufrieron por segundo mes consecutivo una caída, situando su tasa interanual en el 1,0%.

### EL TOTAL DE AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL RETROCEDE BRUSCAMENTE

Variación interanual de afiliados a la Seguridad Social a final de mes



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	Diciembre
<b>Afiliados a la Seguridad Social (1)</b>									
Sector de actividad									
<i>Industria</i>	-0,1	2,4	2,5	0,8	-1,1	-2,6	-4,4	-5,6	-6,9
<i>Construcción</i>	8,7	3,6	1,1	-2,2	-7,0	-12,4	-17,0	-19,8	-22,0
<i>Servicios</i>	5,2	3,4	3,1	2,9	2,2	1,4	0,4	-0,4	-1,1
Situación profesional									
<i>Asalariados</i>	4,7	3,1	2,5	1,6	0,3	-1,1	-2,6	-3,8	-4,7
<i>No asalariados</i>	2,2	2,8	3,0	2,5	1,3	-0,1	-1,2	-1,9	-2,5
<b>Total</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,3</b>
<b>Población ocupada (2)</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,8</b>	-	-	-
<b>Puestos de trabajo (3)</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,8</b>	-	-	-
<b>Contratos registrados (4)</b>									
Indefinidos	41,1	2,0	-21,1	-11,8	-5,6	-13,8	-22,7	-32,0	-23,4
Temporales	4,7	0,3	1,2	-6,5	-7,4	-9,4	-16,3	-26,3	-10,0
<b>Total</b>	<b>7,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>-9,9</b>	<b>-17,1</b>	<b>-27,0</b>	<b>-11,4</b>

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.

Por otro lado, la destrucción de empleo fue muy dispar por edades, cebándose sobre todo en los jóvenes menores de 25 años, que experimentaron una caída próxima al 20,0% anual. El descenso interanual de los individuos entre 25 y 54 años fue del 3,8%. Por el contrario, a pesar de que el número de afiliados mayores de 55 años ralentizó su crecimiento de meses precedentes, este grupo todavía anotó un aumento interanual del 1,3%.

La misma tónica desfavorable señalan las cifras de contrataciones registradas, que se situaron en 1.117.577, con un retroceso del 11,4% respecto al mismo mes del año anterior. Los que experimentaron una mayor caída fueron los contratos indefinidos, que retrocedieron el 23,4% hasta representar el 9,2% del total, mientras que los contratos temporales bajaron el 10,0%.

### Los parados registrados sobrepasan los tres millones

El aumento de la población activa y sobre todo la destrucción de ocupación ha generado un acusado ascenso del paro. Al final de diciembre el número de parados registrados ascendía a 3.128.963 personas, con un alza interanual del 46,9%. Así, el año 2008 se caracterizó por una subida abrupta del paro registrado y supuso un giro contundente en la senda de los últimos años.

Aunque la subida del paro registrado afectó a todos los grandes sectores, es remarkable que la cifra de desempleados se elevó más del doble en la construcción en los últimos doce meses. Por sexos, el número de hombres parados ascendió mucho más que el de mujeres, el 78,1% y el 24,8% interanual, respectivamente. Asimismo, el incremento en los registros

**La destrucción de empleo se concentra en los más jóvenes.**

**La contratación laboral disminuye, sobre todo los contratos indefinidos.**

**El paro registrado aumenta un 47% en un año.**

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

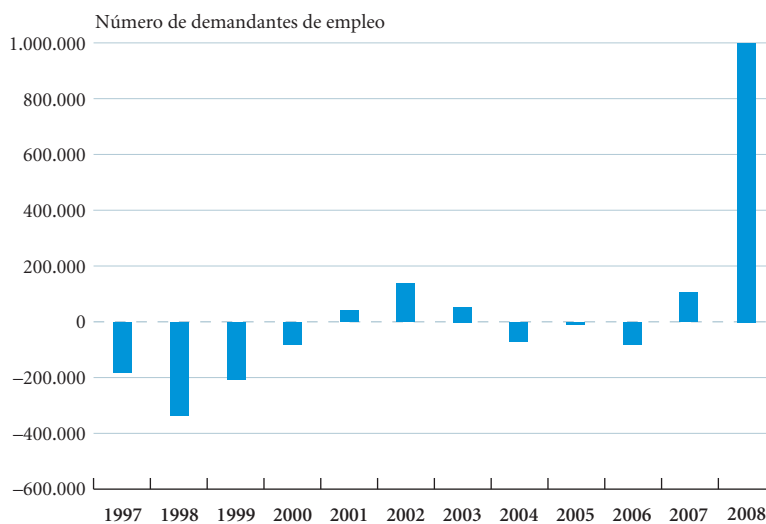
Diciembre 2008

	Parados	Variación sobre diciembre 2007		% participación
		Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>				
Agricultura	101.338	32.526	47,3	3,2
Industria	399.872	119.891	42,8	12,8
Construcción	590.730	306.863	108,1	18,9
Servicios	1.776.050	491.800	38,3	56,8
Primer empleo	260.973	48.336	22,7	8,3
<b>Por sexos</b>				
Hombres	1.576.467	691.328	78,1	50,4
Mujeres	1.552.496	308.088	24,8	49,6
<b>Por edades</b>				
Menores de 25 años	385.130	144.747	60,2	12,3
Resto de edades	2.743.833	854.669	45,2	87,7
<b>TOTAL</b>	<b>3.128.963</b>	<b>999.416</b>	<b>46,9</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: INEM y elaboración propia.

## 2008, AÑO DE ESCALADA DEL PARO REGISTRADO

Variación interanual del paro registrado



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

**El número de parados sube en todos los sectores, pero se ceba sobre todo en la construcción.**

de parados fue mayor entre los menores de 25 años, con un aumento del 60,2%, superior al 45,2% anotado por los de más edad.

La escalada del paro registrado fue generalizada por comunidades autónomas, aunque las tasas fueron bastante dispares y oscilaron entre el 15,3% interanual de Ceuta y Melilla y el 76,2% registrado en Murcia.

## Precios

### La inflación se corrige hasta el 1,4%, la menor desde 1998

En diciembre de 2008 continuó la tendencia de un fuerte descenso de la inflación medida por el índice de precios de consumo (IPC). La tasa de variación interanual del IPC bajó un punto hasta el 1,4%. Se situaba así casi cuatro puntos por debajo del máximo anual del 5,3% anotado en julio. Desde entonces se inició un giro bajista gracias al desplome de los precios del petróleo y otras materias primas, que habían alcanzado máximos históricos. Además, la corrección de la inflación también refleja la moderación del consumo de las familias.

Así, el núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, excluyendo a

los elementos más volátiles, los productos energéticos y los alimentos frescos, se redujo en 3 décimas en diciembre hasta cerrar el año en el 2,4%, 9 décimas menos que al final de 2007.

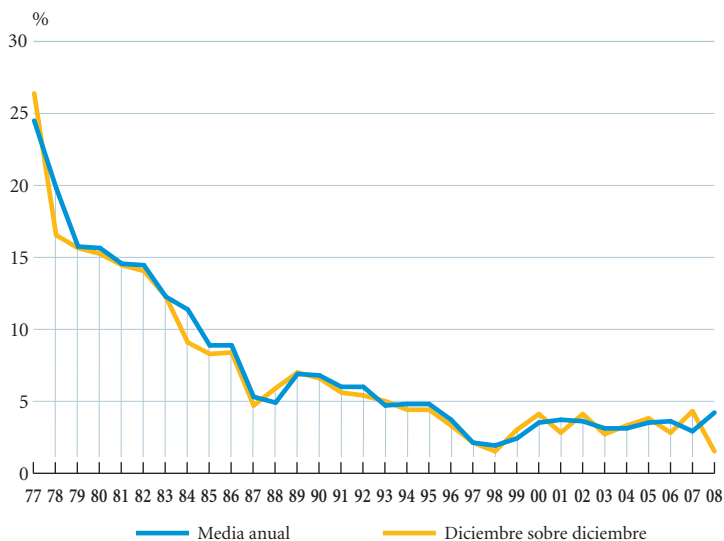
La variación anual del IPC al final de 2008 fue la menor desde 1998. No obstante, la tasa de inflación anual media de todo el año resultó del 4,1%, superior al 2,8% anotado en 2007, debido a la fuerte subida en la primera mitad del año a consecuencia de la escalada del precio de las materias primas.

Por componentes, destaca la variación anual de los carburantes y combustibles, que pasaron de un alza anual del 14,4% en diciembre de 2007 a una caída del 12,9% al final de 2008. Los alimentos sin

**En diciembre de 2008 continúa la fuerte tendencia bajista de la inflación gracias a la caída del petróleo y otras materias primas, así como a la moderación del consumo.**

### LA INFLACIÓN MÁS BAJA DE LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS, PERO NO EN MEDIA ANUAL

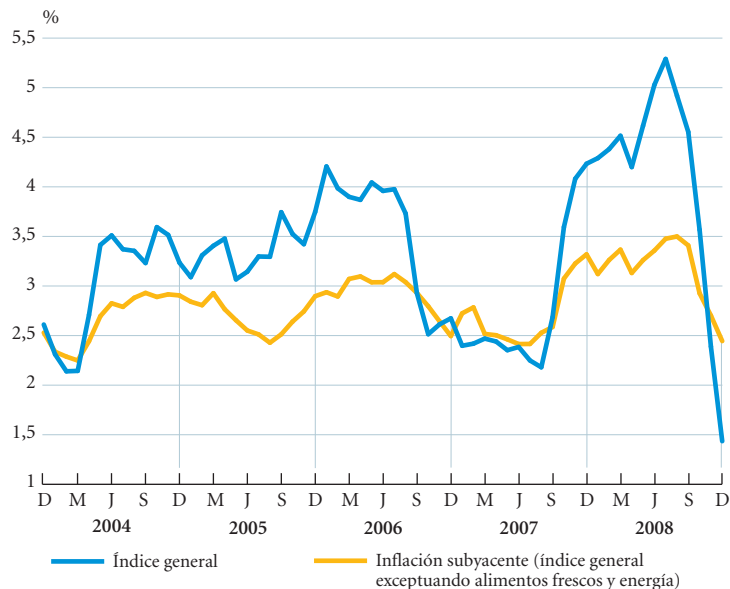
Variación anual del índice general de precios de consumo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## FUERTE CAÍDA DE LA INFLACIÓN EN LOS ÚLTIMOS MESES DE 2008

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Los servicios suben el 3,8% en 2008, igual que en el año anterior.**

elaboración también presentaron una fuerte moderación desde un aumento anual del 4,9% al 1,6% en el mismo periodo.

Los precios de los alimentos elaborados también se desaceleraron notablemente, reflejando la normalización de la oferta en los mercados internacionales agrarios de materias primas. Así, el incremento anual de los precios de estos alimentos se colocó en el 3,0% en diciembre de 2008, 4,3 puntos menos que un año antes.

Los bienes industriales no energéticos continuaron mostrándose muy contenidos gracias a la fuerte presión de la competencia internacional. No obstante, el incremento anual subió ligeramente desde el 0,3% en 2007 hasta el 0,4% en 2008, a lo que contribuyó la depreciación del euro a lo largo de 2008. Sin embargo, los precios del vestido y el calzado se ralentizaron desde un alza anual del 1,2% en 2007 hasta el 0,5% en 2008.

Los servicios, más resguardados de la competencia, continúan presentando persistencia en las tensiones inflacionistas. Así, la tasa de variación anual de los precios de los servicios en diciembre de 2008 se mantuvo en el 3,8%, el mismo nivel que un año antes. Entre los servicios más inflacionistas en 2008, el transporte por avión subió el 15,7%, la enseñanza superior el 6,0% y el servicio doméstico el 4,8%.

En 2008 se produjo una notable dispersión de las tasas de inflación anual por comunidades autónomas, aunque el rango de variación se redujo a 1,2 puntos entre la más inflacionista, Ceuta, con el 2,1%, y la menor, Castilla-La Mancha, con el 0,9%, frente a un intervalo de 1,7 puntos en 2007. Se da la circunstancia de que Ceuta había sido la ciudad autónoma menos inflacionista en 2007. Aparte de ésta, nueve comunidades autónomas registraron tasas de inflación superiores a la media en 2008: País Vasco, Melilla, La Rioja, Madrid, Cataluña, Canarias, Asturias, Aragón y Comunidad Valenciana.



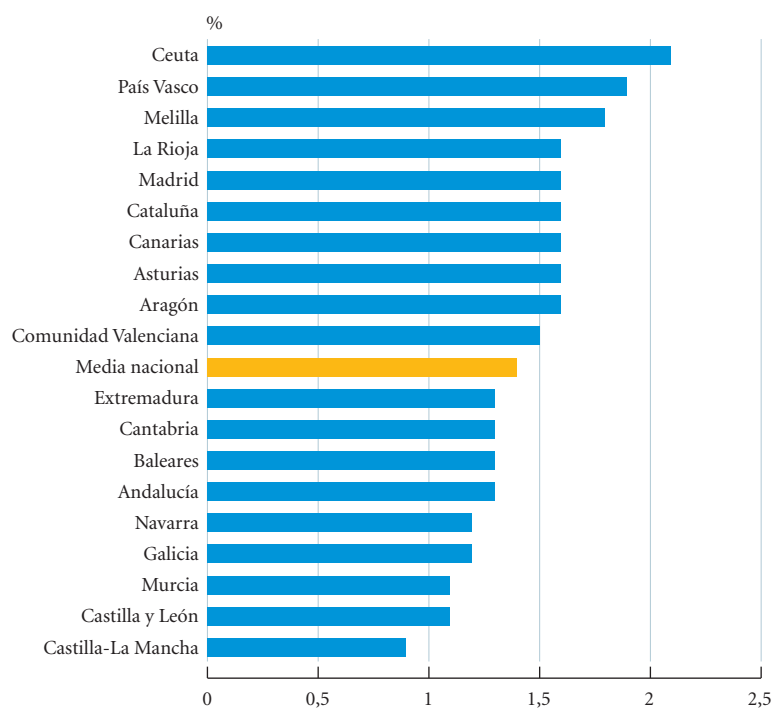
## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	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	-0,5	1,4	1,4

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## CASTILLA-LA MANCHA, LA COMUNIDAD MENOS INFLACIONISTA EN 2008

Variación del IPC entre diciembre de 2007 y 2008



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Diciembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación anual	
		2007	2008	2007	2008
<b>Por clases de gasto</b>					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,7	0,9	0,2	6,6	2,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	111,8	0,1	0,0	6,1	3,9
Vestido y calzado	108,9	-1,0	-1,3	1,2	0,5
Vivienda	111,6	0,1	-0,5	4,8	5,9
Menaje	106,6	0,3	0,2	2,5	2,6
Medicina	98,8	0,1	-0,1	-2,1	0,3
Transporte	99,5	0,8	-3,4	7,1	-5,6
Comunicaciones	99,6	-0,2	-0,5	0,8	-0,3
Ocio y cultura	99,7	1,4	1,4	-0,8	0,3
Enseñanza	111,5	0,1	0,1	4,1	4,0
Hoteles, cafés y restaurantes	110,5	0,4	0,0	4,9	4,0
Otros	107,6	0,2	0,1	3,0	3,5
<b>Agrupaciones</b>					
Alimentos con elaboración	111,1	0,4	-0,1	7,4	3,0
Alimentos sin elaboración	110,2	1,5	0,6	4,9	1,6
Conjunto no alimentario	105,7	0,3	-0,7	3,4	1,1
Bienes industriales	102,5	0,1	-1,7	3,1	-1,5
<i>Productos energéticos</i>	99,8	1,1	-5,8	11,5	-7,2
<i>Carburantes y combustibles</i>	94,8	1,4	-7,9	14,4	-12,9
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	103,2	-0,3	-0,5	0,3	0,4
Servicios	109,0	0,5	0,3	3,8	3,8
Inflación subyacente (**)	107,4	0,2	0,0	3,3	2,4
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>106,9</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,2</b>	<b>1,4</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### El diferencial de inflación con la eurozona pasa a ser negativo, por primera vez desde 2001.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea registró un alza anual del 1,5% en 2008. De esta forma, el diferencial con la eurozona resultó negativo del 0,1%, el menor desde 2001. Cabe señalar que la reducción de este diferencial ha estado influida por un mayor peso de los carburantes y lubricantes en la cesta de la compra española, y también por una menor participación de determinados impuestos indirectos en España, lo que provoca una mayor sensibilidad del precio de venta final a los descensos de los precios en origen. Así, el precio de los carbu-

rantes y lubricantes bajó el 18,1% en 2008 en el IPC armonizado español frente a un descenso del 15,4% en el área del euro.

A pesar de los aumentos de los precios regulados en enero, las perspectivas son de nuevas bajadas de la inflación en los próximos meses. La tendencia probablemente continuará hasta el verano, cuando podrían llegar a anotarse transitoriamente tasas de variación anual negativas debido al efecto del precio de los hidrocarburos, que se compararían con los máximos alcanzados a mediados de 2008.

### Perspectiva de nuevas bajadas de la inflación en los próximos meses.

## Sector exterior

### Comercio exterior: mejora el déficit comercial

En octubre de 2008, el déficit comercial acumulado desde enero alcanzó los 81.190 millones de euros, manteniendo de esta manera la desaceleración iniciada en los últimos meses. En un contexto temporal más amplio, los saldos acumulados de doce meses constatan el retroceso del déficit desde su máximo en junio de 2008, mes en que alcanzó los 104.000 millones de euros. Como ya pasó en septiembre, el

crecimiento interanual de las exportaciones acumuladas entre enero y octubre de 2008 fue superior al de las importaciones, aumentando la ratio de cobertura hasta el 66,4%, superior al del mismo periodo del año anterior en 1,2 puntos porcentuales.

El déficit comercial de los diez primeros meses de 2008 apenas varía con relación al del mismo periodo de 2007. El motivo viene dado por la mejora del componente no energético. La reducción del déficit de los bienes de capital y de consumo no

**El déficit comercial acumulado sigue reduciéndose desde mediados de 2008.**

## COMERCIO EXTERIOR

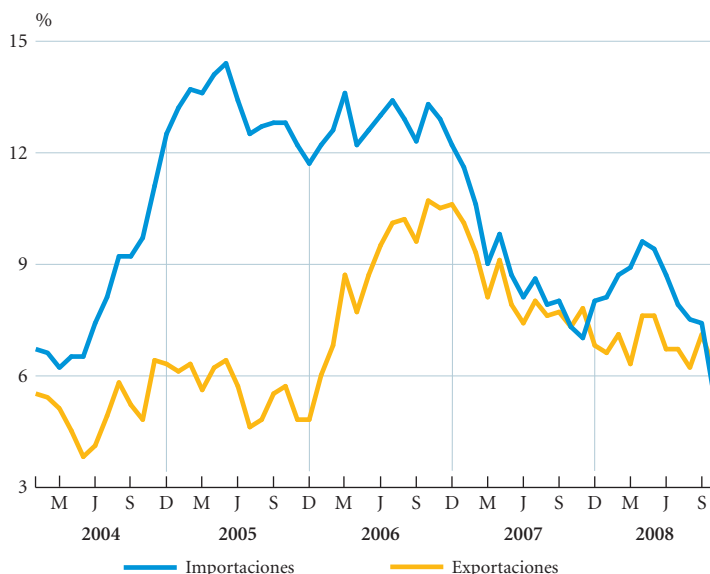
Enero-octubre 2008

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	49.717	48,3	20,5	10.068	59,6	6,3	-39.648	20,3
Bienes de consumo	59.390	-7,3	24,5	57.078	5,6	35,5	-2.312	96,1
<i>Alimenticios</i>	13.299	2,4	5,5	18.294	8,0	11,4	4.995	137,6
<i>No alimenticios</i>	46.091	-9,8	19,1	38.784	4,5	24,1	-7.307	84,1
Bienes de capital	20.250	-15,2	8,4	13.759	0,6	8,6	-6.492	67,9
Bienes intermedios no energéticos	112.585	2,7	46,5	79.848	4,2	49,7	-32.738	70,9
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	132.240	-2,9	54,7	111.423	5,2	69,3	-20.816	84,3
<i>Zona del euro</i>	109.872	-3,7	45,4	88.918	4,2	55,3	-20.954	80,9
Otros países	109.703	15,5	45,3	49.330	10,2	30,7	-60.373	45,0
<i>Rusia</i>	6.948	4,5	2,9	2.486	43,9	1,5	-4.462	35,8
<i>EEUU</i>	9.408	14,1	3,9	6.323	-1,1	3,9	-3.085	67,2
<i>Japón</i>	4.372	-14,6	1,8	1.227	9,4	0,8	-3.144	28,1
<i>América Latina</i>	13.477	9,3	5,6	7.796	-7,8	4,8	-5.680	57,9
<i>OPEP</i>	25.340	41,3	10,5	5.815	33,6	3,6	-19.526	22,9
<i>Resto</i>	50.158	12,1	20,7	25.682	13,0	16,0	-24.476	51,2
<b>TOTAL</b>	<b>241.943</b>	<b>4,7</b>	<b>100,0</b>	<b>160.753</b>	<b>6,7</b>	<b>100,0</b>	<b>-81.190</b>	<b>66,4</b>

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

## DESACELERACIÓN INTENSA DE LAS IMPORTACIONES

Saldo acumulado últimos 12 meses



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

### Crecimiento de las importaciones debido casi exclusivamente al incremento de precios.

alimenticio compensa el deterioro de la balanza comercial energética, cuyo saldo negativo en el periodo enero-octubre de 2008 aumenta en 12.427 millones de euros (45,6% superior al del mismo periodo del año anterior). Sin embargo, el déficit energético mensual sigue la evolución a la baja iniciada en julio de 2008.

El análisis detallado de la evolución de las importaciones y las exportaciones acumuladas en los diez primeros meses de 2008 muestra diferencias significativas en su evolución. El aumento del volumen de las exportaciones en un 4,9% es la principal explicación del crecimiento del valor de los bienes exportados durante este periodo (6,7%), siendo el 1,8% restante efecto del aumento de precios de los bienes exportados. Por el contrario, el incremento del 4,2% de los precios de las importaciones es el principal motivo del crecimiento del valor de éstas (4,7%). Este incremento del precio se debe en su mayor parte a la componente energética, que

durante los primeros diez meses de 2008 ha aumentado su precio en casi un 30% interanual, debido sobre todo al aumento del precio del petróleo durante la primera mitad de 2008.

La evolución de los precios de los bienes energéticos los últimos dos meses de 2008, junto a la trayectoria de la demanda de bienes importados durante la segunda mitad del año, permite prever un crecimiento muy reducido en términos nominales de las importaciones para 2008, permitiendo que el déficit comercial acumulado en 2008 sea inferior al de 2007, rompiendo la tendencia de los últimos cinco años.

### Balanza de pagos: continúa la desaceleración del déficit por cuenta corriente

El déficit por cuenta corriente en octubre alcanzó los 7.861 millones de euros, un

## BALANZA DE PAGOS

Octubre

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-73.261	1,0	-90.547	-3.503	4,0
Servicios					
<i>Turismo</i>	25.131	0,9	28.029	398	1,4
<i>Otros servicios</i>	-3.608	-17,4	-4.899	114	-2,3
Total	21.524	4,8	23.130	513	2,3
Rentas	-28.865	12,3	-34.679	-5.628	19,4
Transferencias	-9.147	9,3	-7.514	1.007	-11,8
<b>Total</b>	<b>-89.750</b>	<b>4,3</b>	<b>-109.610</b>	<b>-7.611</b>	<b>7,5</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>5.036</b>	<b>64,3</b>	<b>6.487</b>	<b>856</b>	<b>15,2</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-854	-98,0	-6.626	47.085	-87,7
Inversiones de cartera	9.196	-91,0	11.289	-110.019	-90,7
Otras inversiones	57.634	168,7	65.206	37.890	138,7
<b>Total</b>	<b>65.975</b>	<b>-16,9</b>	<b>69.868</b>	<b>-25.044</b>	<b>-26,4</b>
Errores y omisiones	4.611	-	9.468	9.389	-
Variación de activos del Banco de España	14.127	203,0	23.786	22.410	-

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.

12,9% inferior al mismo dato del año anterior, convirtiéndose en el cuarto mes consecutivo con una reducción inter-anual. Como consecuencia, el saldo acumulado de los últimos doce meses se ha reducido desde junio hasta octubre de 2008. La razón de esta mejora del desequilibrio corriente es la reducción del déficit de las balanzas comercial y de transferencias en 5.400 millones de euros, muy superior al incremento del déficit de la balanza de rentas.

El aumento del déficit acumulado de doce meses de la cuenta corriente y de capital en octubre de 2008 fue de 6.755 millones de euros respecto al mismo mes del año anterior, el menor desde 2004, y mantiene la desaceleración iniciada en

abril de 2008. Como consecuencia, el déficit sigue reduciéndose después del máximo alcanzado en junio de 2008, generando una ligera reducción de la necesidad de financiación externa por parte de la economía española.

La financiación del déficit corriente mantiene el patrón de los últimos meses, muy diferente al existente antes de que estallasen las turbulencias financieras en verano de 2007. Así, las inversiones en cartera (acciones, bonos, pagarés y cédulas hipotecarias) han dejado de ser la principal fuente de financiación externa, con una reducción del saldo acumulado en los últimos doce meses de 110.000 millones de euros respecto al mismo periodo del año anterior. Esta reducción se ha visto com-

**Los déficits de la balanza comercial y de transferencias se reducen en 5.400 millones de euros desde junio.**

**Las inversiones en cartera cambian su tendencia desde junio de 2008.**

pensada, en gran medida, por la menor inversión directa neta hacia el exterior y el aumento de la financiación a través de instrumentos financieros a corto plazo (préstamos, depósitos y repos) que suponen casi 85.000 millones de aumento de financiación extranjera. Sin embargo, este proceso sigue perdiendo intensidad, ya que desde junio de 2008, el saldo acumulado de la financiación a través de ins-

trumentos financieros ha disminuido en 6.319 millones de euros, mientras que las inversiones en cartera netas aumentan en 7.635 millones de euros, después de quince meses de continua reducción, debido a que los flujos de entrada de inversión extranjera disminuyen menos que los flujos de salida de inversión española en el exterior.

## Sector público

### El déficit de las administraciones públicas supera el 3% del PIB en 2008

En el marco de la actualización del Programa de Estabilidad 2008-2011, el Gobierno avanzó las proyecciones presupuestarias para 2008, que arrojan un déficit del conjunto de las administraciones públicas del 3,4% del producto interior bruto (PIB). Este resultado supera el límite del 3% establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea por primera vez desde la integración en el euro. El brusco deterioro de las finanzas públicas, después de haberse obtenido un superávit del 2,2% del PIB en 2007, se explica sobre todo por los efectos del ciclo

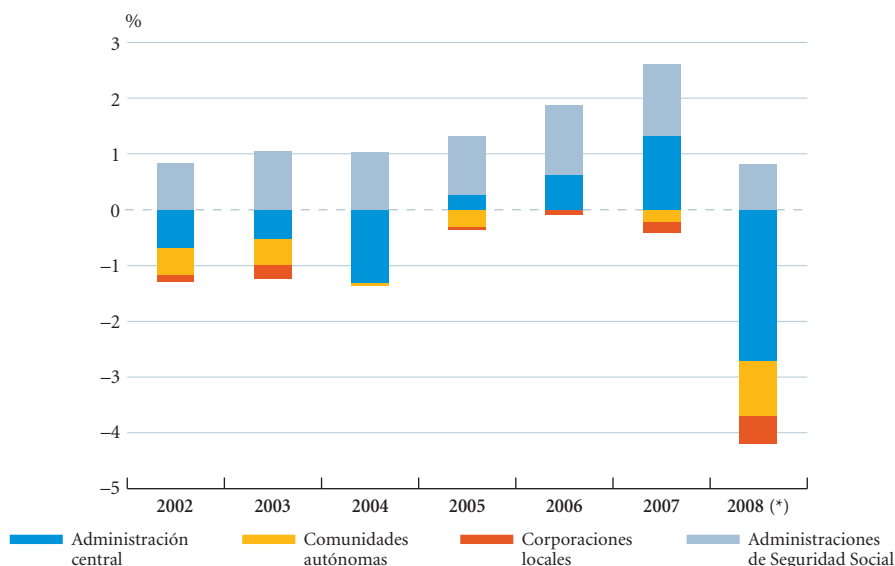
económico sobre el empleo, los beneficios empresariales, el consumo, la inversión, las importaciones y los incrementos patrimoniales, pero también por medidas y cambios normativos con incidencia en la recaudación de los principales impuestos. Además, por el lado de los gastos también han tenido impacto una fuerte alza de los pagos de cobertura del paro y la mejora progresiva de ciertos servicios públicos.

Aunque el deterioro de las finanzas públicas tuvo un carácter generalizado en 2008, la situación es distinta según el nivel de la administración. El mayor cambio se produjo en la administración central, que pasó de un superávit del 1,3% del PIB en 2007 a un déficit del 2,7% del PIB en 2008.

**La situación recesiva y una serie de medidas discrecionales propician un brusco giro del signo de las cuentas públicas.**

### SÓLO LA SEGURIDAD SOCIAL CONSIGUE SUPERÁVIT EN 2008

Saldo presupuestario por tipo de administración en porcentaje del PIB



NOTA: (\*) Proyección presupuestaria.

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

**Los impuestos directos se reducen en 2,1 puntos porcentuales sobre el PIB en 2008.**

Las cuentas de las comunidades autónomas también resultaron fuertemente afectadas, aumentando su déficit en 8 décimas del PIB hasta el 1,0%. El saldo de las administraciones locales, partiendo también de un déficit del 0,2% del PIB en 2007, empeoró en menor medida hasta el 0,5% del PIB. Finalmente, las administraciones de la Seguridad Social mantuvieron un superávit, pero se redujo en medio punto hasta el 0,8% del PIB.

Los ingresos públicos se redujeron alrededor del 6% en 2008, debido sobre todo a una caída anual del 12% de la recaudación impositiva. De esta forma, el peso de los ingresos públicos sobre el PIB disminuyó en 4 puntos hasta el 37%. Los impuestos directos bajaron el 12% a causa mayormente de las medidas discrecionales adoptadas. Efectivamente, la incidencia de la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y del impuesto de sociedades sobre los pagos a cuenta y las cuotas diferenciales a ingresar en 2008 se estima del orden del 0,7% del PIB; la deducción anticipada de hasta 400 euros en el IRPF, del 0,5%; y la libre elección de los dos posibles sistemas de cálculo de los pagos fraccionados y la supresión de los efectos fiscales de la nueva normativa contable en el cálculo del pago fraccionado en el impuesto de sociedades supusieron cerca del 0,3% del PIB. En conjunto, estas medidas representarían alrededor del 1,5% del PIB, frente a un descenso anual de 2,1 puntos del PIB de los impuestos directos.

Los impuestos indirectos también sufrieron una caída similar del 12% anual en 2008 motivada principalmente por la fuerte moderación del consumo privado y la crisis de las actividades relacionadas

con el sector inmobiliario, que había sido un importante generador de ingresos públicos en los años precedentes. Asimismo, el nuevo régimen especial de declaración del impuesto sobre el valor añadido para grupos consolidados, en vigor a partir de enero de 2008, según la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, que permite compensar los saldos de diferente signo resultantes de las autoliquidaciones de las entidades del grupo, tuvo un efecto en torno al 0,3% del PIB. De esta forma, la participación de los impuestos indirectos en el PIB bajó en 1,9 puntos en 2008.

Otra importante rúbrica de los ingresos, las cotizaciones sociales, aunque fueron afectadas por la desaceleración del empleo, crecieron más del 5%. De esta forma, lograron elevar ligeramente su peso en el PIB hasta el 13,1%.

En el otro lado del balance, los gastos se aceleraron en 2008 hasta anotar un aumento anual del 9%. De este modo, su participación en el PIB subió 1,5 puntos hasta el 40,4%. Destaca la expansión de las transferencias sociales de un 13% por la subida de las prestaciones por desempleo y otras, como la de 2.500 euros por nacimiento o adopción de hijos, la cual se estima en un 0,1% del PIB.

La remuneración de asalariados y las compras de bienes y servicios aumentaron cerca del 8% debido a la mejora de los servicios públicos básicos. Por su parte, los gastos por intereses se contuvieron y su peso sobre el PIB disminuyó livianamente hasta el 1,5%. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se incrementó cerca del 6%. De esta manera, su participación en el PIB ascendió una décima hasta el 3,9%.

**La recaudación por los impuestos indirectos cae el 12% afectada por la moderación del consumo y el retroceso de las actividades relacionadas con el sector inmobiliario.**

**Los gastos se aceleran hasta suponer el 40,4% del PIB por el alza de las prestaciones del paro y la mejora de servicios públicos.**



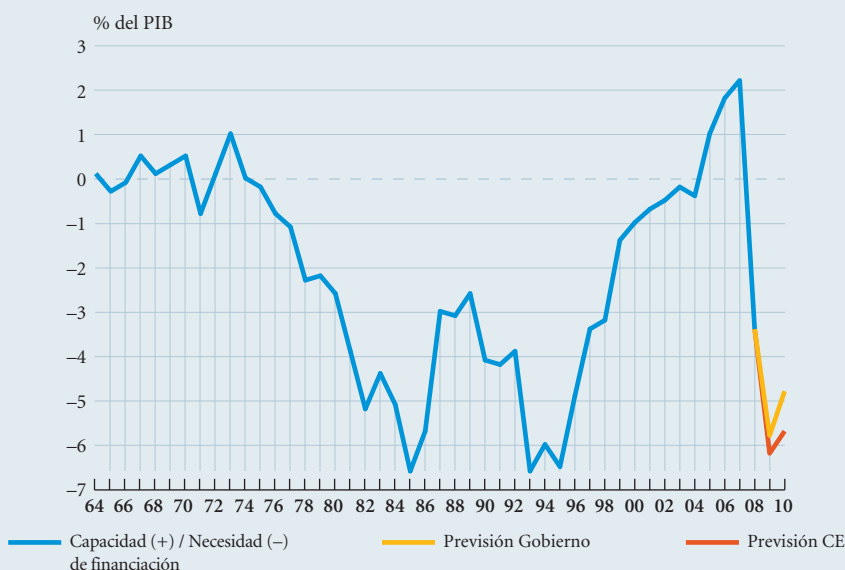
## ¿Hasta dónde puede subir el déficit público español?

En poco tiempo las cuentas públicas en España han dado un giro radical, pasando de ostentar un superávit del 2,2% del producto interior bruto (PIB) en 2007 a un déficit del 3,4% en 2008, y la Comisión Europea (CE) prevé un déficit del 6,2% en 2009. ¿Qué ha ocurrido?

Tomemos algo de perspectiva para comprenderlo. A partir de mediados de los años setenta, y en menos de dos décadas, el peso del sector público en la economía se duplicó, pasando a superar el 45% del PIB en 1993. Los ingresos subieron a un ritmo algo menor, de manera que parte del mayor gasto público se financió vía déficit. El propósito de incorporarse a la moneda única y un ciclo económico favorable permitieron la corrección del pertinaz déficit de las cuentas públicas a partir de mediados de los años noventa. La mejora fue debida no sólo a la buena marcha de la economía, sino que tenía un componente estructural derivado de un mejor control del presupuesto y un esfuerzo por contener y racionalizar el gasto. A partir de 2005, por primera vez desde el inicio del actual régimen democrático, volvieron los superávits públicos. Como consecuencia de este saneamiento de las cuentas, el peso de la deuda pública en la economía se redujo hasta el 36,2% del PIB en 2007, casi la mitad que en 1995 y sensiblemente por debajo del límite del 60% establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esta evolución contrastaba con un comportamiento mucho menos ejemplar por parte de otros países de la eurozona.

### ABRUPTA VUELTA AL DÉFICIT

Saldo presupuestario de las administraciones públicas



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y Comisión Europea.

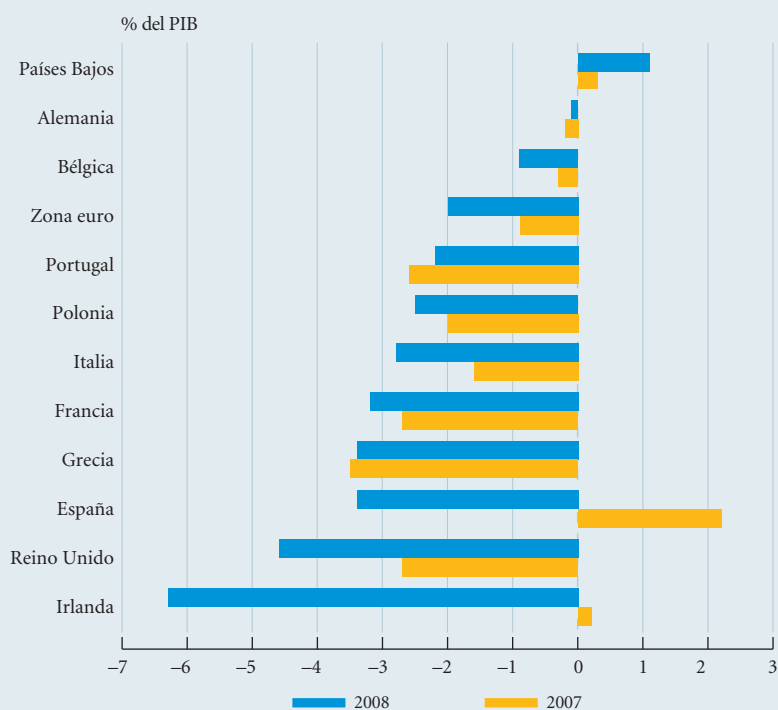
En 2007 las perspectivas eran de continuación de esta tendencia. El Programa de Estabilidad 2007-2010 presentado en diciembre de 2007, hace ahora apenas algo más de un año, se planteaba la continuidad del superávit público, bajo supuestos de crecimiento de la economía en línea con su potencial. Al mismo tiempo, los superávits

suscitaban demandas de rebajas de impuestos o bien de aumento del gasto social. Así, en 2006 se aprobó una reforma fiscal que reducía el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y el impuesto de sociedades. En 2007 se adoptó el «cheque bebé» de 2.500 euros y la Ley de Dependencia. En 2008 se instituyó una nueva deducción de hasta 400 euros en el IRPF. En 2009 se hará efectiva la desaparición del impuesto sobre el patrimonio.

No obstante, el frenazo económico de 2008 tuvo un inmediato efecto presupuestario. Los llamados «estabilizadores automáticos» se pusieron en marcha y ayudaron a frenar el deterioro económico, pero tuvieron un impacto negativo sobre las cuentas públicas. En efecto, se produjo una caída recaudatoria a consecuencia del deterioro del empleo, la desaceleración de los beneficios empresariales, la moderación del consumo y la reducción de la inversión. Al mismo tiempo se elevaron los gastos por las prestaciones a los parados. De este modo, los estabilizadores automáticos comportaron una contracción estimada del saldo presupuestario sensiblemente superior al 2% del PIB.

### BRUSCO DETERIORO DE LOS DÉFICITS PÚBLICOS EN LA UE

Superávit/déficit de las administraciones públicas en algunos países de la UE



FUENTE: Comisión Europea.

Además, el Gobierno ha intentado frenar la recesión vía gasto público, lo que ha comportado una fuerte presión sobre el presupuesto. El paquete de medidas de noviembre de 2008 ascendió a 11.000 millones de euros, un 1,0% del PIB. Destaca la partida de 8.000 millones de euros para la realización de obras por parte de los ayuntamientos. El conjunto de medidas discrecionales, que comprende además de este gasto público las decisiones fiscales anteriormente comentadas, como la deducción de los 400 euros en el IRPF, la reforma fiscal, el «cheque bebé» y otras, supone un impacto estimado próximo al 3% del PIB sobre las cuentas públicas.

En un contexto de recesión como el actual las perspectivas de las finanzas públicas son, pues, bastante problemáticas, apuntando a un rápido deterioro del déficit público. A pesar de que se partía de una situación saneada, en 2009 el déficit de las administraciones públicas podría superar el 6% del PIB. Incluso, existe el riesgo de que los estabilizadores automáticos y las medidas para salir de la recesión pudiesen llevar al déficit público a niveles de récord histórico, superando las cotas de mediados de los noventa. Asimismo, la deuda pública podría elevarse en muy poco tiempo hasta acercarse al límite exigido por las normas europeas del 60% del PIB.

De hecho, la Unión Europea no sólo ha mostrado una actitud flexible dada la gravedad de la situación actual, sino que incluso ha alentado la adopción de medidas de estímulo presupuestario, debido a la excepcional coyuntura por la que atraviesa la economía europea. De todas formas, la acumulación de déficits en forma de deuda pública incide en una subida de la prima de riesgo de los tipos de interés de la misma (véase recuadro «Déficit público y tipos de interés: la sostenibilidad es la clave»). De hecho, en los últimos meses ya se ha registrado una ampliación del diferencial de rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo en relación con la alemana hasta alrededor de un punto porcentual, el máximo desde la integración en la eurozona, si bien ha sido un movimiento general en un contexto de aversión al riesgo y la prima se coloca muy por debajo de los niveles alcanzados a mediados de los años noventa. Si la recesión es relativamente breve, los desequilibrios se podrían reconducir en un tiempo razonable. Si la recesión se prolongase más de la cuenta, el desequilibrio subiría hasta niveles muy altos y supondría una pesada carga para el conjunto de la economía en la fase de la recuperación.

## Ahorro y financiación

**El crédito bancario nuevo a empresas y familias en los últimos doce meses hasta noviembre asciende a 120.000 millones de euros.**

### Se intensifica la ralentización de la financiación a las empresas

El euríbor a doce meses, usado ampliamente como tipo de interés de referencia, en diciembre prosiguió el fuerte giro a la baja comenzado hacia mediados de octubre. De esta forma, en promedio mensual terminó 2008 en el 3,452%, con un descenso de 90 puntos básicos, el mismo que en el mes anterior. De esta forma, se revirtió el ascenso anotado en los primeros meses del ejercicio, que llevó a un máximo histórico del 5,39% en julio, al cambiar las expectativas respecto al tipo de interés oficial del Banco Central Europeo. Así, el euríbor a un año bajó 134 puntos básicos en relación con diciembre de 2007. En las primeras semanas de enero

se aceleró el movimiento descendente y el euríbor a doce meses se colocaba en el 2,38% al final de la cuarta semana del mes dada la situación recesiva en la zona del euro, que seguía presionando a la baja los tipos de interés.

En noviembre se acentuó la desaceleración de la financiación al sector privado, de modo que su tasa de variación interanual bajó hasta el 6,7%, 8 décimas menos que en el mes precedente. Si consideramos sólo el crédito a las empresas y familias, se constata un aumento anual similar, del 6,9%. El crédito nuevo en los últimos doce meses se cifró en 119.905 millones de euros, con una caída del 55,7% respecto a un año antes. Esta situación se explica por la debilidad de la demanda en

### NOTABLE DESCENSO DEL EURÍBOR A UN AÑO

Euríbor a 12 meses



NOTA: Día 23 de enero.

FUENTE: Banco de España.

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Noviembre 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	75.237	-15.605	-17,2	-12.736	-14,5	4,0	
Deudores con garantía real (*)	1.105.760	37.388	3,5	47.129	4,5	59,2	
Otros deudores a plazo	527.356	29.473	5,9	30.019	6,0	28,2	
Deudores a la vista	53.387	12.815	31,6	11.278	26,8	2,9	
Arrendamientos financieros	46.271	-22	0,0	660	1,4	2,5	
Créditos dudosos	59.460	43.209	265,9	43.554	273,8	3,2	
<b>TOTAL</b>	<b>1.867.472</b>	<b>107.259</b>	<b>6,1</b>	<b>119.905</b>	<b>6,9</b>	<b>100,0</b>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

la actual situación recesiva, y también por un cierto endurecimiento de las condiciones de oferta.

La financiación a las empresas seguía creciendo a un ritmo anual superior a la de los hogares, pero perdía gas rápidamente. Así, la tasa de variación anual de la financiación a las sociedades no financieras se situó en el 8,0% en noviembre, 7 décimas menos que un mes antes. El crédito comercial, que se utiliza para financiar el capital circulante de las empresas, continuó cayendo hasta presentar una baja anual del 14,5%. Los arrendamientos financieros, que se utilizan para financiar inversiones, siguieron moderándose hasta mostrar únicamente un alza interanual del 1,4%.

Los préstamos a los particulares siguieron frenándose hasta un ritmo de crecimiento anual del 5,0%. El saldo de los créditos para la vivienda aumentaba el 5,1% en relación con noviembre de 2007, frente a un avance anual del 13,2% en diciembre de 2007. La demanda de préstamos hipotecarios se ha contraído a consecuencia de la escalada del paro y de expectativas bajistas de los precios de la vivienda. Asimismo, el resto de financiación a las familias flojeaba, hasta presentar un incremento anual del 4,5%.

La actual coyuntura, que debilita las ventas de las empresas y las rentas de las familias, también se está traduciendo en un repunte de la morosidad. Así, en noviembre la tasa de dudosidad del conjunto de las entidades crediticias se elevó hasta el 3,2%, 3 décimas más que en el mes anterior.

### Reembolsos netos históricos en los fondos de inversión mobiliaria en 2008

El tipo de interés promedio de los depósitos bancarios del sector privado disminuyó 3 décimas en noviembre hasta el 3,01%, reflejando la relajación de la política monetaria del Banco Central Europeo a partir de octubre. Con todo, el tipo medio de los depósitos a empresas y familias se situaba 32 puntos básicos por encima de doce meses antes gracias a la fuerte competencia en la captación de pasivo por parte de las entidades financieras, que debían hacer frente a una complicada situación en los mercados mayoristas.

Los depósitos bancarios continuaron decelerándose en un entorno recesivo, hasta situar su crecimiento interanual en el 7,8%, en línea con el conjunto de la euro-

**Fuerte caída del crédito comercial para financiar el capital circulante de las empresas.**

**La escalada del paro y las expectativas bajistas de los precios de la vivienda contraen la demanda de hipotecas.**

**Los depósitos a plazo hasta dos años suben el 41% en los últimos doce meses.**

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

Noviembre 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	417.040	-21.017	-4,8	-6.867	-1,6	29,7	
A plazo hasta 2 años	484.745	132.039	37,4	140.008	40,6	34,6	
A plazo a más de 2 años	390.721	-11.253	-2,8	-15.540	-3,8	27,9	
Cesiones temporales	68.961	-16.631	-19,4	-12.597	-15,4	4,9	
<b>Total</b>	<b>1.361.467</b>	<b>83.138</b>	<b>6,5</b>	<b>105.003</b>	<b>8,4</b>	<b>97,1</b>	
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>41.105</b>	<b>-2.739</b>	<b>-6,2</b>	<b>-3.656</b>	<b>-8,2</b>	<b>2,9</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.402.572</b>	<b>80.399</b>	<b>6,1</b>	<b>101.347</b>	<b>7,8</b>	<b>100,0</b>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### La tasa de ahorro de los hogares, en proceso de recuperación.

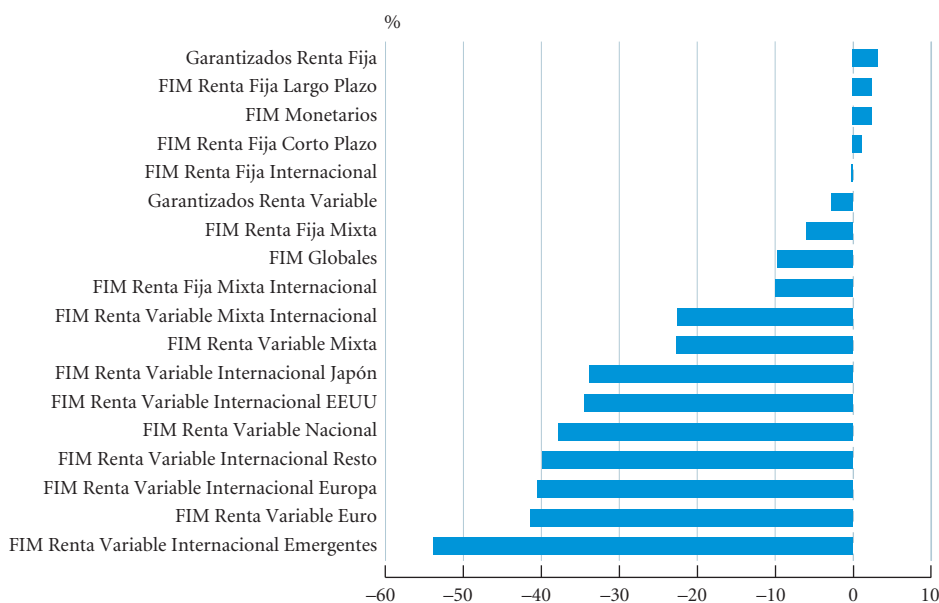
zona. No obstante, los depósitos a plazo hasta dos años presentaban una fuerte expansión anual del 40,6%, gracias a que la retribución de los depósitos a plazo era mayor que las otras modalidades de depósitos, aunque sufrió un recorte de 44 puntos básicos en noviembre hasta el 4,60%. Por su parte, el saldo de las otras

clases de cuentas se situaba en niveles inferiores a un año antes.

En el tercer trimestre la tasa de ahorro de los hogares prosiguió la senda de recuperación iniciada en abril-junio propiciada por la desaceleración del consumo y el ascenso de los tipos de interés en el perio-

## SÓLO LOS FONDOS DE RENTA FIJA Y MONETARIOS OBTIENEN PLUSVALÍAS EN 2008

Rentabilidad anual de los fondos de inversión mobiliaria en 2008



FUENTES: Inverco y elaboración propia.

do. Así, la tasa de ahorro de las familias se cifró en el 9,6% de su renta disponible en el tercer trimestre de 2008, 5,1 puntos por encima del mismo periodo de 2007. Considerando los últimos cuatro trimestres esta tasa sube hasta el 11,9% de la renta disponible, 1,1 puntos más que en el periodo precedente. En los próximos trimestres, a pesar de la inflexión de los tipos de interés nominales es probable que continúe el relanzamiento del ahorro de las familias, impulsado sobre todo por el motivo de precaución ante el ascenso del paro.

El mayor ahorro de los hogares, no obstante, no se dirigió, en cualquier caso, a los fondos de inversión mobiliaria, que en diciembre continuaron registrando reembolsos netos por valor de 2.723 millones de euros, debido a la dura competencia de los depósitos bancarios y a las turbulencias en los mercados financieros. En el conjunto de 2008 se produjeron salidas netas de los fondos de inversión mobiliarios por un montante de 57.647 millones de euros, un récord histórico. De esta forma, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios cayó el 29,8% en 2008 hasta 167.655 millones de euros. El número de partícipes se redujo el 25,6% en el pasado ejercicio hasta 6.147.542.

La mala evolución de la renta variable en el transcurso de 2008 afectó negativamente a la rentabilidad de los fondos de inversión mobiliaria, que presentaron unas minusvalías en promedio del 5,6%.

Sin embargo, en los últimos diecisiete años la rentabilidad media fue del 3,9% anual, superior a la inflación del periodo. Los fondos que resultaron mejor parados fueron los de renta fija a largo plazo y los monetarios, que obtuvieron rendimientos superiores a la inflación de final del año. La cola de la clasificación estuvo ocupada esta vez por los fondos emergentes, cuando en 2007 la habían encabezado.

Los fondos de inversión libre, o *hedge funds*, en diciembre de 2008 continuaron experimentando pérdidas en su patrimonio, si bien de menor intensidad que en noviembre. No obstante, al final del ejercicio sus activos se elevaban a 1.377 millones de euros frente a 818 al principio del mismo, lo que contrasta con el retroceso de esta categoría de fondos en los mercados internacionales, que registraron su peor año de las últimas décadas, acuciados por la desfavorable evolución de los mercados financieros internacionales y por las dificultades de financiación.

Finalmente, en diciembre los fondos de inversión inmobiliaria sufrieron una disminución de su patrimonio del 1,1% hasta 7.407 millones de euros. En el conjunto de 2008 sus activos se redujeron el 14,0%, reflejando la crisis del mercado inmobiliario. La rentabilidad promedio en los últimos doce meses fue del 0,7%. No obstante, en los últimos diez años resultó del 6,4% anual.

**Los *hedge funds* logran aumentar su patrimonio en el conjunto de 2008 al cabo de 2 años de andadura en el mercado español.**

# Servicio de Estudios de "la Caixa"

## Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

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

Correo electrónico:

[publicacioneseestudios@lacaixa.es](mailto: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](http://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

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

Correo electrónico:  
Para consultas relativas  
al Informe Mensual:  
[informemensual@lacaixa.es](mailto:informemensual@lacaixa.es)

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

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2007

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

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

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



**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](http://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.