

# Informe Mensual



NÚMERO 322

*Deflación: un riesgo a tener en cuenta* Pág. 10

El espectro de la deflación se asoma a las mayores economías del mundo

*Lecciones de la deflación japonesa* Pág. 14

La historia inacabada de diez años de deflación

*La Fed y el BCE, dos estrategias y un problema: la deflación* Pág. 44

Los dos grandes bancos centrales han tomado estrategias distintas para reactivar la economía

*¿Existe riesgo de deflación en la España del siglo XXI?* Pág. 62

La posibilidad es lejana, si bien una inflación baja ayudaría a recomponer la competitividad

# Previsiones

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

	2007	2008	2009	2008				2009	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	2,0	1,1	-1,7	2,5	2,1	0,7	-0,8	-1,4	-2,4
Japón	2,4	-0,7	-3,2	1,4	0,6	-0,2	-4,6	-5,2	-4,3
Reino Unido	3,0	0,7	-2,5	2,6	1,7	0,3	-1,9	-2,9	-3,2
Zona del euro	2,6	0,9	-2,0	2,1	1,4	0,6	-0,5	-1,7	-2,4
<i>Alemania</i>	2,6	1,0	-2,3	2,8	2,0	0,8	-1,7	-2,1	-2,8
<i>Francia</i>	2,1	0,6	-1,7	2,0	1,2	0,6	-1,0	-1,9	-1,9
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	2,9	3,8	-1,2	4,1	4,4	5,3	1,6	-0,6	-2,2
Japón	0,1	1,4	-0,8	1,0	1,4	2,2	1,0	0,6	-0,3
Reino Unido	2,3	3,6	1,4	2,4	3,3	4,9	3,9	1,7	1,3
Zona del euro	2,1	3,3	1,0	3,4	3,6	3,8	2,3	1,2	0,8
<i>Alemania</i>	2,3	2,6	0,8	2,9	2,9	3,1	1,6	0,8	0,6
<i>Francia</i>	1,5	2,8	0,9	2,9	3,3	3,3	1,8	0,9	0,5
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	3,4	0,1	-2,6	2,0	0,8	-0,2	-2,3	-4,3	-2,8
Consumo de las AAPP	4,9	5,3	4,3	3,7	5,0	6,1	6,3	5,2	4,8
Formación bruta de capital fijo	5,3	-3,0	-12,3	2,4	-0,8	-4,1	-9,3	-12,4	-15,5
<i>Bienes de equipo</i>	10,0	-1,1	-13,0	5,2	1,8	-1,3	-9,7	-13,0	-13,0
<i>Construcción</i>	3,8	-5,3	-14,5	0,2	-3,1	-7,3	-10,9	-14,1	-19,6
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	4,4	0,1	-4,2	2,6	1,2	-0,2	-3,0	-5,2	-5,2
Exportación de bienes y servicios	4,9	0,7	-6,2	4,8	4,4	1,5	-7,9	-11,6	-6,9
Importación de bienes y servicios	6,2	-2,5	-11,2	3,6	1,8	-2,0	-13,2	-18,4	-13,2
<b>Producto interior bruto</b>	3,7	1,2	-2,3	2,7	1,8	0,9	-0,7	-2,2	-2,8
<b>Otras variables</b>									
Empleo	2,9	-0,6	-5,0	1,6	0,1	-0,9	-3,1	-5,1	-5,6
Tasa de paro (% población activa)	8,3	11,3	17,6	9,6	10,4	11,3	13,9	16,6	17,4
Índice de precios de consumo	2,8	4,1	0,5	4,4	4,6	4,9	2,5	0,6	0,1
Costes laborales unitarios	2,9	3,4	-0,3	4,2	3,6	3,4	2,6		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-10,1	-9,5	-8,0	-12,1	-9,5	-8,7	-7,9		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,7	-9,1	-6,5	-11,2	-9,0	-8,4	-7,6		
Saldo público (% PIB)	2,2	-3,8	-7,8						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	5,0	2,0	0,3	3,2	2,1	2,0	0,9	0,3	0,3
Repo BCE	3,8	3,9	1,4	4,0	4,0	4,2	3,4	1,9	1,3
Bonos EEUU 10 años	4,6	3,6	3,0	3,6	3,9	3,8	3,2	2,8	3,1
Bonos alemanes 10 años	4,2	4,0	2,9	3,9	4,3	4,3	3,5	3,2	2,9
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,37	1,48	1,28	1,50	1,56	1,51	1,34	1,31	1,28

## Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Estados Unidos
- 10 **Deflación: un riesgo a tener en cuenta**
- 12 Japón
- 14 **Lecciones de la deflación japonesa**
- 17 América Latina
- 19 Asia emergente
- 21 Materias primas
- 23 **Unión Europea**
  - 23 Zona del euro
  - 27 Alemania
  - 28 Francia
  - 31 Italia
  - 32 Reino Unido
  - 33 Europa emergente
- 36 **Mercados financieros**
  - 36 Mercados monetarios y de capital
- 44 **La Fed y el BCE, dos estrategias y un problema: la deflación**
- 47 **Coyuntura española**
  - 47 Actividad económica
  - 53 Mercado de trabajo
  - 58 Precios
- 62 **¿Existe riesgo de deflación en la España del siglo XXI?**
- 65 Sector exterior
- 69 Ahorro y financiación

## Miedo a la deflación

Las tasas de inflación de la mayor parte de los países avanzados han caído hasta mínimos que no se registraban desde hacía muchos años. Se trata de una evolución acorde con la recesión que afecta a la economía global. En efecto, en etapas de contracción cíclica cabe esperar un descenso de la inflación. Hasta aquí, pues, nada nuevo a reseñar. Sin embargo, la previsión de que las tasas de inflación van a entrar en terreno negativo en los próximos meses, junto con el temor a que la recesión tenga un alcance y una duración superiores a lo esperado, ha desatado el miedo a la deflación. En concreto, el temor está en una espiral de descenso generalizado de los precios de los bienes y servicios, combinada con un periodo prolongado de estancamiento o recesión. En el último siglo hay muy pocos antecedentes históricos de un fenómeno de este tipo en lo que ahora son las economías desarrolladas. Pero son significativos: Estados Unidos en los años treinta y Japón en los noventa del siglo pasado.

Casi hay que acudir al baúl de los recuerdos para hablar de deflación. Desde mediados del siglo pasado, la gran preocupación de las políticas económicas ha sido la inflación. E incluso antes: muchos historiadores atribuyen a la hiperinflación alemana de los años veinte el origen del ascenso del nazismo y, por consiguiente, la causa de la segunda gran guerra. Pero ambos fenómenos, inflación y deflación, tienen, en último extremo, el mismo origen monetario. Hasta las primeras décadas del siglo xx, el dinero en circulación se regía por el patrón metálico, oro o plata. Con la progresiva sustitución del patrón metálico por la moneda fiduciaria, respaldada por un banco central nacional, el volumen de moneda en circulación se desligó de las reservas metálicas. La discrecionalidad de la gestión monetaria derivó a menudo en un exceso de oferta monetaria que asentó, hasta hace poco, unas sólidas expectativas inflacionistas.

¿Pero si tan mala era la inflación, por qué también es mala la deflación? Por diversos motivos. Tiende a retrasar las decisiones de consumo e inversión; si tal producto tendrá un precio inferior mañana, ¿por qué comprarlo hoy? Aumenta el valor real de las deudas, lo cual ocasiona una presión sobre los agentes endeudados que lleva a un aumento de las pérdidas y de las bancarrotas. En un contexto deflacionista, el precio de los activos también tiende a disminuir, lo que reduce el valor de las garantías de los préstamos y, por tanto, aumenta las pérdidas por morosidad de las entidades financieras. Esto significa menos oferta de crédito, igual a menos actividad. Además, como los salarios son rígidos a la baja, los márgenes de las empresas se estrechan, lo que ocasiona menos inversión y menos empleo. Un último mal es la «trampa de la liquidez», en la que se cae cuando el banco central recorta los tipos al máximo –hasta el 0%– de manera que el mejor activo para invertir es el efectivo, sin riesgo y con rentabilidad real positiva. En definitiva, una deflación persistente está íntimamente ligada a una depresión económica prolongada. Algo que en Japón conocen muy bien.

Hay que afirmar, con todo, que hoy por hoy el riesgo de espiral deflacionista es muy lejano. En primer lugar, porque las previsibles tasas negativas de los índices de precios de consumo en los próximos meses responden únicamente al efecto del desplome del precio del petróleo desde el pasado verano, mientras que la inflación subyacente, el núcleo más estable de la inflación, presenta tasas positivas. En este sentido, ni tan siquiera cabe hablar de deflación. Y, en segundo lugar, porque ante la recesión que atraviesan las economías avanzadas las políticas monetarias y fiscales se han puesto decididamente en marcha, teniendo muy en cuenta, precisamente, las lecciones aprendidas de la Gran Depresión y de Japón. Con este bagaje, cabe confiar en que la deflación siga siendo un capítulo de los libros de historia.

## RESUMEN EJECUTIVO

**La naturaleza de la recesión actual es difícilmente equiparable a la de episodios anteriores por haber sido originada por una crisis financiera global.**

**Los resultados del cuarto trimestre de 2008 trazan un panorama preocupante en términos de crecimiento, comercio internacional y producción industrial.**

**Barack Obama lanza tres iniciativas para hacer frente a la crisis...**

### Una recesión diferente

En las últimas décadas la economía se ha caracterizado por su tendencia al incremento del volumen del producto interior bruto (PIB), es decir, de la cantidad de bienes y servicios producidos en un periodo dado. Pero este crecimiento constituye una tendencia a medio o largo plazo; en el corto o medio plazo las economías sufren fluctuaciones por diversos motivos. Los economistas usan el término «ciclo económico» para describir estas oscilaciones. Si la economía deja de crecer durante dos trimestres consecutivos, hablamos de recesión, según la definición convencional más extendida. No cabe duda de que el momento actual de buena parte de las principales economías mundiales debe ser calificado como de recesión.

Pero no nos encontramos ante una recesión cualquiera. Su desencadenante principal ha sido una crisis financiera, lo cual, de acuerdo con la experiencia histórica, añade gravedad al asunto. Pero tampoco se trata de una crisis financiera de carácter individual o regional, como ha sido habitual. Nos encontramos ante una crisis financiera de dimensión global. A excepción de la Gran Depresión de los años treinta del pasado siglo, no existe experiencia histórica comparable. Ciertamente, la contundente respuesta de las autoridades económicas no tiene precedentes y también constituye un factor diferencial, esta vez en positivo.

Mientras, los datos económicos van desgranando su rosario de infortunios. Los crecimientos del PIB correspondientes al cuarto trimestre del pasado año, conocidos en febrero, han causado la correspondiente alarma. En tasa intertrimestral, en

Estados Unidos retrocedió el 1,6%, en la eurozona, el 1,5%, en el Reino Unido, el 1,8%, en Japón, el 3,3%. Varias economías asiáticas, singularmente Tailandia, Corea, Taiwán y Singapur perdieron alrededor del 5%, lo mismo que Brasil. En las economías avanzadas, el hundimiento de la confianza y el oscurecimiento de las expectativas golpean a la demanda interna. En las economías más orientadas al comercio internacional, el súbito frenazo del mismo en el cuarto trimestre supone un revés considerable. Las exportadoras de materias primas ven evaporarse los beneficios por el desplome de los precios. Las dependientes de la financiación internacional sufren la interrupción brusca de los flujos. En todas, la producción y las carteras de pedidos de las empresas industriales sufren desplomes inéditos o que no se registraban desde hacía muchos años.

En Estados Unidos, la ansiada toma de posesión del nuevo presidente, Barack Obama, no ha conseguido despejar el panorama económico. Y no será por la falta de actividad de la nueva administración. En sus pocas semanas de mandato, ha adoptado tres iniciativas trascendentales. La primera, el plan de estímulo fiscal, 787.800 millones de dólares, destinados a la reducción de impuestos, a transferencias y a gastos directos como inversiones en energías alternativas y agua o educación y salud.

La segunda iniciativa ha sido un plan de ayuda a las familias para el pago de las hipotecas, que incluye fondos adicionales para las aseguradoras hipotecarias Fannie Mae y Freddy Mac, e incentivos económicos para los bancos que suavicen las condiciones de sus hipotecas actuales. Finalmente, la tercera decisión ha sido el plan de estabilidad financiera, un nuevo inten-



to de apuntalar el maltrecho sistema financiero estadounidense.

Este prolijo despliegue de iniciativas no ha impresionado a los mercados. La falta de concreción del plan financiero en aspectos como la valoración de los activos tóxicos, los interrogantes sobre su puesta en marcha y la posibilidad de que se acabe optando por la nacionalización de una o varias entidades bancarias explican que el sector financiero haya sufrido un duro castigo en la bolsa en febrero. Pero prácticamente todos los valores han sido arrastrados a unos descensos que en la bolsa estadounidense son del orden del 15% en lo que llevamos de año.

Y es que mientras la recesión siga extendiendo su sombra sobre la economía difícilmente los mercados van a recuperar la tranquilidad. En Estados Unidos, el origen de la misma, el estallido de la burbuja inmobiliaria, no da señales de tocar fondo. La caída de los precios de las casas es ya del 28% respecto al máximo de junio de 2006. La confianza de los constructores está en mínimos y la oferta de viviendas sigue en caída libre porque en diciembre se iniciaron 466.000 viviendas en términos anuales, un nuevo mínimo histórico que apenas representa una quinta parte de lo que se construía en 2006.

En Japón, el mal dato del PIB antes citado tiene mucho que ver con el retroceso de las exportaciones, un 13% interanual en el cuarto trimestre, y con el intenso repliegue de la inversión en equipo, un 11,1% interanual. El reflujó de la producción industrial de un 22,5% interanual en diciembre, no tiene parangón desde la Segunda Guerra Mundial. Por el lado de la demanda, el panorama no es mucho mejor, ya la confianza del consumidor del cuarto trimestre volvió a marcar un nuevo mínimo histórico y las ventas de automóviles siguieron hundiéndose, con un retroceso en enero del 28,0% interanual.

En la eurozona, los indicadores no dejan duda alguna de que la ralentización de la

economía es generalizada. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor, por ejemplo, cayeron en diciembre por séptimo mes consecutivo. La producción industrial parece estar en caída libre, llegando al 12% en diciembre. La utilización de la capacidad productiva, que generalmente fluctúa entre el 80% y el 85%, se hundió en un solo trimestre del 81,5% hasta el 75%. Nuestras previsiones apuntan a un retroceso del PIB del 2% en 2009.

La economía alemana, el principal motor continental, sufrió en el cuarto trimestre de 2008 la mayor sacudida desde la reunificación, con un deterioro del PIB del 2,1% intertrimestral, encabezando así las caídas de las principales economías de la zona del euro. ¿Por qué el desplome del PIB alemán ha superado el del resto de países europeos? La economía germana se sustenta en buena medida sobre el comercio exterior. El 75% de las exportaciones alemanas durante 2008 tuvieron como destino otros países europeos y, de éstas, una quinta parte iban dirigidas a economías del Este de Europa. El fuerte deterioro de las economías de la Unión Europea (UE), incluidas las del Este, durante el último trimestre de 2008, explica la trayectoria de las exportaciones.

Precisamente, algunas economías del Este de la UE (los países bálticos, Rumania, Bulgaria y Hungría) presentan una situación muy delicada, debido a su dependencia de la demanda de la eurozona, ahora en recesión, y, sobre todo, por basar su elevado crecimiento de los últimos años en una financiación exterior que ahora, súbitamente, se ha secado por obra y gracia de la crisis financiera internacional. Esta realidad se ve agravada, en algunos países, por el hecho de que una parte apreciable de la deuda de familias y empresas está denominada en moneda extranjera, lo que, en un contexto de fuertes depreciaciones de las monedas nacionales, conlleva riesgos de morosidad creciente y un efecto negativo en la capacidad de gasto de los agentes económicos.

**...pero las bolsas sufren nuevos reveses, por la situación del sistema financiero.**

**Japón sufre directamente las consecuencias del frenazo del comercio internacional.**

**Europa experimenta una contracción del crecimiento en el cuarto trimestre mientras que la delicada situación de algunos países del Este añade nuevas inquietudes.**

## **España entra en recesión por primera vez desde 1993.**

La economía española no escapa de la tónica recesiva internacional. El PIB creció en 2008 un 1,2% (incremento del 3,7% en 2007). La ralentización de la actividad económica, no obstante, fue acentuándose a medida que avanzaba el ejercicio y en los dos últimos trimestres se anotaron tasas de crecimiento intertrimestrales crecientemente negativas, de un 1,0% en el cuarto trimestre. De acuerdo con la definición convencional mencionada al principio, en la segunda mitad del año la economía entró en recesión, poniendo fin a un largo periodo de expansión que se inició tras la recesión de 1993. Con todo, tanto en el conjunto del año como en el último trimestre, el crecimiento del PIB en España fue superior al de la eurozona y al de la Unión Europea en su conjunto.

## **La demanda interna se contrae por la retracción del gasto de familias y empresas.**

La fuerte ralentización de la demanda se tradujo en que su aportación al crecimiento del PIB se redujo en 4,3 puntos hasta un escuálido 0,1%. Esta moderación se debió en parte al consumo de las familias, su principal componente, que anotó un aumento anual del 0,1%, (crecimiento del 3,4% en 2007). En el último trimestre, el consumo de los hogares registró un descenso interanual del 2,3%, el mayor desde el segundo trimestre de 1993, resultado de una intensa escalada del desempleo y del enfriamiento de la confianza de las familias en el futuro económico inmediato. Cabe señalar que la tasa de desempleo española es la más elevada de las treinta economías que forman la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

La demanda interna fue frenada igualmente por la inversión. Ésta cayó un 3,0% en 2008, después de haber aumentado el 5,3% en el año precedente, afectada por la debilidad de la demanda interior y exterior y por la ralentización de los beneficios empresariales. Todavía mayor fue el descenso de la inversión en construcción, del 5,3% en el año y del 10,9% en el último trimestre, marcando la mayor caída de las últi-

mas décadas y superando la máxima caída interanual del 8,2% de la anterior recesión, acaecida en el segundo trimestre de 1993. Ello se debió principalmente al retroceso de la inversión en viviendas, que llegó al 19,6% en el último trimestre de 2008, la cual responde a la crisis del mercado inmobiliario, con caídas de precios y una bajada de las transacciones de viviendas del 28,6%.

Por el contrario, el sector exterior contribuyó con un punto al crecimiento del PIB en 2008, frente a una detracción de 8 décimas en 2007. Esta evolución se debió a que las importaciones de bienes y servicios se desaceleraron mucho más que las exportaciones, hasta el punto de que bajaron el 2,5%. De esta manera, la necesidad de financiación, que había registrado una cota máxima del 9,7% del PIB en 2007, disminuyó en 6 décimas hasta el 9,1% en 2008.

Las perspectivas apuntan a una caída del PIB real español superior al 2% en 2009. Esta evolución viene determinada por las tendencias analizadas relativas a la fuerte desaceleración de la demanda nacional, con importantes descensos de la inversión, tanto en construcción como en bienes de equipo. El consumo de los hogares también continuará contrayéndose, si bien en mucha menor medida que la inversión. En contrapartida, aumentará la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB hasta unos dos puntos porcentuales. Aunque en este primer trimestre del año la recesión está siendo todavía intensa, prevemos un freno del deterioro a partir de la segunda mitad del ejercicio, cuando los ajustes de los sectores industriales e inmobiliario hayan superado su punto máximo, el efecto expansivo de la política fiscal se deje sentir en un contexto de moderación de precios y contando con la progresiva normalización de las condiciones financieras.

26 de febrero de 2009

## CRONOLOGÍA

### 2008

- 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%.
  - 20 Barack Obama toma posesión como **presidente de Estados Unidos**.

## AGENDA

### 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).

### Abril

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 3 Índice de producción industrial (febrero).
- 15 IPC (marzo).
- 16 IPC armonizado de la UE (marzo).
- 22 Comercio exterior (febrero).
- 23 Precios industriales (marzo).
- 24 Encuesta de población activa (primer trimestre).
- 28 Ingresos y pagos del estado (marzo).  
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 29 Ventas minoristas (marzo).
- 30 Avance IPCA (abril).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**El estímulo fiscal de 788.000 millones se distribuirá principalmente en los próximos tres años.**

### Estados Unidos: ¿cuánta ayuda hará falta?

El plan de estímulo fiscal del presidente Obama toma forma. El acuerdo entre el Congreso y el Senado dejó el montante total en 787.800 millones de dólares. De este total, 211.800 millones serán destinados a la reducción de impuestos. A estos se suman 267.000 millones de dólares en transferencias, entre las que se encuentran devoluciones de impuestos por valor de 73.800 millones. La mayor partida son los 309.000 millones de gastos directos que incluyen 51.000 millones en energías alternativas y agua y 71.000 en educación y salud. Los efectos del estímulo se empe-

zarán a sentir en 2009 pero el mayor peso se concentrará en 2010 y, en menor medida, en 2011.

Adicionalmente al estímulo fiscal, la Casa Blanca aprobó un plan de ayuda a las familias para el pago de las hipotecas. El plan incluye fondos adicionales a las aseguradoras hipotecarias Fannie Mae y Freddy Mac, 100.000 millones de dólares para cada una. También contempla incentivos económicos (hasta 1.000 dólares) para los bancos que suavicen las condiciones de sus hipotecas existentes. Adicionalmente, si el cambio redunda en un cumplimiento puntual de las cuotas, los bancos pueden recibir hasta 1.000 dó-

### ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008						2009	
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero
PIB real	2,0	1,3	2,5	2,1	0,7	-	-0,2	-	-	...
Ventas al por menor	4,2	-0,5	3,1	2,6	0,6	-5,1	-8,4	-10,5	-9,7	...
Confianza del consumidor (1)	103,4	58,0	76,5	57,3	57,3	38,8	44,7	38,6	37,7	25,0
Producción industrial	1,7	-1,8	1,9	0,2	-3,0	-4,3	-5,9	-8,2	-10,0	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	49,5	49,1	47,4	38,7	36,6	32,9	35,6	...
Venta de viviendas unifamiliares	-26,8	-37,6	-33,1	-39,1	-36,7	-43,8	-38,3	-44,8	...	...
Tasa de paro (2)	4,6	5,8	4,9	5,4	6,1	6,6	6,8	7,2	7,6	...
Precios de consumo	2,9	3,8	4,1	4,4	5,3	3,7	1,1	0,1	0,0	...
Balanza comercial (3)	-700	-677	-699	-702	-712	-713	-695	-677	...	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,3	2,8	3,0	2,8	3,2	3,0	2,2	1,4	1,2	1,2
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,9	74,4	72,0	70,9	73,5	80,4	82,7	80,7	81,0	82,4

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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



lares anuales por tres años. También los hogares que cumplan con las cuotas hipotecarias pueden verse premiados con una reducción de hasta 1.000 dólares anuales de la deuda pendiente por un periodo de cinco años.

La mayor duda no está, sin embargo, en la idoneidad de estas medidas sino en su suficiencia. 2009 será inevitablemente un año de retrocesos y hay dudas respecto a la recuperación de 2010. A la economía en recesión, con el producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre que retrocedió un 3,8% intertrimestral anualizado, se añade una drástica reducción de los flujos del comercio mundial. El mayor problema estará en reactivar un consumo privado que empieza esta crisis con un alto nivel de endeudamiento. La necesaria recuperación del ahorro hará que muchas de las ayudas vayan a ahorro y no a reactivar las compras. Por otra parte, está la cuestión de financiar las ayudas en una

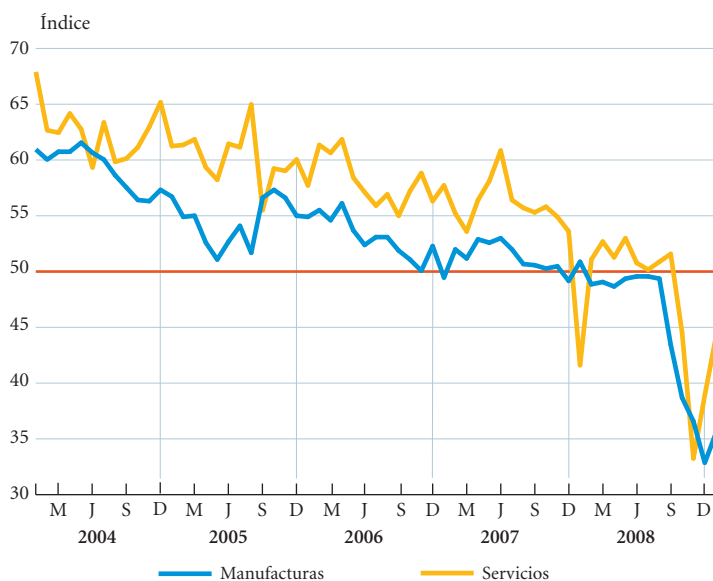
economía que ya es deficitaria con el exterior y en un entorno global de recesión.

El ánimo de los consumidores es un fiel reflejo de estas dificultades. El índice de confianza del consumidor del Conference Board volvió a marcar en enero un nuevo mínimo histórico en los 40 años de vida del indicador bajando de 38,0 hasta los 37,3 puntos, mientras que continúa el empeoramiento de la percepción de la situación presente. Las ventas minoristas de enero tuvieron, sin embargo, un comportamiento mejor de lo esperado, con el primer mes de subidas intermensuales, aunque modestas, después de cinco meses consecutivos de descensos. La recuperación estuvo en alimentación y electrónica de consumo mientras que los materiales de construcción siguieron a la baja. Aun así, sin los fluctuantes automóviles y gasolina, el consumo al por menor cedió un 2,7% respecto al mismo periodo del año anterior. Mostrando una

**También habrá ayudas para reducir la morosidad de las hipotecas.**

## ESTADOS UNIDOS: LA VISIÓN EMPRESARIAL ABANDONA MÍNIMOS

Nivel de los índices del ISM (\*)



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

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

**Los empresarios siguen siendo pesimistas, especialmente en el empleo.**

**La construcción sigue sin tocar fondo y los precios acumulan un descenso del 27%.**

**El mercado laboral acentúa su deterioro, con 3,6 millones de empleos perdidos desde enero de 2008.**

debilidad más intensa, la venta combinada de turismos y todoterrenos fue de 655.000 unidades, el mínimo de los últimos 30 años.

Según el índice de actividad del Institute for Supply Management, la visión empresarial mantuvo este escenario de recesión profunda aunque se recuperó de sus mínimos históricos. Así, el índice de manufacturas subió de 32,9 al nivel de los 35,6 puntos, aún 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 tuvo su segundo mes consecutivo de ascensos, pasando de 38,9 al nivel de los 44,2 puntos. En ambos casos persiste la debilidad del empleo y, en el caso de manufacturas, de los nuevos pedidos.

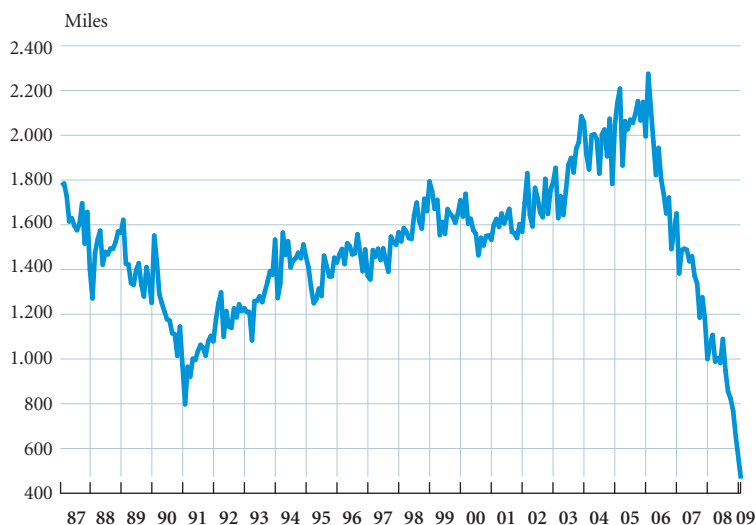
La vivienda sigue sin tocar fondo. Por el lado de la demanda, el precio de los inmuebles sigue empeorando la situación patrimonial de los hogares. El índice Case-Shiller de diciembre aumentó la in-

tensidad de sus descensos y acumuló un retroceso del 28,3% respecto al máximo de junio de 2006 que, considerando los incrementos del IPC, queda en un 31,6%. Por el lado de la demanda, la confianza de los constructores está en mínimos y la corrección de la oferta de viviendas parece no tener fondo alguno porque en diciembre se iniciaron 466.000 viviendas en términos anuales, un nuevo mínimo histórico que apenas es un quinto de lo que se construía en 2006. La única nota positiva fue que las ventas recuperaron, en diciembre, el fondo de estabilidad de los meses previos, aunque esto fue a costa de la disminución de los precios y el aumento de los embargos.

Si la vivienda determina la riqueza de los hogares, el mercado de trabajo determina los ingresos de una gran parte de ellos y aquí la situación también siguió empeorando. En enero se perdieron 598.000 empleos no agrícolas. Así, desde enero de 2008, cuando empezaron los descensos, se llevan destruidos 3.572.000 puestos de

## ESTADOS UNIDOS: LA PEOR CRISIS DE LA VIVIENDA EN MUCHOS AÑOS

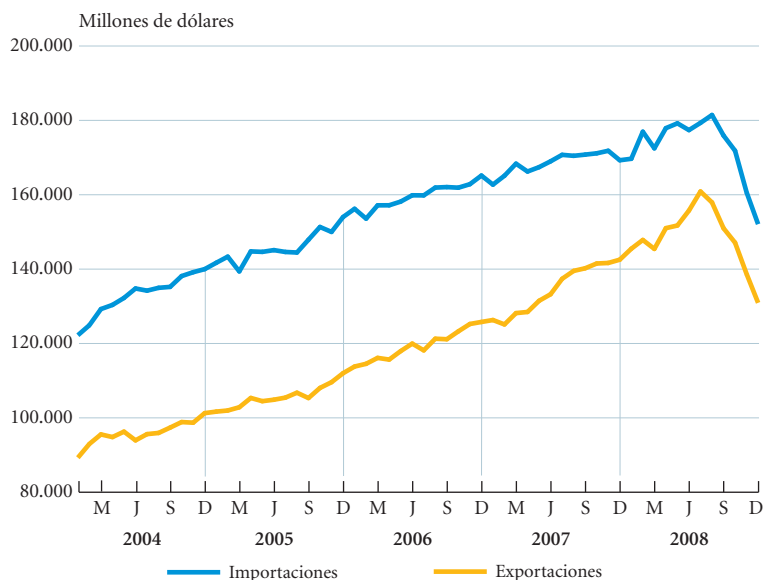
Viviendas iniciadas en términos anuales



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

## ESTADOS UNIDOS: LA REDUCCIÓN DE LOS FLUJOS COMERCIALES ES INTENSA

Valor mensual de las exportaciones e importaciones excluyendo el petróleo



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

trabajo, un descenso récord en términos absolutos. La tasa de paro de enero reflejó también esta situación encaramándose al 7,6% de la población activa, el máximo de los últimos 15 años.

En el frente de los precios, el índice general de precios al consumo (IPC) de enero permaneció invariado respecto al mismo periodo del año anterior. Así, los peligros de inflación de meses atrás se tornan en riesgos deflacionistas. Sin embargo, el tono en este sentido vendrá marcado por el índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, que en términos interanuales se desaceleró hasta el 1,7%. El IPC de 2009 tendrá meses con descensos interanuales pero la verdadera deflación deberá darse en el subyacente, descontando las fluctuaciones del petróleo. En este sentido, la deflación aparece algo más lejana considerando los datos en el

corto plazo, mes a mes, ya que el IPC de enero subió respecto a diciembre, rompiendo una racha de cinco meses de descensos consecutivos.

El sector exterior sigue siendo una preocupación, no ya por la persistencia del déficit sino por la mencionada reducción de los flujos comerciales en parte a causa de la crisis en los mercados de crédito y caución, que dejan a los proveedores indefensos frente a los impagos de sus clientes. El déficit comercial de bienes y servicios siguió reduciéndose en diciembre hasta los 39.929 millones de dólares, muy por debajo de los 56.690 millones de octubre. El problema es que las exportaciones se situaron un 11,7% por debajo del nivel de hace dos meses, siendo compensadas por la mayor reducción de las importaciones, donde la menor factura del petróleo hizo la diferencia.

**La inflación llega a cero a causa de las fluctuaciones del petróleo.**

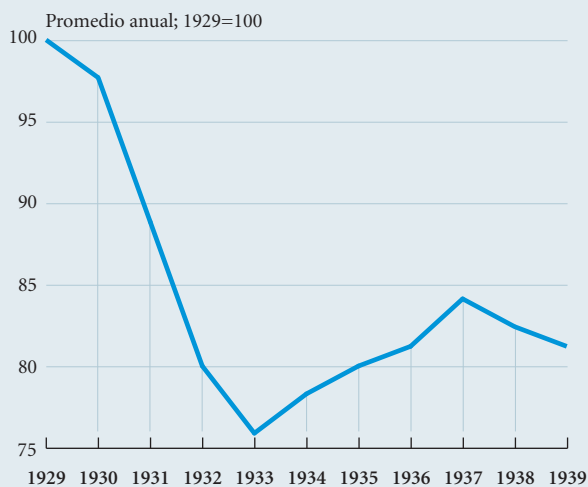
**El déficit comercial se corrige a costa de una disminución del comercio.**

## Deflación: un riesgo a tener en cuenta

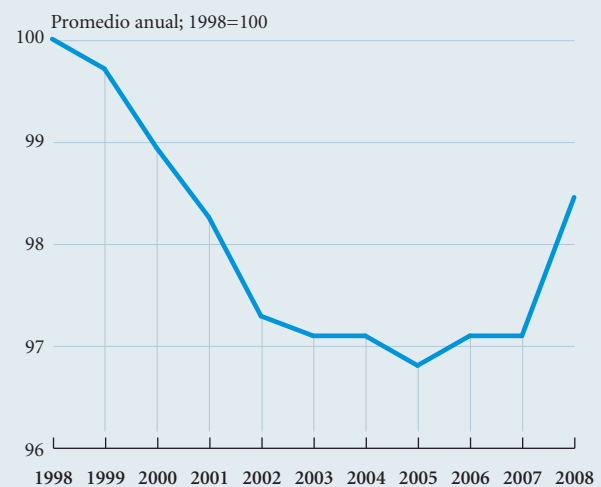
La tasa de inflación en las mayores economías del mundo –Estados Unidos, Japón y la eurozona– se deslizará a territorio negativo durante 2009. Aunque el motivo principal de este descenso será el desplome que ha experimentado el precio del petróleo y, por ello, se espera que la inflación recupere tasas positivas hacia final de año, existe el riesgo de que en un contexto de debilidad de la demanda, el nivel general de precios inicie un proceso más prolongado de descensos. La experiencia de los Estados Unidos en los años 30, cuando el IPC cayó un 24% entre 1929 y 1933, es seguramente irrepetible –los errores de entonces están bien aprendidos– pero incluso una deflación más suave, al estilo de Japón en los 90, haría que la recesión fuera más larga y profunda.

### EPISODIOS DE DEFLACIÓN, MÁS Y MENOS GRAVES

IPC Estados Unidos 1929-1936



IPC Japón 1998-2008



FUENTE: Departamento de Trabajo de Estados Unidos y Datastream.

En general, la causa más habitual de un proceso deflacionista es una caída importante de la demanda agregada resultado, por ejemplo, del pinchazo de una burbuja de activos, una crisis financiera o un aumento de incertidumbre por motivos geopolíticos. La caída de la actividad que provoca esta contracción de demanda tiende a reducir la tasa de inflación, que puede volverse negativa, especialmente si parte de niveles no muy alejados de cero. Precisamente, las tasas de inflación objetivo de los bancos centrales no son demasiado bajas para reducir la probabilidad de caer en tasas de inflación negativas con facilidad.

Ante la debilidad de la demanda y un riesgo de deflación, la política monetaria responde recortando los tipos de interés, pero existe un límite: los tipos de interés nominales no pueden caer por debajo de cero. ¿Quién prestaría a un tipo de interés negativo si la alternativa, mantener el dinero en efectivo, tiene una rentabilidad nominal de cero? El problema es que aunque el tipo de interés nominal sea cero, el tipo de interés real es positivo si las expectativas son de deflación y ello puede impedir la recuperación de la demanda agregada. A menudo, para salir de una recesión, se necesitan unos tipos de interés reales negativos para estimular suficientemente el consumo y

la inversión. Con tipos cero y deflación, se puede dar la denominada «trampa de liquidez», aquella situación en la que el mejor activo para invertir es el efectivo, sin riesgo y con alta rentabilidad real.

La deflación tiene un impacto nocivo sobre la actividad a través de varios canales. En primer lugar, aumenta el valor real de las deudas, lo que ocasiona un aumento de impagados y bancarrotas. Además, en un contexto deflacionista, el precio de los activos también tiende a disminuir, lo que reduce el valor de las garantías de los préstamos y, por tanto, aumenta las pérdidas por morosidad de las entidades financieras. Ante esta situación, los bancos aumentan la prima de riesgo que cobran por sus préstamos y reducen la oferta de crédito, lo que empeora la recesión. Un entorno deflacionista también empuja al alza los salarios reales si estos son rígidos a la baja en términos nominales, lo que ocasiona una mayor destrucción de empleo y alarga la recesión. Un empeoramiento de la recesión agrava la deflación y puede generar una espiral deflacionista difícil de atajar.

Escapar de una trampa de liquidez y acabar con una deflación no es fácil. Una vez que el tipo de interés nominal se ha reducido hasta cero, la única manera de disminuir el tipo de interés real es incrementar las expectativas de inflación. Si la autoridad monetaria convence a los agentes económicos de que la inflación volverá a ser positiva, incluso más alta que el objetivo del banco central en tiempos normales, la consiguiente caída del tipo de interés real contribuiría a reavivar la demanda, salir de la recesión y acabar con la deflación. Naturalmente, sin embargo, los agentes económicos tienden a desconfiar de un banco central que promete más inflación cuando su retórica acostumbra a ser la contraria. El reto para el banco central en palabras de Paul Krugman es «prometer de forma creíble que va a ser irresponsable».<sup>(1)</sup> La reciente publicación por parte de la Fed por primera vez en su historia de su objetivo de inflación a largo plazo (2%) debe interpretarse como una muestra de la importancia de la política de comunicación de un banco central en tiempos de riesgo de deflación.

El banco central puede reforzar sus promesas de retorno a la inflación con medidas concretas. Una posibilidad, incluso con los tipos de interés al cero, es generar una fuerte expansión de la oferta monetaria (véase recuadro «La Fed y el BCE, dos estrategias y un problema: la deflación») lo que antes o después hará aumentar el nivel de precios (al fin y al cabo, como dijo Friedman, «la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario»). Uno de los riesgos con esta estrategia es que al banco central se le puede ir la mano y generar demasiada inflación. Otra posibilidad para el banco central es intervenir para reducir los tipos de interés a largo plazo, por ejemplo, a través de la compra de deuda pública. Una tercera, relacionada con las anteriores, consiste en contribuir a financiar una política fiscal expansiva. De hecho, la Fed ya está utilizando estas tres alternativas para luchar contra la recesión y evitar una deflación. Otra posible vía para crear inflación es depreciar o devaluar la moneda, aunque esta alternativa deja de ser viable si el riesgo de deflación afecta, como ocurre en la actualidad, a las tres mayores economías del mundo (obviamente, todas no pueden depreciar).

En definitiva, con la deflación parece ocurrir como con muchas otras cosas: prevenir es mejor, y más fácil, que curar. Es crucial, por tanto, no ignorar los riesgos de deflación y tomar las medidas necesarias, ortodoxas y no tanto, para evitar que suceda. Hoy por hoy no forma parte de nuestro escenario central de previsiones, pero el riesgo ahí está.

(1) Krugman, Paul (1998), «It's Baaack! Japan's slump and the Return of the Liquidity Trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998:2.

*Este recuadro ha sido elaborado por Enric Fernández  
Departamento de Economía Internacional, Servicio de Estudios de "la Caixa"*



**Japón retrocede un 4,6% a causa del sector exterior.**

**La producción industrial baja un 22% y refleja la crisis en bienes duraderos.**

### Japón: el retroceso exportador hunde la actividad

La actividad económica cayó con intensidad en el final de 2008. El PIB del cuarto trimestre retrocedió un 4,6% interanual, un 12,7% en términos intertrimestrales anualizados. El retroceso del 12,8% interanual de las exportaciones contribuyó en tres cuartas partes a esta intensa reducción de la actividad. Esto, en primer lugar, da idea de la dependencia de Japón de la demanda exterior y, en segundo lu-

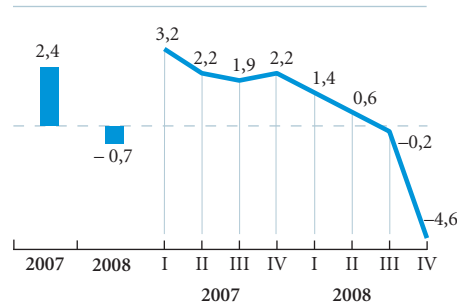
gar, ilustra la magnitud del descenso de los flujos comerciales. El otro componente que disminuyó con intensidad fue la inversión en equipo, cuyo retroceso del 11,1% interanual contribuyó en cerca de una cuarta parte al repliegue del PIB.

Japón es una potencia exportadora cuya dependencia directa de la demanda del resto de Asia supera a la, también grande, dependencia de las compras de Estados Unidos. Así, el rápido deterioro de las perspectivas de la economía nipona viene

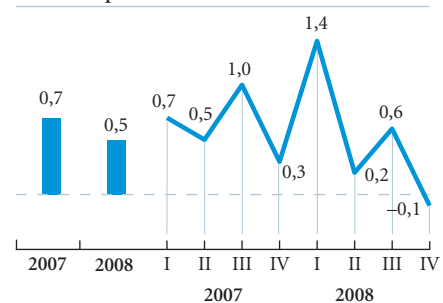
### EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

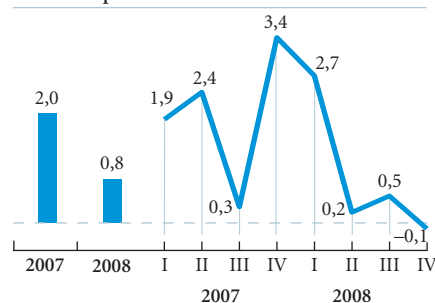
PIB



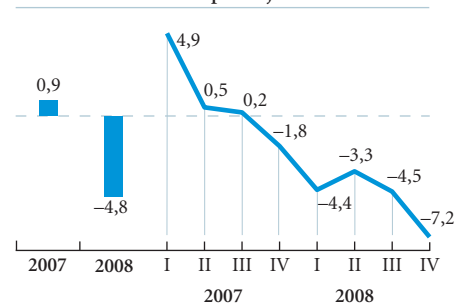
Consumo privado



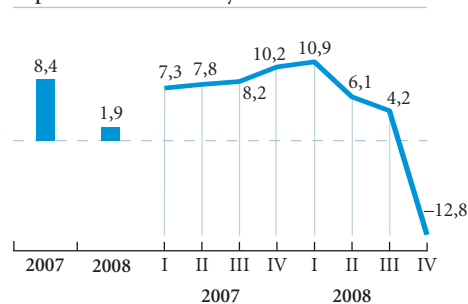
Consumo público



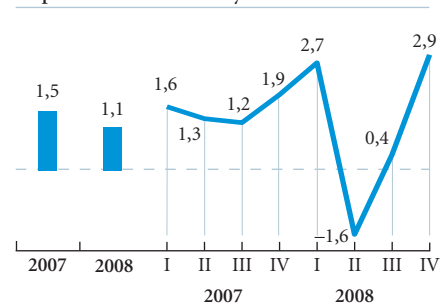
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

## JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN CAÍDA HISTÓRICA

Variación interanual de la producción industrial



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

a ser una muestra de la rápida desaparición de la hipótesis del *decoupling* asiático, la capacidad de la zona de crecer a pesar de la débil demanda de Estados Unidos.

La producción industrial de diciembre, que retrocedió un 22,5% interanual, es también un reflejo del descenso exportador. La mayor parte de esta disminución, sin parangón desde la Segunda Guerra Mundial, se ha dado en los dos últimos meses, coincidiendo con el descenso de los flujos de comercio. En un país donde el peso de la industria es considerable en comparación con otras economías ricas, las empresas toman buena nota de ello y ajustan su producción y sus expectativas, tal como indica el índice Tankan de actividad empresarial del Banco del Japón del cuarto trimestre.

Por el lado de la demanda tampoco se ha tocado fondo. La confianza del consumidor del cuarto trimestre volvió a marcar un nuevo mínimo histórico, bajado de 31,2 al nivel de 26,7 puntos. En este mismo contexto, las ventas minoristas de diciembre revelan una mala temporada na-

videña y retrocedieron un 2,7% interanual mientras que las ventas de automóviles siguieron hundiéndose, con un retroceso en enero del 28,0% interanual. Una situación que también se repitió en el capítulo inversor, que empeora sus perspectivas para los próximos meses. Así, su indicador adelantado, los pedidos de maquinaria, mantuvieron en diciembre un marcado sesgo bajista, con un descenso interanual del 24,5%, con los retrocesos más acusados en el sector exportador.

En lo referente a los precios, la economía japonesa vuelve a flirtar con un viejo conocido: el fantasma deflacionista. El IPC de diciembre subió un mero 0,4% interanual, cuando hace tres meses rozaba el 2,1%. Pero es el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, con un incremento nulo respecto al mismo periodo del año anterior, el que muestra claramente la cercanía del terreno deflacionista. Por su parte, en el mercado laboral la tasa de paro de diciembre repuntó hasta el 4,4% de la población activa, el mayor registro desde 2004.

**La inversión empeora sus perspectivas y el mercado inmobiliario sigue débil.**

**La inflación roza el cero y las exportaciones retroceden un 36%.**

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB real	2,4	-0,7	1,4	0,6	-0,2	-	-4,6	-	-
Producción industrial	2,9	-3,3	2,5	1,0	-1,9	-7,0	-13,7	-22,6	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	-2,8	11,0	5,0	-3,0	-	-24,0	-	-
Viviendas iniciadas	-17,2	2,4	-8,8	-11,1	40,3	20,1	0,0	-5,8	...
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	3,8	4,0	4,1	3,7	3,9	4,4	...
Precios de consumo	0,1	1,4	1,0	1,4	2,2	1,7	1,0	0,4	...
Balanza comercial (3)	12,5	3,9	11,7	10,2	7,3	6,2	4,8	3,9	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	83,4	82,6	81,9	93,5	98,7	103,2	105,1

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

La menor demanda y especialmente la crisis de crédito, con la mayor dificultad para asegurar los cobros, siguió haciendo mella en el sector exterior, que en diciembre tuvo déficit por quinto mes consecutivo. Las exportaciones intensificaron sus descensos hasta caer un 36,2% interanual

mientras que las importaciones cedieron en diciembre un 26,7%. Las exportaciones a Estados Unidos se redujeron en un 36,9% interanual, las destinadas al resto de Asia un 36,5% y las dirigidas a China un 35,5%, lo que da idea de la fragilidad del crecimiento en la región.

## Lecciones de la deflación japonesa

Japón es la única de las grandes economías que ha experimentado recientemente un periodo de deflación, entendiéndose por ello una disminución prolongada y generalizada de los precios. Por ello, el análisis del proceso deflacionista nipón puede aportar luz para entender el momento actual. La deflación japonesa fue motivada por la pérdida del valor de los activos, financieros y no financieros, y por la aceptación, especialmente por parte de las empresas no financieras, de que esos descensos serían duraderos. En consecuencia, las empresas no financieras pasaron a priorizar el saneamiento de sus balances, vía reducción de deuda, y limitaron así nuevas inversiones. Según Richard C. Koo,<sup>(1)</sup> economista jefe del Nomura Research Institute, este comportamiento fue más importante para la deflación que incluso los problemas de solvencia del sector financiero. Veamos porqué.

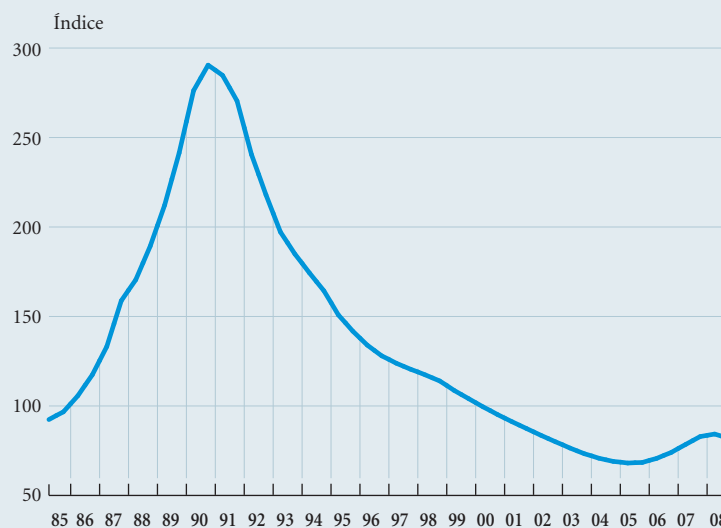
(1) Richard C. Koo, *Balance sheet Recession*, John Wiley & Sons 2003.

Hasta finales de los años ochenta, la economía japonesa se sustentaba en dos pilares básicos. El primero, un fuerte ahorro de los hogares, daba soporte al segundo, la intensa inversión de las empresas no financieras exportadoras, que eran, y son, competitivas. Sus grandes oportunidades de inversión se financiaban, gracias al elevado ahorro, a un coste de la deuda muy bajo. Fruto de ello, estas compañías tenían un alto endeudamiento, con un patrimonio neto inferior al 20% del valor de sus activos.

Entonces llegó la corrección bursátil de 1989, seguida de un todavía más drástico descenso del precio de los inmuebles. La capitalización bursátil perdía entre finales de 1989 y agosto de 1998 un 49,5%. Por su parte, el precio del suelo para las seis principales ciudades del país cedió un 59,9% del máximo alcanzado en 1990. Entre 1989 y 1997 la pérdida de valor combinada de las distintas clases de activos se elevó hasta 2,7 veces el PIB nominal de la entonces segunda economía del mundo. Algo más de la mitad de este retroceso se concentró en el sector empresarial no financiero.

### EL HUNDIMIENTO DEL SUELO EN JAPÓN

Índice del precio del suelo en las seis mayores ciudades



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

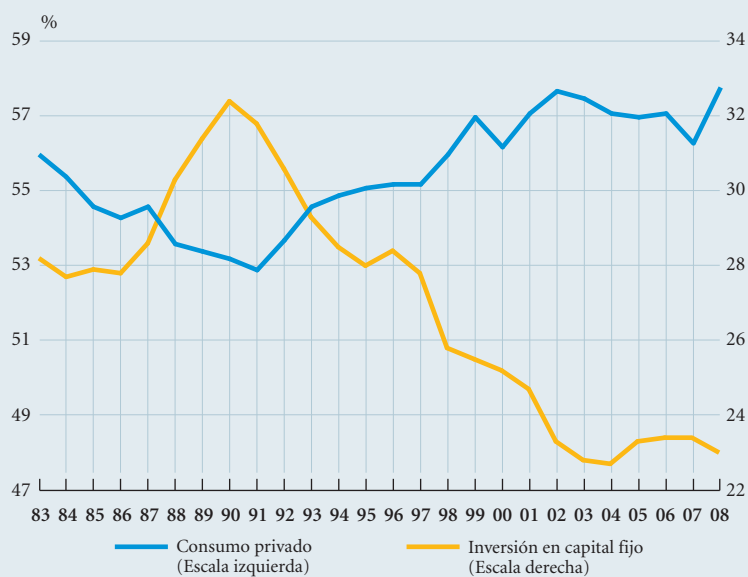
Las empresas apalancadas vieron como disminuía el valor de sus activos pero no el de sus deudas. Esto hizo que muchas compañías quedaran en una situación de fuerte desequilibrio patrimonial. Pero en términos comerciales, sin tener en cuenta la situación financiera, las empresas seguían siendo viables, ya que muchas se dedicaban a la exportación y la economía global seguía demandando productos japoneses. En consecuencia, la prioridad de las corporaciones pasó a ser reequilibrar el balance. Los ingresos ya no se reinvertían como antes sino que se empleaban en reducir deudas, mientras que las oportunidades de inversión, por muy ventajosas que fueran, se dejaban para más adelante.

Así, la variable que más contribuyó a reducir la demanda agregada en el proceso deflacionista fue la inversión empresarial y, como consecuencia, la menor demanda de endeudamiento. De sobras es conocido que los consumidores japoneses tienen una alta propensión al ahorro pero esto se mantuvo invariable. Por contra, la inver-

sión no residencial de las empresas tuvo un papel mucho más activo pasando del 19,8% al 13,8% del PIB nominal, una pérdida de 6,0 puntos porcentuales. Esta menor demanda de inversión contribuyó a debilitar los mecanismos de transmisión monetaria. Los aumentos de la oferta monetaria se mantuvieron como efectivo en poder de los bancos y no en préstamos por lo que no ayudaron a reactivar la actividad. La política fiscal ayudó a que los retrocesos del PIB fueran relativamente moderados. Aun así, esto fue a costa de llevar el endeudamiento del sector público hasta el 187,7% del PIB en 2007. Con todo, entre abril de 1998 y marzo de 2006 los precios bajaron un 3,7%, mientras que el producto interior bruto permaneció estancado entre finales de 1996 y finales de 2001 en lo que ha venido a llamarse la década perdida. Lo que ha quedado después es, incluso descontando que la demografía está prácticamente estancada, una recuperación muy débil cuyo crecimiento depende de las exportaciones al resto del mundo.

### SE MOVIERON LOS INVERSORES, NO LOS CONSUMIDORES

Participación en el PIB



FUENTES: Japan Ministry of Communications, Thomson Datastream y elaboración propia.

Llegados a este punto, podemos hacernos la siguiente pregunta ¿es la deflación japonesa un ejemplo de lo que le espera a la economía global en los próximos años? Una primera aproximación es comparar y ver las diferencias entre el Japón deflacionista y la mayor economía del mundo, la de Estados Unidos. La primera diferencia empeora las cosas. Japón pasó su proceso deflacionista con una demanda mundial boyante que importaba sus productos. Pero en 2009, con una contracción generalizada, el crecimiento vía exportaciones es difícil. Siguiendo por este derrotero, la simultaneidad de los estímulos fiscales hará mucho más difícil su financiación por el exterior. Hay que recordar que hasta ahora esta financiación viene en gran parte de Asia Oriental, con China y Japón representando más del 40% de la tenencia de deuda del tesoro americano. Pero estos países están sufriendo la crisis con mayor intensidad de lo que se esperaba y su apetencia de bonos americanos podría ser menor que en el pasado.



La segunda diferencia es que en Estados Unidos el sector apalancado no son las empresas no financieras sino los consumidores y los bancos. El cambio principal no será pues menor inversión sino menor consumo: los ingresos que lleguen se dedicarán a reducir deuda y no a consumir. El relevo del consumo americano, un 70% de su economía y un 17% de la economía global, como fuente de crecimiento no es fácil.

¿Hay razones para cierto optimismo? Sí. La más destacada es la menor magnitud de la pérdida de riqueza. Como se ha comentado anteriormente, ésta fue en Japón de 2,7 veces el PIB. Los estragos en Estados Unidos, aunque grandes, son claramente menores a fecha de hoy. Durante todo 2007 y los tres primeros trimestres de 2008 la riqueza financiera total perdió un 51% del PIB mientras que la riqueza total de los hogares, financiera y tangible, cedió lo equivalente a un 71% del PIB. Aproximadamente la mitad de esta pérdida se concentró en los inmuebles. Los flujos de información también juegan a favor. En Japón se tardó años en hacer públicas las pérdidas, mientras que en Estados Unidos tardaron meses en aflorar, aunque queda aquí camino por recorrer. La Fed, por su parte, ha actuado más decididamente que las autoridades japonesas con su política de expansión cuantitativa (véase recuadro en el Informe Mensual de enero «Recesión pero no depresión: una mirada al 29 y al Japón de los años noventa»). También es más favorable la demografía, que permite un mayor potencial de crecimiento de la demanda interna que en Japón. Aun así, la cautela es obligada. El capítulo de la deflación japonesa no está cerrado del todo incluso 10 años después, y la actual crisis de la economía real internacional todavía está en sus inicios.

*Este recuadro ha sido elaborado por Jordi Singla  
Departamento de Economía Internacional, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

### **América Latina: las mejoras económicas alejan parcialmente los miedos del pasado**

El entorno económico y financiero de América Latina ha empeorado notablemente como consecuencia de la recesión global. En 2009, América Latina registrará una fase recesiva que hará que el PIB se contraiga un 1,2%. De hecho, algunos países de la región ya han tenido fuertes crecimientos negativos en el cuarto trimestre de 2008.

Las previsiones para 2009 indican que el PIB en Argentina caerá un 1,5% debido a la disminución en el precio de las materias primas, la falta de inversión y la enorme salida de capitales. Chile registrará un crecimiento nulo por la caída del precio del cobre, principal exportación. Perú, que ha diseñado un plan de estímulo fis-

cal, moderará su crecimiento hasta el 4,0% (frente al 9,1% de 2008).

Brasil se encuentra en recesión técnica desde finales de 2008. A falta de confirmación, se espera que en el cuarto trimestre de 2008 el PIB se haya contraído en torno al 5% en tasa intertrimestral. La producción en el sector del automóvil, que se colapsó a finales del año pasado, ha mostrado un fuerte rebote en enero de 2009 ayudada por la reducción de un 6% en el impuesto directo a la fabricación de coches y los créditos especiales concedidos por los bancos estatales para la compra de coches. Sin embargo, el tono de debilidad sigue afectando a otros sectores. Para 2009, se prevé un crecimiento negativo del 2,1% por la ralentización del consumo interno, la fuerte moderación de la formación bruta de capital fijo, y la restricción de crédito.

### **América Latina enfrenta un 2009 recesivo.**

### **Brasil y México ya están en recesión técnica.**

**La crisis llega tras un período de sustancial reducción de la vulnerabilidad externa.**

México sufrirá en 2009 la recesión de su vecino del norte y la caída del precio del petróleo. El sector de servicios y de manufacturas se ve directamente afectado por la desaceleración de Estados Unidos por sus amplias conexiones comerciales. Por su parte, la demanda de los hogares se verá muy afectada por la caída de las remesas (equivalentes al 2,2% PIB). En enero, el indicador INEGI PMI de manufacturas cayó un 3,2% hasta los 40,6 puntos, lo que indica que la corrección iniciada en el tercer trimestre de 2008 se ha intensificado; el indicador de confianza de los consumidores bajó hasta los 83,3 puntos, 4,8 puntos menos respecto a diciembre; la intención de las familias de comprar bienes duraderos se desplomó 9,1 puntos hasta los 71,3. La restricción crediticia también está contribuyendo a la contracción del consumo privado.

En términos generales, la región se enfrenta a la crisis actual desde una posición financiera y fiscal más sólida que en el pasado. Por ejemplo, las reservas internacionales rebasaron en 2008 los 450 mil millones de dólares, triplicando el nivel de 1999, lo que otorga un margen considerable para atenuar presiones sobre los

tipos de cambio. Durante los últimos cinco años, la región ha presentado un déficit fiscal en torno al 0,6% del PIB, una mejora sustancial respecto al 3% promedio del decenio 1994-2003. Aún así, países como Argentina, Ecuador y Venezuela, que financian una proporción importante de su gasto público con ingresos ligados a las exportaciones de materias primas, se enfrentarán en 2009 a dificultades de calado.

Varios países han respondido a la crisis con medidas de apoyo a la actividad. En México, según estimaciones del FMI, el estímulo fiscal implícito en los presupuestos para 2009 tendrá un impacto de un 1% del PIB. El plan de estímulo está acompañado por una mayor expansión del crédito concedido por los bancos estatales, una medida que dará soporte adicional a la actividad. En el caso de Brasil, el gobierno no ha anunciado un plan fiscal de magnitud significativa, principalmente porque el margen de maniobra es limitado. Las medidas tomadas son puntuales, como las medidas de apoyo al sector del automóvil mencionadas anteriormente, el aumento de los recursos destinados a infraestructura, o un plan

**La caída de la inflación da margen de acción a los gobiernos para relajar la política monetaria, pero con cautela.**

**CUADRO MACROECONÓMICO PARA AMÉRICA LATINA**

	Crecimiento del PIB real (%)			Tasa de inflación (final de año)			Cuenta corriente (% del PIB)			Saldo fiscal (% del PIB)		
	2007	2008(*)	2009(**)	2007	2008	2009(**)	2007	2008(*)	2009(**)	2007	2008(*)	2009(**)
Argentina	8,7	6,9	-1,5	8,5	10,0	15,0	2,7	2,0	-0,3	1,4	1,2	-0,5
Brasil	5,4	5,7	-2,1	4,5	6,5	5,0	0,6	-1,8	-1,5	-2,3	-1,8	-2,5
Chile	5,0	4,3	0,0	7,8	5,8	3,5	4,5	-2,7	-2,6	8,9	4,5	-3,0
Colombia	6,3	4,1	0,5	5,0	4,0	3,8	-3,4	-2,0	-1,9	-1,0	-1,4	-3,0
México	3,3	1,8	-2,0	3,8	6,5	4,0	-1,0	-1,5	-3,5	0,0	-0,1	-2,5
Perú	8,9	9,1	4,0	3,2	2,8	2,5	1,4	-2,1	-3,0	2,9	1,4	-0,1
Venezuela	8,2	4,9	0,0	15,3	19,0	19,0	10,5	14,2	4,3	1,5	-1,1	-5,2
<b>Latam 7 (*)</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,5</b>
<b>Latam 7 ex- Arg y Ven (*)</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,7</b>

NOTAS: (\*) Estimación.

(\*\*) Previsión.

(\*\*\*) Ponderado por PIB PPA.

FUENTES: Organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

de vivienda social que el gobierno detallará en breve.

La mejora que se observa en el panorama de inflación también otorga a las autoridades monetarias un mayor margen de acción. En 2008, la tasa de inflación en América Latina fue del 7,3%, y del 4,8% excluyendo Argentina y Venezuela. En este contexto, los bancos centrales de Perú, México, Brasil y Chile han recortado los tipos de interés en 25, 50, 100 y 250 puntos básicos respectivamente en 2009. Las autoridades económicas reconocen la importancia de continuar relajando la política monetaria para dar un soporte adicional al crecimiento, pero también son conscientes de la necesidad de evitar provocar fuertes salidas de capitales y acelerar la depreciación de las divisas.

¿Qué riesgos hay por delante? En 2009, el principal riesgo para América Latina es el de una mayor contracción global, lo que afectaría aún más al precio de las materias primas e induciría, por lo tanto, mayores pérdidas en los términos de intercambio. Sin duda, uno de los retos de la región a medio plazo continúa siendo reducir la excesiva dependencia de las ex-

portaciones de materias primas. En un escenario de contracción mayor de lo esperado, el margen de la política fiscal para estimular la demanda interna sería muy limitado. La ampliación de los déficit exteriores también representaría un foco de riesgos para los países de la región, que verían encarecido su acceso a la financiación internacional.

### Asia emergente: revisiones a la baja

Las teorías que pronosticaban un proceso de desacoplamiento entre las economías desarrolladas y las emergentes ya hace tiempo que han quedado en el olvido. Aún así, la magnitud del reciente deterioro de la actividad económica en muchos países de Asia emergente ha pillado por sorpresa a más de uno. Ello ha forzado al FMI, entre otras instituciones, a la revisión a la baja en el crecimiento de Asia para 2009, del 4,9% al 2,7%. La predicción de contracción del 4% para Corea es un caso extremo en este nuevo contexto. Para el caso de China, el FMI sitúa el crecimiento en un 6,7% y 8% para 2009 y 2010, respectivamente. Las cifras son algo más optimistas que nuestras

**2009 será un año con riesgos en materia de crecimiento, financiación de cuenta corriente y estabilidad monetaria y fiscal.**

**Revisión a la baja en el crecimiento de Asia emergente.**

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008				2009
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	13,0	9,0	10,6	10,1	9,0	6,8	-
Producción industrial	17,5	12,6	-	15,9	13,0	6,4	...
Producción eléctrica	15,7	6,7	16,0	11,9	6,7	-6,0	...
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	8,0	7,8	5,3	2,5	1,0
Balanza comercial (**)	262,4	295,1	256,5	247,2	256,9	295,1	314,8
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	5,31	7,47	7,47	7,20	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	7,6	6,9	7,2	7,0	6,8	6,8	6,8

NOTAS: (\*) Promedio.

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

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

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

## LA BOLSA CHINA REPUNTA EN 2009

Índice Shanghai 180



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

**A pesar de la gran caída en las exportaciones, el superávit comercial chino vuelve a agrandarse por el desplome de las importaciones.**

**Los indicadores de demanda no muestran aún un claro despegue del consumo interno.**

**La bolsa de Shanghai da muestras de optimismo.**

previsiones del 6% y 7,5%, aunque todas ellas están por debajo del crecimiento de dos dígitos a los que nos tenía acostumbrados el gigante asiático.

La desaceleración se ha hecho evidente en las cifras de comercio internacional. Así, el valor de las exportaciones chinas se contrajo en enero un 17,5% en términos interanuales, la mayor caída en 13 años, y el tercer mes consecutivo con tasas negativas. En concreto, las exportaciones a Estados Unidos y la Unión Europea bajaron un 10% y un 17% respectivamente (estos mercados suponen alrededor del 40% del total de las exportaciones chinas). Con todo, el gran desplome de las importaciones, que alcanzó un 43,1%, explica el aumento del superávit comercial en enero hasta los 39.110 millones de dólares.

El último dato del índice de gestores de compras (PMI) confirma el tono de debilidad. A pesar de un ligero repunte desde 41,2 en diciembre hasta 45,3 en enero, el

valor del índice, por debajo de 50, es consistente con una continuación de la tendencia a la baja en la producción industrial que se inició el otoño pasado.

Por el contrario, los datos aparecidos sobre ventas al por menor el cuarto trimestre de 2008 son más alentadores, pues con un crecimiento interanual del 20,6% dejan el crecimiento para 2008 en el 21,6% anual, casi 5 puntos por encima del año anterior. Sin embargo, la gran bajada en el valor de las importaciones el mes de enero podría estar revelando una cierta debilidad del consumo. En una línea similar, los 20 millones de inmigrantes procedentes de las zonas rurales que han perdido su empleo suponen otro motivo de ralentización en la demanda interna. Tendremos que esperar un poco para ver si las medidas de estímulo fiscal adoptadas por el gobierno chino contribuyen al despegue del consumo doméstico.

A pesar del relativo empeoramiento de los indicadores económicos, la bolsa de Shan-

gai se ha revalorizado alrededor de un 28% en lo que va de año, lo que algunos interpretan como un juicio optimista de los inversores acerca de los programas de estímulo a la economía.

### Baja el petróleo y sube el oro

El precio del petróleo reduce su volatilidad pero vuelve a descender. Entre el 20 de enero y el 23 de febrero el crudo partió de los 45,3 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes) bajando hasta los 42,1 dólares. La subida acumulada en el

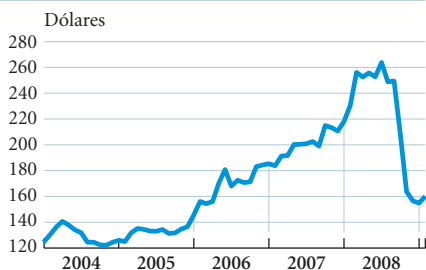
año corriente se reduce así hasta el 7,8%, después de haber rozado una ganancia del 20% a finales de enero.

La Agencia Internacional de la Energía volvió a revisar ligeramente a la baja la demanda mundial de petróleo para 2009, dejándola en 84,7 millones de barriles diarios, unos 570.000 barriles diarios menos. Así, la demanda global caería un 1,1% y encadenaría su segundo año consecutivo de descensos. Este dato de demanda pesó más sobre el precio del crudo que la reducción de la oferta en enero de 520.000 barriles diarios.

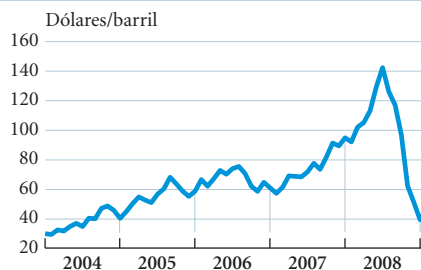
### El precio del petróleo vuelve a evolucionar a la baja.

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

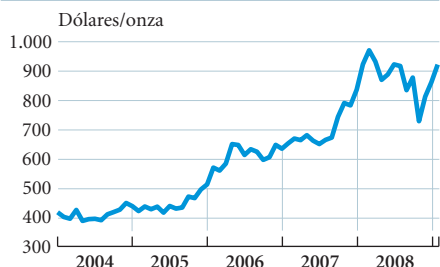
Índice «The Economist»



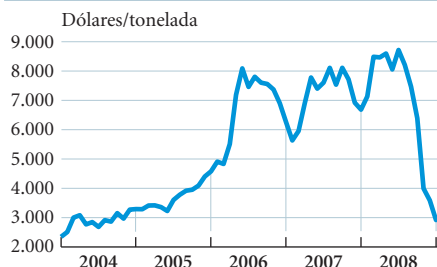
Petróleo Brent



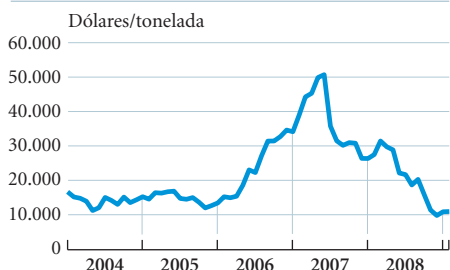
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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



**Los metales bajan pero alimentación y metales preciosos siguen al alza.**

Durante los primeros veinte días de febrero el resto de las materias primas presentó dos historias bien distintas. Mientras que los metales perdieron lo ganado el mes anterior, los metales preciosos, capitaneados por el oro, y los alimentos, evolucionaron al alza. Así, el índice *The Economist* de materias primas descendió un 2,3% entre el 20 de enero y el 23 de fe-

brero. Los mayores descensos estuvieron en el níquel y el aluminio, mientras el cobre mantuvo su reciente repunte. Los metales preciosos volvieron a beneficiarse de la aversión al riesgo. Fruto de este entorno, la onza de oro se acercó a la cota de los 1.000 dólares. Los alimentos, por su parte, repuntaron a pesar del reciente descenso en el precio del trigo.

# UNIÓN EUROPEA

## Zona del euro: en el último trimestre la economía sufre un fuerte revés

La zona del euro sufrió un brusco retroceso del producto interior bruto (PIB) durante el último trimestre de 2008. Concretamente, éste registró una caída del 1,2% con respecto al mismo trimestre de 2007, con lo que el crecimiento para el conjunto del año se quedó en el 0,7%. Como comentamos en el informe mensual de febrero, la extensión de la crisis financiera a la economía real hacía prever que la caída del PIB se aceleraría en el cuarto trimestre. Al final, sin embargo, todas las previsiones se quedaron algo cortas. Las previsiones para 2008 de "la Caixa", como las del Fondo Monetario Interna-

cional, se situaron tres décimas por encima del resultado final, mientras que las de la Comisión Europea, que fueron revisadas sustancialmente a la baja en el mes de enero, se acercaron una décima más. Para el conjunto de la Unión Europea (UE), los datos del cuarto trimestre también fueron muy desalentadores. En términos interanuales, la economía retrocedió un 1,1%, con lo que el crecimiento para el 2008 sólo alcanzó el 0,8%.

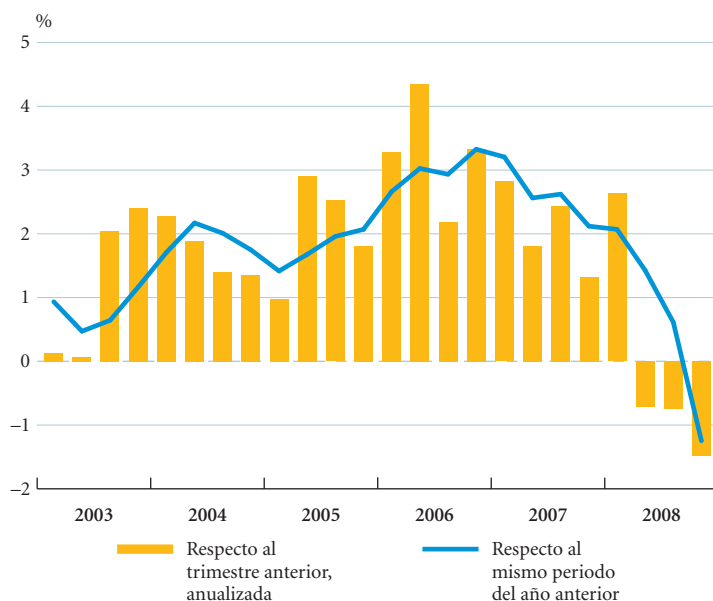
Dado que aún no se ha hecho pública la descomposición de los principales componentes del PIB del cuarto trimestre, no es posible saber con exactitud los factores que hay detrás de tal descalabro. Sin embargo, los indicadores mensuales no de-

**Brusco retroceso del PIB en el cuarto trimestre de 2008.**

**La ralentización alcanza a todos los componentes.**

## LA EUROZONA SE ADENTRA EN LA RECESIÓN

Variación del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008				2009
			I	II	III	IV	Enero
PIB	2,6	0,7	2,1	1,5	0,7	-1,2	-
Ventas al por menor	0,9	-1,3	-0,1	-1,5	-1,4	-2,0	...
Confianza del consumidor (1)	-4,9	-18,0	-11,9	-14,6	-19,3	-26,1	-30,5
Producción industrial	3,5	-1,7	2,5	1,2	-1,4	-8,6	...
Sentimiento económico (1)	108,4	91,1	101,4	97,5	89,9	75,8	67,1
Tasa de paro (2)	7,4	7,5	7,2	7,4	7,5	7,9	8,2
Precios de consumo	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3	1,1
Balanza comercial (3)	20,1	-1,1	24,3	13,8	-11,4	-31,1	...
Tipo de interés Euribor 3 meses	4,3	4,6	4,5	4,9	5,0	4,2	2,9
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	107,7	113,0	113,0	116,0	114,0	109,1	111,9

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.

### Importante caída de la producción industrial.

Jan duda alguna de que la ralentización de la economía es generalizada. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor, por ejemplo, cayeron en diciembre por séptimo mes consecutivo. Con un retroceso del 1,5%, algo menor que el de noviembre, la caída representa la mayor desde que se empezó a recopilar la serie.

El desplome de los indicadores de oferta indica que la economía productiva también está atravesando momentos muy difíciles. Sin ir más lejos, la producción industrial parece estar en caída libre. Después de la histórica contracción del mes de noviembre, un 8,4%, en diciembre ésta llegó al 12%. Como resultado, la utilización de la capacidad productiva, que generalmente fluctúa entre el 80% y el 85%, se hundió en un solo trimestre del 81,5% hasta el 75%.

La crisis financiera, que tiene su origen en Estados Unidos, alcanzó un carácter global en el último trimestre de 2008, afectando sobremanera tanto a países desarrollados como países emergentes. Ello está

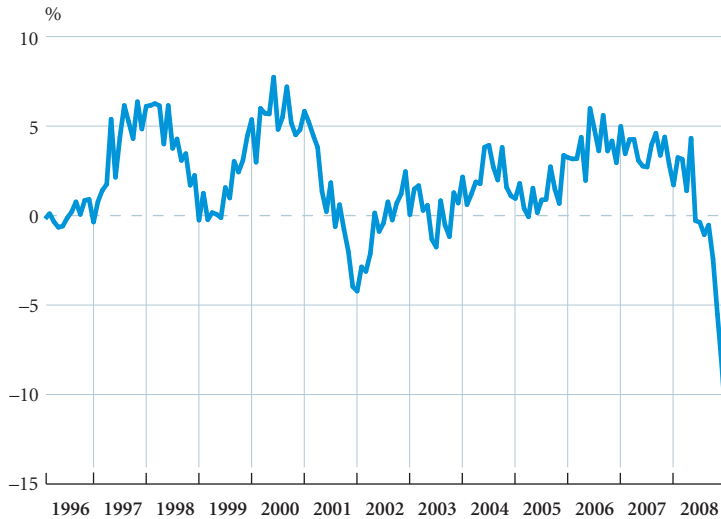
convirtiendo al comercio mundial en uno de los principales damnificados. Así lo reflejan los datos de comercio exterior de la unión monetaria del último trimestre de 2008. Las exportaciones, que habían estado creciendo de forma ininterrumpida desde el primer trimestre de 2004, cayeron un 4,1% con respecto al mismo trimestre de 2007. La contracción de las importaciones fue algo menos pronunciada, un 1,2%, pero también puso fin a un ciclo expansivo de casi 5 años.

Ante estos resultados tan negativos, la pregunta del millón de euros es si la caída ya ha tocado fondo o si, por el contrario, aún hay margen para que la espiral contractiva continúe. Desafortunadamente, todos los indicadores apuntan a que la crisis se agravará durante la primera parte del año, y no será hasta el segundo semestre que empezaremos a observar algunos signos de recuperación. Así lo refleja nuestro escenario de previsiones, que ha sido revisado sustancialmente a la baja. Para el conjunto del 2009 esperamos

### Las exportaciones se frenan.

## LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SE DESPLOMA

Variación interanual de la producción industrial



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

un retroceso del 2,0% y a lo largo del 2010 la economía debería reencontrarse lentamente con la senda del crecimiento, hasta anotar un modesto 0,3%. Pero habrá tres aspectos clave que deberemos ir siguiendo con mucha atención: la evolución del sector financiero; los detalles y la implementación de los planes de estímulo económico de los distintos países de la UE; y el alcance de la crisis sobre los países emergentes.

Una clave para la recuperación de la economía europea la tiene el sistema financiero, pues la capacidad de inversión de las pequeñas y medianas empresas y las posibilidades de endeudamiento de las familias dependen de ello. En este sentido, la fuerte desaceleración que está experimentando el crecimiento del crédito, que en diciembre alcanzó tasas negativas, no es muy buena señal. Sin embargo, la encuesta que el Banco Central Europeo realiza trimestralmente a las principales entidades financieras acerca de su política crediticia nos da un poco de aire fresco. Concretamente, de la encuesta de enero

se desprende que las entidades han dejado de endurecer las políticas crediticias. El cambio de tendencia en la oferta de crédito, de confirmarse, podría ser el primer paso hacia la recuperación del mismo.

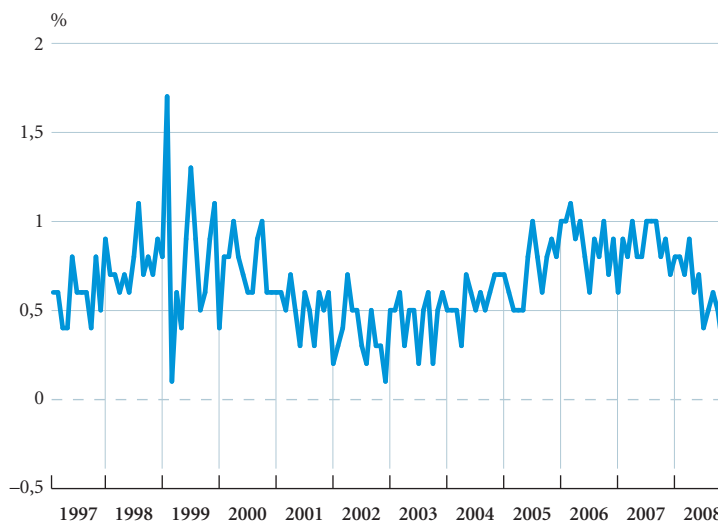
Sin embargo, el ya tocado sistema financiero europeo podría sufrir una segunda ronda de turbulencias debido al deterioro de la economía real. Para ayudar a reconducir el sector, una de las medidas que va tomando forma es la creación de un «banco malo»: un banco que reúna los activos de mala calidad de las entidades financieras. Los ministros de economía de los distintos países discutieron los principios generales de esta medida en la reunión del Ecofin, y acordaron que su implementación debe ser coordinada para evitar problemas de competencia. Sin lugar a dudas, esta medida puede ayudar a restablecer la confianza, pero los detalles de la misma son los que realmente acabarán determinando su éxito.

La política que lleve a cabo el Banco Central Europeo también será determinante

**El sistema financiero es clave para la recuperación económica...**

## EL CRÉDITO SE CONTRAE POR PRIMERA VEZ EN LA EUROZONA

Variación mensual del crédito al sector privado



FUENTE: Banco Central Europeo.

**...como también lo serán los planes de estímulo económico...**

para la futura recuperación del crédito. Aunque en la reunión de febrero decidió dejar los tipos de interés de referencia en el 2%, es muy difícil que pueda mantenerlos a estos niveles por mucho tiempo dado que la inflación, que en enero bajó hasta el 1,1% interanual, parece que se mantendrá muy por debajo del 2%, el límite fijado por la máxima autoridad monetaria. Así lo recoge nuestro nuevo escenario de previsiones. Además, el Banco Central Europeo está introduciendo liquidez en el sistema bancario mediante políticas de expansión cuantitativa y cualitativa del balance. Aunque es difícil evaluar la efectividad de estas medidas, pues no sabemos qué habría pasado si no se hubieran tomado, está claro que de momento no han conseguido reanimar el crédito. (Véase recuadro «La Fed y el BCE, dos estrategias y un problema: la deflación» para un análisis detallado).

Otro aspecto clave para la recuperación de la economía europea, especialmente para la segunda mitad del 2009, lo conforman los planes de reactivación econó-

**...y el alcance de la crisis en los países emergentes.**

mica anunciados por los distintos países. Después de los anuncios que los gobiernos de cada país han ido haciendo, se han disparado las previsiones de déficit público. A causa de las desviaciones registradas ya en 2008, el ejecutivo comunitario inició el procedimiento por déficit excesivo contra España, Irlanda, Grecia, Francia, Letonia y Malta. Además, existen procedimientos en marcha contra Hungría y el Reino Unido. Sin embargo, el responsable de asuntos económicos de la Comisión Europea, Joaquín Almunia, aseguró que nadie está pensando en una lectura rigurosa del Pacto de Estabilidad, que limita el déficit público al 3% en circunstancias normales. Sin embargo, sí puntualizó que la disciplina fiscal es imprescindible para retomar la senda del crecimiento estable a medio plazo.

El último factor clave lo forma el sector exterior y, muy especialmente, los países de Europa del Este y China. Por lo que al primer grupo de países se refiere, su importancia reside en el impacto que pueden tener las tensiones que están experi-

mentando sus sistemas financieros sobre el sistema financiero europeo. La importancia de China, en cambio, reside en los vínculos comerciales que tiene con la UE y con la economía global. De confirmarse su desaceleración, las exportaciones europeas podrían sufrir aún más.

### Alemania sufre la paralización de sus principales motores económicos

La economía alemana sufrió en el cuarto trimestre de 2008 la mayor sacudida desde la reunificación, con un deterioro del PIB del 2,1% intertrimestral, encabezando las caídas de las principales economías de la zona del euro. Debido a esta nueva reducción del PIB, la tercera consecutiva del año 2008, la economía alemana creció solamente un 1,0% durante el último año respecto a 2007, una cifra ostensiblemente inferior a las previsiones publicadas en enero por las principales instituciones, que se situaban alrededor del 1,3%. El análisis por componentes muestra un fuerte deterioro de las inversiones (descenso del 0,5%) y las exportaciones (retroceso del 5,6%) respecto al cuarto trimestre del 2007.

Alemania, como el resto de economías europeas desarrolladas, experimentó una importante contracción de la demanda tanto interna, con una reducción de las ventas minoristas del 0,8% interanual durante el último trimestre de 2008, como sobre todo externa, ya que las exportaciones sufrieron en diciembre la mayor caída desde 1993, con una reducción del 11,7% respecto al mismo mes de 2007. Ante esta tesitura, los indicadores de oferta reflejan una reducción de la actividad, registrando caídas históricas en diciembre de 2008. Así, la producción industrial se redujo un 12% respecto a diciembre del año anterior, mientras que los pedidos industriales lo hicieron más de un 28% durante el mismo periodo. Los indicadores de confianza, tanto de la demanda como el industrial han alcanzado nuevos mínimos en los primeros meses de 2009.

¿Por qué el desplome del PIB alemán en el cuarto trimestre de 2008 ha superado el del resto de países europeos? La economía germana se sustenta en gran medida sobre dos sectores que han sufrido un importante deterioro en los últimos meses: el comercio exterior y la industria automovilística. El 75% de las exportaciones

**La economía alemana sufre la mayor sacudida desde la reunificación en el cuarto trimestre de 2008...**

**...con una fuerte caída de la producción industrial...**

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008				2009
			I	II	III	IV	Enero
PIB	2,6	1,0	2,8	2,0	0,8	-1,7	-
Ventas al por menor	-2,6	-0,2	-0,7	0,1	0,7	-0,8	...
Producción industrial	5,9	0,0	4,9	3,0	-0,1	-7,5	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	104,0	102,1	94,8	86,2	83,0
Tasa de paro (**)	9,0	7,8	8,0	7,9	7,7	7,6	7,8
Precios de consumo	2,3	2,6	2,9	2,9	3,1	1,6	0,9
Balanza comercial (***)	181,5	195,2	199,5	202,3	196,3	182,9	...

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.

**...consecuencia de un importante deterioro del sector exterior y el automovilístico.**

alemanas durante 2008 tuvieron como destino otros países europeos, y de éstas, una quinta parte iban dirigidas a economías del Este de Europa. El fuerte deterioro de las economías europeas, incluidas las del Este, durante el último trimestre de 2008, causó el hundimiento de las exportaciones. Por otro lado, la industria automovilística sufrió una severa contracción de la demanda, tanto exterior, con una caída del 12% de las exportaciones en el cuarto trimestre de 2008, como interna, con una reducción de las matriculaciones cerca de un 11% en el mismo periodo y un 14% interanual en enero de 2009, poniendo en jaque a una industria que da empleo, directa o indirectamente, a cerca de tres millones de trabajadores, según el instituto de estadística alemán.

Las previsiones para la primera mitad de 2009 no vislumbran una mejora de estos factores que arrastran a la economía alemana hacia la mayor recesión desde su unificación. Así, se espera un mayor deterioro del consumo, la inversión y las exportaciones. El mercado laboral, que has-

ta enero de 2009 registraba una tasa de desempleo del 7,8%, cercana al mínimo alcanzado durante 2008, se resentirá aumentando por encima del 9%. El incremento del gasto público, a través de los planes de estímulo fiscal aprobados en los últimos meses, y los efectos de las diferentes medidas sobre los agentes económicos, pueden amortiguar la caída del PIB alemán en 2009. El déficit público alemán en 2008 fue tan sólo un 0,1% del PIB, el menor desde la reunificación. Sin embargo, los planes de estímulo económico supondrán un mayor endeudamiento de la economía germana los dos próximos ejercicios, aumentando la deuda hasta el 70% del PIB, cinco puntos porcentuales por encima de la registrada en 2008.

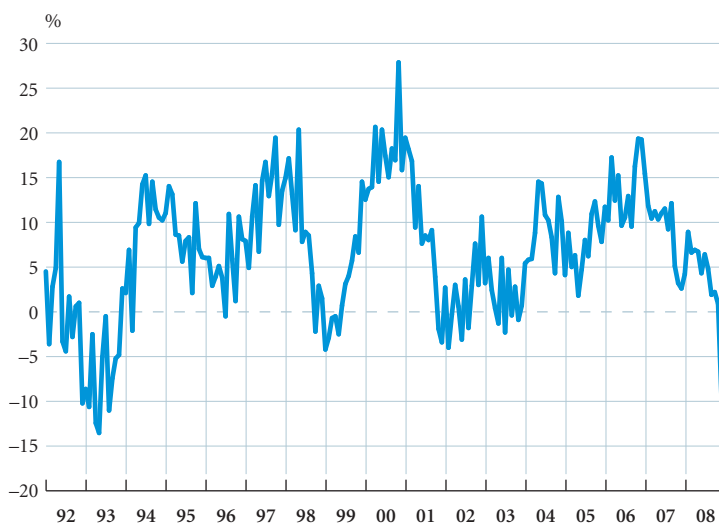
#### **Francia: desplome de la demanda en el cuarto trimestre de 2008**

Las previsiones que manejaba la Comisión Europea el mes pasado sobre cuál sería la evolución del PIB galo en el último trimestre de 2008 se revelaron acer-

**Las perspectivas a medio plazo no son nada halagüeñas.**

### **LAS EXPORTACIONES ALEMANAS SE DESMORONAN**

Variación interanual de las exportaciones de bienes



FUENTE: Bundesbank.



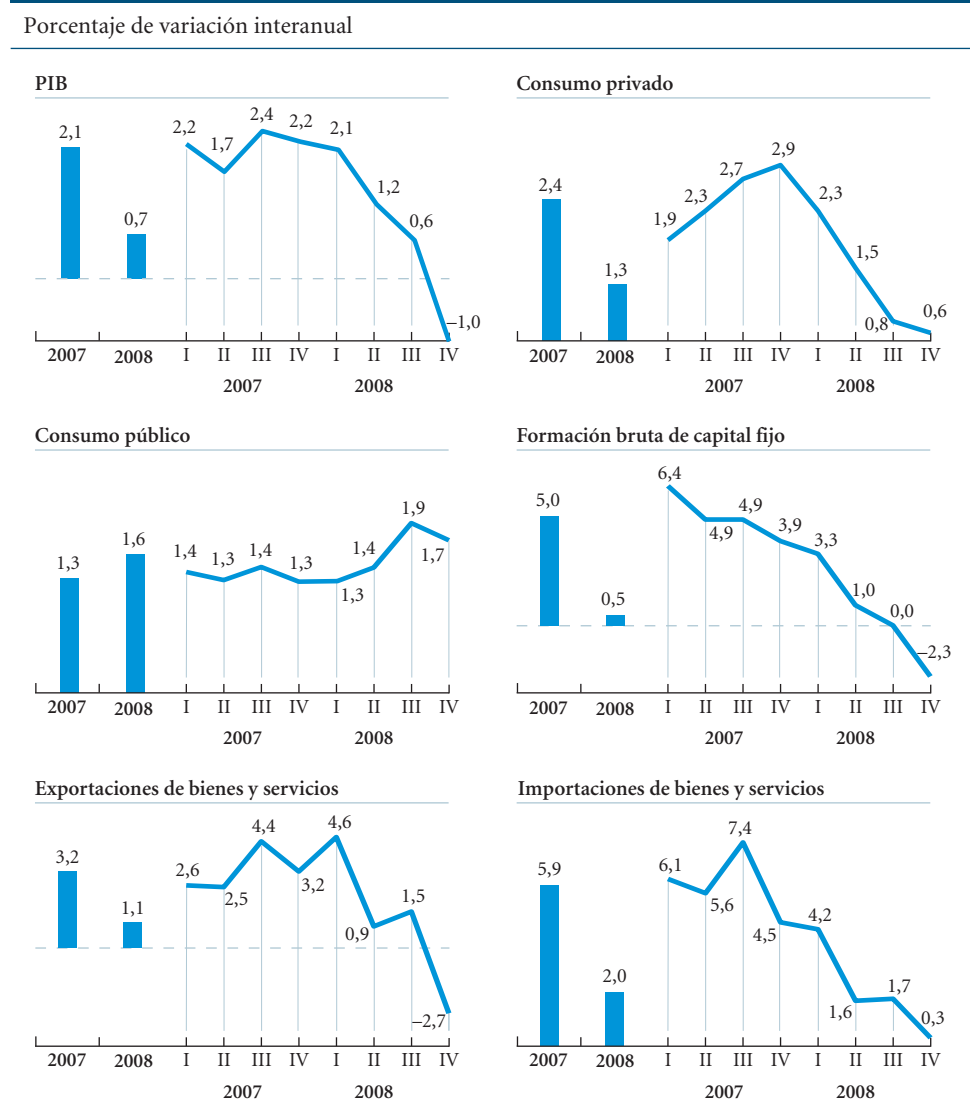
tadas. Los datos de contabilidad nacional han confirmado que Francia creció un 0,7% en el año 2008. Asimismo, tal y como se esperaba, el crecimiento del 0,1% intertrimestral del PIB registrado en el tercer trimestre del 2008 generó tan solo falsas esperanzas. En efecto, el PIB en el cuarto trimestre se desplomó un 1,2% intertrimestral.

Los indicadores, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta, apun-

taban a un empeoramiento notable de la coyuntura, y ello ha resultado en una caída del 1,0% interanual en el último trimestre de 2008. El desplome del PIB francés se refleja en la mala evolución de la producción industrial, que cayó un 11,1% interanual el mes de diciembre. Además, otros indicadores de la actividad industrial pronostican que la tendencia bajista se mantendrá en los próximos meses. Por ejemplo, el índice del sentimiento económico retrocedió nuevamente en el mes de

**El PIB francés cae un 1,0% interanual en el último trimestre de 2008.**

### EVOLUCIÓN DEL PIB DE FRANCIA POR COMPONENTES



FUENTES: INSEE y elaboración propia.

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	2,1	0,7	2,1	1,2	0,6	–	–1,0	–	–
Consumo de los hogares	4,4	1,2	2,4	1,5	0,9	0,6	1,1	–1,7	...
Producción industrial	1,4	–2,6	1,6	–0,4	–2,2	–7,7	–9,1	–11,1	...
Tasa de paro (*)	8,3	7,8	7,6	7,7	7,7	7,9	8,0	8,1	...
Precios de consumo	1,5	2,8	2,9	3,3	3,3	2,7	1,6	1,0	0,7
Balanza comercial (**)	–33,5	–48,5	–42,1	–45,9	–50,6	–55,5	–56,5	–54,5	...

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 inversión del país galo, en números rojos.

enero. Más favorable ha sido la cartera de pedidos que, después de alcanzar un mínimo histórico en el mes de diciembre, ha incrementado, aunque de forma muy moderada, en el mes de enero de 2009.

Desde la perspectiva de la demanda, diversos indicadores señalan un débil consumo interno. Así, el consumo de los hogares cayó en picado en diciembre, un 1,7% interanual, y ello contribuyó a que el crecimiento del consumo privado en 2008 se situara en el 1,3% interanual. Esta cifra está notablemente por debajo del 2,4% anotado el año anterior y, además, presenta un perfil claramente descendente. Por ejemplo, el índice de la confianza del consumidor registrado en el mes de enero continuó a la baja y alcanzó niveles del orden de 35 puntos negativos.

Más preocupante es la pésima evolución de la inversión y de las exportaciones en 2008. Los datos de la contabilidad nacional trimestral de Francia señalan que en el pasado año la formación bruta de capital aumentó apenas un 0,5% interanual, dato que contrasta con el incremento del 5,0% anotado en 2007. Las cifras fueron negativas en el cuarto trimestre de 2008, con un descenso interanual del 2,3%. Asimismo, los datos también reflejan una demanda externa

muy apagada ya que, mientras en el año 2007 las exportaciones habían crecido un 3,2% interanual, el aumento alcanzó solamente el 1,1% en 2008. Nuevamente, el desplome ocurrió en el último trimestre, con un decrecimiento interanual del 2,7%. El único respiro a la demanda, aunque muy leve, lo otorga el consumo público. Éste aumentó en 2008 y posiblemente crezca más el año próximo impulsado por el plan gubernamental de estímulo fiscal.

Por otro lado, bajo esta coyuntura económica tan adversa, cabe esperar que el número de parados aumente en los próximos meses. Así, la tasa de paro repuntaba hasta el 8,1% en diciembre, una décima porcentual por encima del registro de noviembre. En este contexto, la única información optimista la aporta la desaceleración de los precios hasta el 0,7% en enero, inferior al 1,0% anotado el mes anterior, la tasa más baja desde el mes de septiembre de 1999. Este factor posiblemente conlleve una mejora de la situación financiera de las familias y de las empresas, y ello podría dar un impulso a la demanda interna. La moderación de la inflación se debe sobre todo a los descuentos de las rebajas en vestido y calzado y a la caída de los precios del sector energético.

### Repunta la tasa de paro.

## Italia se enfrenta a la mayor recesión de los últimos tiempos

La economía italiana despidió 2008 con el mayor retroceso de las últimas décadas, alcanzando una reducción del PIB del 0,9% respecto al año anterior. El último trimestre de 2008 mantuvo el signo de los dos trimestres anteriores, con una caída del 2,6% respecto al mismo periodo de 2007. La drástica reducción de la inversión y el consumo, junto con la caída de la demanda externa, han sido las causas principales de este desplome, que ha superado en más de un punto porcentual al máximo registrado durante la crisis de 1993. Todo ello permite anticipar que esta recesión superará de largo las últimas contracciones de la economía transalpina, registrando nuevos mínimos durante 2009.

Los indicadores más recientes constatan esta tendencia. Desde el punto de vista de la demanda, tanto las ventas al por menor como las exportaciones continuaron reduciéndose en el último mes de 2008. Los datos disponibles para 2009 no invitan al optimismo. Así, la matriculación de vehículos se redujo en enero con una caída superior al 32% respecto al mismo mes del año anterior, amenazando a la industria

automovilística, uno de los principales motores de la economía italiana. A pesar de estas cifras, la confianza del consumidor mejoró ligeramente en enero, aunque situándose en niveles aún bajos, debido al repunte de las expectativas futuras. Por el lado de la oferta, las noticias no son más alentadoras. Ante la contracción de la demanda, la producción industrial se redujo registrando en diciembre de 2008 la peor caída desde 1975, con un retroceso del 13% interanual. Además, el descenso de los pedidos industriales en enero de 2009 apunta al mantenimiento de esta tendencia durante los próximos meses. Como consecuencia, la confianza industrial alcanzó un nuevo mínimo en enero.

Ante esta tesitura, Italia anunció en febrero una ampliación del plan de estímulo fiscal, estimada en 2.000 millones de euros, para incentivar la compra de automóviles. Esto eleva la cifra total del plan hasta los 10.000 millones, equivalente a poco más del 0,6% del PIB italiano, muy por debajo de los porcentajes barajados por las principales economías europeas. El importe de estas medidas parece insuficiente para poder hacer frente a la coyuntura actual. Sin embargo, el elevado endeudamiento de la economía transalpina, que se estima por encima del 105% del

**Italia desde 2008 con el mayor descenso del PIB en décadas...**

**...tendencia que continúa en 2009.**

### ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	1,4	-0,9	0,3	-0,4	-1,1	-	-2,6	-	-
Ventas al por menor	0,5	-0,7	0,9	-1,7	0,5	-0,7	-3,0	-1,9	...
Producción industrial	-0,2	-4,5	-1,3	-1,6	-4,3	-7,9	-10,6	-13,0	...
Tasa de paro (*)	6,1	...	6,6	6,7	6,7	-	...	-	-
Precios de consumo	1,8	3,3	3,1	3,6	4,0	3,5	2,7	2,2	1,6
Balanza comercial (**)	-13,7	-10,1	-9,1	-8,6	-10,4	-12,1	-13,0	-11,5	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**La deuda pública aumenta en 2008, superando el 105% del PIB.**

PIB en 2008, muy superior al 60% que establecen las directrices de la Unión Europea, impide cualquier posibilidad de aplicar mayores medidas contracíclicas para amortiguar la recesión.

el cuarto trimestre de 2008, impulsado en parte por el plan de estímulo fiscal.

Los datos sobre la evolución de la demanda externa no ofrecen tampoco ningún respiro. Debido a la ralentización del comercio mundial, las exportaciones británicas han caído un 5,3% interanual en el cuarto trimestre de 2008, a pesar de que el tipo de cambio efectivo nominal de la libra esterlina se ha depreciado alrededor del 20% en el último año.

### Reino Unido: pésimos indicadores económicos

Los datos de la contabilidad nacional del Reino Unido señalan una fuerte contracción del producto en el cuarto trimestre de 2008, llevando la caída del PIB al 1,9% interanual. La economía británica ha visto como el consumo privado se moderaba considerablemente en los últimos meses. Así, los datos indican que el consumo de los hogares descendió por tercer trimestre consecutivo, situando la caída interanual en el 0,2% en el cuarto trimestre de 2008. Asimismo, cabe destacar el papel de la inversión en la desaceleración de la economía británica ya que la formación bruta de capital ha caído bruscamente un 9,7% interanual en el cuarto trimestre de 2008. El único empujón a la demanda interna lo proporciona el consumo público, que ha aumentado un 4,4% interanual en

Según el «Inflation Report» de febrero de 2009 del Banco de Inglaterra, la desaceleración económica británica no ha tocado fondo y se mantendrá con la misma intensidad a principios de 2009. En efecto, el conjunto de indicadores disponibles así lo indica. Desde el lado de la demanda, la confianza del consumidor ha continuado a la baja en enero, situándose en niveles negativos de 35 puntos. Aunque las ventas al por menor en el cuarto trimestre de 2008 superan a las del trimestre anterior, existe una gran incertidumbre acerca de estos datos, por lo difícil que resulta extraer el efecto estacional y la variación de los precios. Además, gran

**El PIB británico cae un 1,9% interanual en el último trimestre de 2008.**

## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	3,0	0,7	2,6	1,7	0,2	–	–1,9	–	–
Ventas al por menor	4,4	3,5	5,3	4,4	2,3	1,8	1,4	4,3	3,6
Producción industrial	0,4	–3,0	0,4	–1,5	–3,0	–5,9	–7,8	–9,3	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,8	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3	3,6	3,8
Precios de consumo	2,3	3,6	2,4	3,3	4,9	4,5	4,1	3,1	3,0
Balanza comercial (**)	–83,2	–93,0	–90,9	–93,1	–94,3	–93,7	–93,8	–93,2	...
Tipo de interés Líbor 3 meses	5,3	6,0	6,0	6,0	5,9	6,3	5,8	3,9	2,8
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	103,9	97,6	97,6	92,6	92,8	89,4	85,4	81,2	73,7

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.

parte de las ventas en el mes de diciembre y enero han estado impulsadas por los descuentos agresivos de las rebajas y no se espera que las compras continúen con la misma dinámica.

De la misma forma, la caída en el mes de enero del número de matriculaciones, un 30% interanual, marca la misma tónica de debilidad del consumo. Igualmente, la mayoría de los componentes de sentimiento económico han alcanzando nuevos mínimos históricos desde el inicio de la recogida de esta estadística.

Bajo esta coyuntura económica tan adversa, no es de extrañar que la producción industrial haya caído en picado en los últimos meses. Así, la producción industrial descendió un 9,3% en diciembre, la peor caída desde que se recogen estos datos. De esta forma, el aumento de dos décimas de la tasa de paro registrado el mes de enero, situándola en el 3,8%, aún parece poco. En cualquier caso, el incremento en el número de desempleados probablemente prosiga en los próximos meses y ello va a contribuir a que el consumo de los hogares mantenga su perfil claramente descendente.

Todo ello arroja unas perspectivas muy magras para la economía británica. La caída del empleo genera un menor nivel de ingresos familiares mientras que el descenso de los precios de las viviendas suponen un recorte de la riqueza familiar. Si a ello se añade la restricción del crédito y la mayor propensión a reducir la deuda e incrementar el ahorro, cabe esperar que este año el consumo de los hogares continúe siendo débil. No obstante, existen dos datos que probablemente mitiguen esta tendencia decreciente ya que conllevan una mejora de la situación financiera de las familias y las empresas: la desaceleración de los precios y la bajada de los tipos de interés. La inflación des-

cendió una décima en enero, situándose en el 3,0% interanual, y el Banco de Inglaterra bajó en medio punto porcentual el tipo de interés el pasado 5 de febrero hasta el 1,0%, alcanzando un nuevo mínimo histórico.

Asimismo, otro aspecto que puede contribuir a impulsar la actividad económica del Reino Unido es la propuesta por parte del Banco de Inglaterra de llevar a cabo «alivio cuantitativo». Esta medida consistiría en imprimir dinero para comprar bonos del Estado y activos del sector privado con el objetivo de incrementar la liquidez en los mercados e incentivar a las entidades financieras a que recuperen los niveles crediticios normales. No obstante, este plan no está exento de problemas y es rechazado por aquellos que consideran que puede disparar la inflación y acentuar la devaluación de la libra.

### **Europa emergente: camino de la recesión**

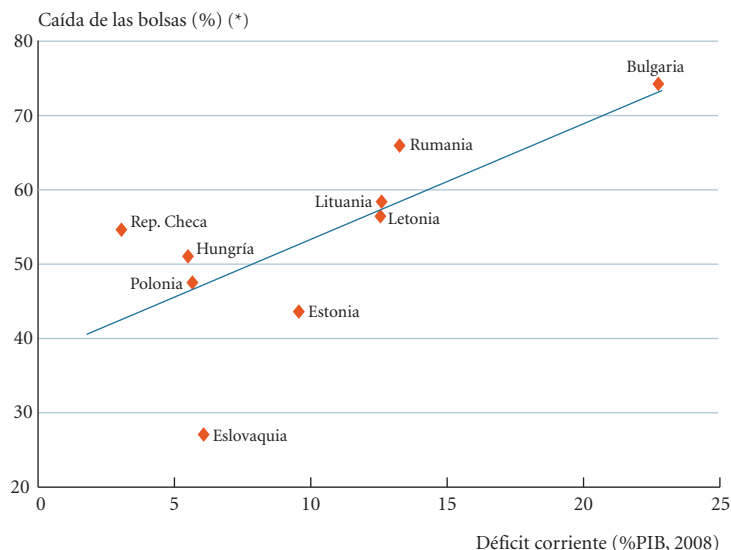
El día 17 de febrero la agencia de *rating* Moody's anunció que probablemente revisaría su valoración de calidad crediticia de diferentes entidades financieras con importante presencia en la Europa emergente. Esta noticia actuó como catalizador de un sensible movimiento en los mercados financieros que llevó a ciertas bolsas de referencia a caer fuertemente en pocos días (la de Budapest, por ejemplo, cedió un 12% en la semana siguiente) o depreciaciones superiores al 4% en divisas como el florín húngaro o el zloty polaco. Aunque observando esta súbita corrección financiera parecería que las dudas sobre la región acababan de aparecer, lo cierto es que desde finales del verano de 2008 la evolución de bolsas, divisas e indicadores de riesgo-país sugiere que esta reevaluación del riesgo regional no es nueva.

**La producción industrial retrocede un 9,3% en diciembre de 2008.**

**A pesar de la moderación de la inflación y de la bajada de los tipos de interés, se espera un consumo débil durante la primera mitad de 2009.**

**Depreciación de las divisas y castigo bursátil en la Europa emergente.**

## LOS MERCADOS, PREOCUPADOS POR EL DÉFICIT CORRIENTE EXCESIVO



NOTA: (\*) Entre el 1 de agosto de 2008 y el 19 de febrero de 2009.

FUENTES: Thomson Reuters Datastream, organismos oficiales de estadística y elaboración propia.

**La dependencia de una eurozona en recesión y las dificultades para financiar internacionalmente la actividad, lastres para el crecimiento en 2009.**

Dos cuestiones de carácter macroeconómico subyacen a la pérdida de confianza de los mercados. En primer lugar, al tratarse de países notablemente dependientes del ciclo económico de la eurozona, la entrada en recesión de la misma implica que las previsiones de crecimiento se están revisando fuertemente a la baja. Un segundo riesgo se debe a que el elevado dinamismo de años anteriores se ha realizado, en ciertos países, al precio de generar desequilibrios macroeconómicos (exterior, pero también fiscal e inflación).

El que más preocupa actualmente es el de la elevada dependencia de la financiación exterior, cuya sostenibilidad, en un contexto de crisis financiera internacional, queda puesta en cuestión. Esta realidad se ve agravada, en algunos países, por el hecho de que una parte apreciable del saldo crediticio está denominado en moneda extranjera, lo que, en un contexto de fuertes depreciaciones de las monedas nacionales, conlleva riesgos de morosidad creciente y efecto negativo en la capacidad de gasto de familias y empresas.

**Hungría sufre una caída cíclica notable y el margen de la política económica es escaso.**

En el frente de los desequilibrios macroeconómicos, los países percibidos como más vulnerables son los bálticos. Por lo que se refiere a la interrelación con la eurozona, ésta afecta a la economía de referencia de la zona, Polonia, y también a la República Checa. Pero la peor parte se la llevan, seguramente, tres países que combinan simultáneamente importantes desequilibrios macroeconómicos y vinculación cíclica con la zona del euro, Rumania, Bulgaria y Hungría.

Esta última economía reviste especial interés por cuanto su evolución reciente puede revestir cierto carácter anticipatorio para otros países de la región. De entrada, Hungría está más avanzada en el ciclo que otras economías de Europa central, como atestigua el hecho de que en el cuarto trimestre de 2008 ya registró un descenso intertrimestral del PIB del 1%, mientras otros países, como la República Checa, todavía se mantenían en la zona del crecimiento trimestral positivo. Otros indicadores disponibles, como la producción industrial (que se desplomó un 23%

## HUNGRÍA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	4,1	1,1	1,4	1,5	0,5	–	–1,0	–	–
Ventas al por menor	–1,1	–6,9	–3,1	1,7	2,6	2,4	2,4	...	...
Producción industrial	10,6	8,6	6,3	3,5	–2,8	–6,6	–9,1	–23,1	...
Índice de sentimiento económico (*)	102,2	92,9	87,2	84,5	88,3	74,8	57,9	52,9	45,5
Tasa de paro (**)	7,5	7,3	8,0	7,7	7,6	7,7	7,8	8,0	...
Precios de consumo	2,4	5,4	5,2	5,7	5,5	4,6	4,1	3,8	3,4
Balanza comercial (***)	–0,7	–0,3	45,8	112,4	49,7	13,6	13,4	23,6	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

interanual en diciembre), reiteran la contracción de la actividad.

Un segundo rasgo significativo es que, a pesar del retroceso económico y de la moderación de la inflación (situada en el 3,4% interanual en enero), el margen disponible para la política económica es escaso. Por un lado, aunque el Banco Nacional de Hungría procedió en febrero a recortar el tipo de referencia en 50 puntos básicos, hasta el 9,5%, un excesivo relajamiento podría hundir aún más la cotización del florín. Por otro, la política fiscal está circunscrita a las condiciones pactadas con el Fondo Monetario Internacional en octubre pasado, restricción que limita los aumentos de gasto y las rebajas de impuestos.

Precisamente, dicha ayuda del Fondo representa el tercer elemento de la coyuntura magiar que puede tener un cierto carácter general. Aunque Hungría ha sido hasta la fecha el único de los países miembros de la Unión Europea que ha recibido esta ayuda para evitar el riesgo de impago de sus obligaciones internacionales, es altamente probable que Rumania y, quizás, Polonia, acaben beneficiándose de acuerdos similares. En definitiva, los acontecimientos de este mes nos recuerdan que la zona sufrirá en 2009 un debilitamiento cíclico notable pero también que estas economías van a disponer de ayuda internacional que evite un peligroso contagio regional que acabe lastimando a toda Europa.

**Llegado el momento, la región dispondrá de ayuda financiera internacional.**



# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

**Los gestores de política monetaria crean nuevos planes para combatir la crisis.**

**El Plan de Estabilidad Financiera en los Estados Unidos involucra al sector público y privado.**

### Nuevos planes para combatir la crisis

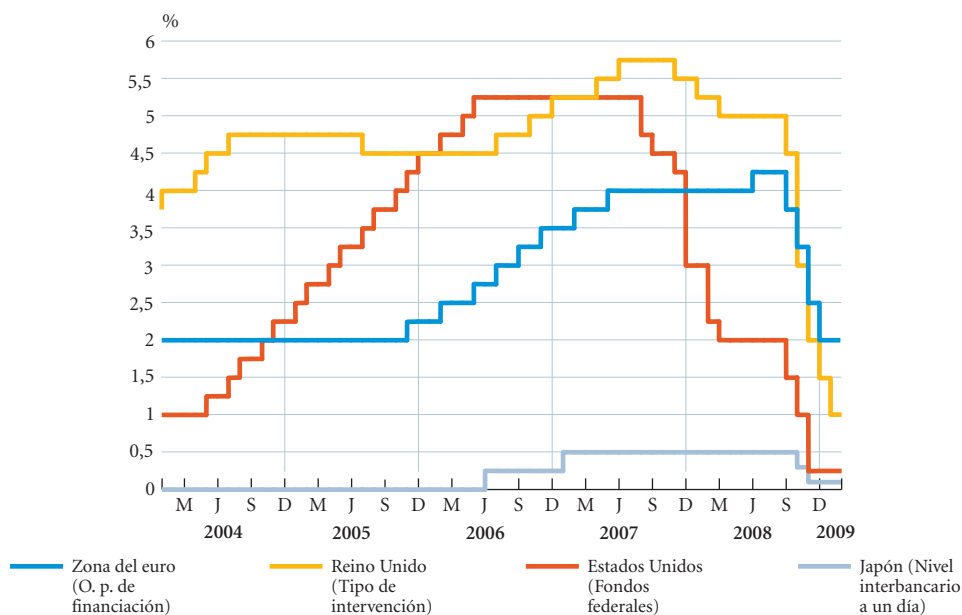
Un médico que trata a un paciente debe alcanzar un diagnóstico tras un análisis exploratorio de los síntomas. Al final, debe proponer una cura teniendo en cuenta las posibles contraindicaciones. Sin embargo, a veces la complejidad de la enfermedad es tal que el médico debe revisar su prescripción. Esto es lo que ha sucedido con la actual crisis iniciada en agosto de 2007. Un conocimiento más profundo de los orígenes y consecuencias de la crisis financiera, y sobre todo la experiencia acerca de la eficacia de los planes que ya se han puesto en marcha para atajarla, han permitido a los gestores de política económica diseñar nuevas soluciones mejor ajustadas.

Así por ejemplo, a principios de febrero, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Geithner, presentó el nuevo Plan de Estabilidad Financiera al Congreso. La estrategia se basa en combinar la fuerza del gobierno federal con la del sector privado para estabilizar el sistema financiero. Este es un objetivo intermedio para alcanzar la meta final, que consiste en reabrir el flujo de crédito para empresas y familias.

Del plan pueden destacarse cuatro pilares básicos. En primer lugar, se crea un fondo mixto (dotado con fondos públicos y privados) para comprar activos de la banca por un importe de medio billón de dólares. En segundo lugar, se realizará un test de solvencia para los bancos, que en el

### EL REINO UNIDO RECORTÓ EL TIPO OFICIAL HASTA EL 1%

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTES: Bancos centrales.

caso de que no lo superen, podrán ser recapitalizados con dinero público. Además, se amplía el programa de la Reserva Federal denominado TALF hasta 1 billón de dólares. Con este programa, la Fed facilita crédito directamente para la compra de titulaciones de préstamos a consumidores y pymes. Finalmente, se lanza un programa para frenar los impagos de hipotecas y posteriores embargos, en el que sobresale la dotación de un fondo de 75.000 millones de dólares para subvencionar la modificación de préstamos.

El plan fue acogido con escepticismo por parte de los mercados financieros, en buena medida debido a la falta de concreción en importantes detalles técnicos, por ejemplo, cómo se realizará la valoración de los activos tóxicos. Pero será su puesta en marcha lo que evidenciará su eficacia para alcanzar el objetivo de estabilizar el sistema financiero de los Estados Unidos.

Por su parte, el Banco de Inglaterra sigue actuando enérgicamente con todo tipo de medidas. Tras su reunión del 5 de febrero, el Comité de Política Monetaria decidió recortar el tipo de interés de referencia 50 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) hasta dejarlo en el 1%. Justificó el movimiento aludiendo a las complejas condiciones en los mercados financieros y la dificultad de las empresas para conseguir financiación. También aprovechó para destacar el empeoramiento de las expectativas de crecimiento en todo el mundo, anticipando para el Reino Unido una fuerte contracción de la actividad económica y de la inflación.

Además, en esta reunión el Banco de Inglaterra tomó una decisión importante. Los miembros del Comité acordaron unánimemente que el gobernador escribiera al Ministro de Economía británico solicitando autorización para que el banco emisor pueda adquirir deuda pública y

otros activos del sector privado, financiando su compra a través de una política de expansión cuantitativa cuyo objetivo es incrementar la liquidez en los mercados financieros.

En cambio, el Banco Central Europeo decidió mantener el tipo de interés oficial en la eurozona en el 2%. Algo que ya estaba descontado por los mercados financieros y que por lo tanto no provocó sorpresas. En la conferencia de prensa posterior al Consejo de Gobierno del 5 de febrero, el presidente Trichet comentó que el BCE podría recortar el tipo de interés oficial en su reunión de marzo. El motivo es el fuerte deterioro de la situación económica en la zona del euro. Además, adelantó que lo más probable sería un recorte de 50 puntos básicos.

De momento el BCE ha sido reacio a bajar el tipo de interés de referencia con la agresividad que han mostrado otros bancos centrales como la Fed, el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón, así como a adoptar las estrategias no convencionales de éstos. Los motivos de este comportamiento han sido apuntados por varios miembros del BCE en sus discursos públicos. Uno en el que han hecho hincapié es la dificultad operativa en el caso de la eurozona de implementar una política de expansión cuantitativa no convencional.

Por ejemplo, en el caso de que el BCE decidiese comprar deuda pública debería decidir de qué país. Y aquí podría utilizar multitud de criterios. Realizar las compras a prorrata dependiendo del volumen emitido por los diferentes países. O según la facilidad para conseguir el objetivo de bajar los tipos de interés de la deuda pública a algún plazo concreto. O incluso para rebajar las curvas de tipos de interés de la deuda pública de los países que están siendo castigados con mayor intensidad en los mercados financieros. En defi-

**El Banco de Inglaterra prosigue con su agresiva política de recortes del tipo de interés oficial.**

**En cambio, el BCE mantiene el 2% pero se espera un recorte en la próxima reunión.**

**Sin embargo, el BCE es reacio a bajar el tipo de interés oficial hasta el 0%, por la complejidad técnica que supone la eurozona.**

**El Banco de Japón decide adquirir renta fija privada y presenta un panorama sombrío para la economía nipona.**

**Los tipos de interés en el mercado interbancario alcanzan o mantienen bajos niveles.**

**La reducción de los tipos de interés del mercado interbancario aumentará la renta de los consumidores y rebajará el coste de financiación de las empresas.**

nitiva, no es trivial decidir los aspectos estratégicos y tácticos de una operación de tal complejidad en una zona integrada por 16 países soberanos. Es decir, la heterogeneidad de la deuda pública de estos países teniendo en cuenta los diferentes riesgos de crédito y de liquidez que presentan, entre otros factores, complica de forma notable la implementación de medidas no convencionales; y explica la cauta posición adoptada, por el momento, por parte de los miembros del BCE.

También el Banco de Japón decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,10%, en su reunión del 19 de febrero. Pero debido al fuerte deterioro de la situación económica decidió ampliar algunas ayudas ya programadas para las instituciones financieras japonesas. Adicionalmente, realizó un anuncio importante con la decisión de adquirir renta fija privada. El banco central comprará hasta 1 billón de yenes (8.333 millones de euros) de bonos corporativos con un *rating* de A o superior. Dichas compras se ejecutarán en el periodo que se inicia el 4 de marzo y hasta el 30 de septiembre. Según el gobernador Shirakawa, la medida se ha tomado para facilitar el acceso al crédito por parte de las empresas. Sin embargo, considera que la economía nipona continuará en una grave situación durante el próximo trimestre, y que las empresas seguirán en un entorno de extrema dificultad para financiar su actividad.

### **Normalización en los mercados interbancarios**

La masiva inyección de liquidez ha permitido a los mercados interbancarios alcanzar o mantener unos bajos niveles de tipos de interés durante el mes de febrero. Por ejemplo, en la eurozona, el tipo de interés euríbor a tres meses cotiza un 1,90%, situándose por tanto por debajo del tipo de interés de referencia del BCE. Esto sig-

nifica que las cotizaciones en el mercado interbancario están incorporando la información del muy probable recorte del tipo de interés oficial por parte del BCE en su próxima reunión de marzo.

Es decir, los bancos están dispuestos a prestarse a un tipo de interés inferior al que les cuesta conseguir liquidez si acuden al BCE debido a sus expectativas de nuevos recortes. También, el euríbor a 12 meses se ha reducido de forma considerable hasta alcanzar, el 20 de febrero, el 2,08%. Esta es una buena noticia por dos motivos. En primer lugar, indica que ya estamos muy lejos de las tensiones vividas en los peores momentos desde el inicio de la crisis financiera. Asimismo todos los préstamos referenciados a este índice, que procedan a su revisión en los próximos meses, se beneficiarán de tipos de interés más bajos. En el caso de las familias con hipoteca aumentará su renta disponible para otros destinos, y en el caso de las empresas supone rebajar el coste de financiación.

Lo mismo ha sucedido en el Reino Unido, motivado por los agresivos recortes del Banco de Inglaterra. En tan sólo cuatro meses el tipo de interés Líbor a 12 meses se ha reducido considerablemente, desde el 6,30% del mes de septiembre, hasta el 2,07% del 20 de febrero. En cambio, tanto en Suiza como en los Estados Unidos se puede hablar de estabilidad en los tipos del mercado interbancario. Es el caso del tipo de interés Líbor a tres meses en dólares, que repuntó siete puntos básicos hasta el 1,25%.

En Japón, el tipo de interés del mercado interbancario a tres meses está anclado desde hace tres meses en el 0,10%. Y con la perspectiva del mantenimiento de la política cuantitativa por parte del Banco de Japón, es probable que los tipos de interés del interbancario japonés permanezcan en un rango estrecho durante los

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

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2008</b>									
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	2,00	2,09	2,27	0,25	1,18	0,10	1,50	2,17	0,70
Febrero (1)	2,00	1,90	2,08	0,25	1,25	0,10	1,00	2,07	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%), 15-01-08 (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: 10-05-07 (5,50%), 5-07-07 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-02-08 (5,25%), 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 04-12-08 (2,0%), 7-01-09 (1,5%), 05-02-09 (1,0%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

próximos meses centrado en los niveles actuales.

En el caso de la deuda pública a largo plazo hay que destacar dos elementos clave. El primero es que durante el mes de febrero se ha retomado la tendencia de reducción de las rentabilidades ofrecidas por la deuda pública, iniciada alrededor de mediados del año pasado e interrumpida durante el mes de enero. El segundo factor clave ha sido el mantenimiento o incluso el aumento del diferencial creado en la eurozona entre Alemania y el resto de países.

Por ejemplo, el 20 de febrero, el diferencial entre la deuda pública a largo plazo

entre España y Alemania era de 1,21 puntos porcentuales mientras que a finales del mes de enero fue de 1,09 puntos. En el caso de Francia, comparando el mismo periodo, el diferencial aumentaba en 1 punto básico hasta alcanzar 0,52 puntos. Por lo tanto, a pesar de que el nivel absoluto de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en los países de la eurozona ha caído, los diferenciales con la deuda alemana se mantienen o incluso aumentan. Es previsible que en los próximos meses se estrechen, ya que los niveles actuales recogen un grado de aversión al riesgo particularmente elevado dadas las incertidumbres del escenario global.

**La deuda pública a largo plazo recupera su senda de reducción de rentabilidad.**

**Ante la incertidumbre, los inversores se refugian en el dólar.**

## El dólar actúa como refugio

Dos son los temas principales a destacar en el mercado de divisas. En primer lugar, durante el mes de febrero el dólar se ha recuperado contra el euro y el yen. En concreto, el dólar se apreció un 1,3% con respecto al euro y un 6,2% contra el yen japonés, durante el último mes. Al euro le ha perjudicado que el mercado descuenta que el BCE volverá a recortar el tipo de interés oficial en los próximos meses. Por otra parte, la elevada incertidumbre sobre la escena económica y financiera global, con los problemas extendiéndose por las distintas regiones, ha sido capitalizada por el dólar que ha actuado como moneda refugio. Ambos factores deberían seguir apoyando al dólar *versus* el euro durante los próximos meses.

Sin embargo, es necesario advertir que uno de los riesgos más importantes para la divisa de los Estados Unidos sería precisamente un fracaso del estímulo fiscal

aplicado para reactivar a la primera economía mundial. Pero éste, de momento, no es el escenario central y por lo tanto las tendencias del mes de febrero deberían mantenerse en las próximas semanas.

La segunda idea clave es la situación de los países del Este de Europa. Las empresas y consumidores de estos países se endeudaron masivamente en divisas extranjeras. Con sus países creciendo fuertemente, con abundante liquidez, y en un contexto de una mínima aversión al riesgo, no tenían dificultades para conseguir financiación. Pero las fuertes convulsiones provocadas por la crisis actual no han dejado incólumes estas economías. La repatriación de inversiones financieras realizadas en esos países, la fuerte desaceleración económica de los mismos y las dificultades de la banca extranjera para renovar los créditos han sido una combinación letal que ha provocado la depreciación de sus divisas.

## 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>								
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	3,30	3,81	4,39	4,71	2,84	1,30	3,70	2,18
Febrero (*)	3,03	3,55	4,24	4,48	2,80	1,28	3,43	2,07

NOTA: (\*) Día 20.

FUENTE: Bloomberg.

## EL DÓLAR SE FORTALECE

Tipo de cambio euro-dólar



FUENTE: Bloomberg.

Por este motivo, las dos agencias de *rating* más importantes han publicado sendos informes donde destacan la posibilidad de que los bancos europeos con mayor exposición en créditos a Europa del Este sufran rebajas en su calificación crediticia. Exposición que no es baladí como pone de manifiesto el informe del Banco de Pagos Internacionales (BPI). Éste, en su informe de junio del año pasado, indicaba que los países más expuestos a través de sus bancos a Europa del Este eran Austria, Suiza, Italia, Alemania y Francia; mientras que Suecia destacaba por su exposición a los países bálticos. Por este motivo varios países, entre ellos Austria, han solicitado la preparación de un plan financiero internacional de ayuda para la región, a fin de prevenir los riesgos sistémicos sobre el conjunto de Europa de un aumento de la morosidad.

En el informe del BPI se recoge que la exposición total de los bancos europeos a Polonia alcanzó la cifra de unos 280.000

millones de dólares. Pero no hay que olvidar los préstamos de más de 200.000 millones de dólares a la República Checa o los más de 150.000 millones con Hungría. Otra cifra de vértigo son los más de 200.000 millones de dólares de créditos que tienen los bancos europeos concedidos a Rusia.

Precisamente la caída del precio del petróleo ha impactado de forma muy negativa en Rusia. Incluso el banco central ruso ha vuelto a defender su divisa para evitar superar los niveles de 36 rublos por dólar. Aunque el banco emisor parece tener reservas suficientes para defender su divisa, las condiciones ya le han obligado a utilizar cantidades muy significativas. Por este motivo incluso barajó la posibilidad de subir el tipo de interés para defender al rublo, si bien no se ha aplicado debido a la fuerte desaceleración económica. Otra alternativa bajo consideración es la imposición de controles administrativos sobre los flujos de capital exteriores.

**Preocupa el comportamiento de las divisas de Europa del Este por la exposición de los bancos europeos.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

23-02-2009

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2008	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	94,6	6,2	4,2	-14,2
Libra esterlina	0,686	-5,6	0,2	25,9
Franco suizo	1,163	0,7	8,1	6,3
Dólar canadiense	1,252	1,7	2,6	20,4
Peso mexicano	14,711	4,6	7,1	26,8
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,281	-1,3	-9,1	-15,8
Yen japonés	121,2	5,0	-4,5	-32,2
Franco suizo	1,489	-0,5	-0,3	-8,5
Libra esterlina	0,878	-7,0	-8,7	14,2
Corona sueca	11,125	4,6	1,6	16,3
Corona danesa	7,450	0,0	0,1	-0,1
Zloty polaco	4,613	4,5	10,1	23,4
Corona checa	28,15	0,8	4,6	11,2
Forint húngaro	295,9	2,4	10,2	11,7

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

FUENTE: Bloomberg.

## EL BANCO CENTRAL RUSO DEFIENDE SU DIVISA

Rublos por dólar



NOTA: Último dato, 23 de febrero.

FUENTE: Bloomberg.



## Prosigue imparable la caída en las bolsas

El panorama económico y las perspectivas para los próximos meses no proporcionan un marco estable para que la renta variable deje de caer. Podría pensarse que en términos generales, y si se tiene en cuenta la caída acumulada desde principios del año 2008, las bolsas están baratas. Por ejemplo, el Dow Jones ha caído desde el 1 de enero de 2008 un 45%, mientras que la mayoría de índices europeos, como el DAX o el CAC-40 o el IBEX 35 presentan recortes que superan el 50%.

El problema son las constantes revisiones a la baja de los beneficios empresariales. Éstas impiden tener una clara visibilidad sobre la capacidad de generar rentabilidad del capital invertido en las empresas. La incertidumbre sobre el impacto de los pla-

nes anticrisis sobre la trayectoria económica mundial se traduce en una profunda inseguridad a la hora de realizar previsiones sobre los beneficios futuros. Además, ante los recortes de dividendos y la necesidad de recapitalizar las empresas, a los inversores no les queda más remedio que seguir reduciendo el peso otorgado a la renta variable en sus carteras de inversión.

Por sectores, el más castigado sigue siendo el financiero. Ni los rumores de nacionalización bancaria en los Estados Unidos, ni el fuerte aumento de morosidad de numerosas entidades ayuda precisamente a estabilizar el precio de las acciones de los bancos. Al contrario, el fuerte aumento de la volatilidad se hace sentir con movimientos brutales de las cotizaciones de algunos de los mayores bancos del mundo. Aunque ningún sector económico se ha salvado de los recor-

**Las revisiones a la baja de beneficios, el recorte de dividendos y la recapitalización de las empresas no favorecen a la renta variable.**

### ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

23-02-2009

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	7.365,7	-8,8	-16,1	-40,5
<i>Standard &amp; Poor's</i>	770,1	-7,4	-14,7	-43,1
<i>Nasdaq</i>	1.441,2	-2,4	-8,6	-37,4
Tokio	7.376,2	-4,8	-16,7	-45,4
Londres	3.912,4	-3,5	-11,8	-33,6
Zona del euro	2.045,7	-4,8	-16,4	-45,3
<i>Francfort</i>	4.066,6	-2,7	-15,5	-40,3
<i>París</i>	2.788,1	-2,1	-13,4	-42,2
<i>Amsterdam</i>	229,1	-2,2	-6,9	-49,3
<i>Milán</i>	15.792,0	-8,6	-18,8	-52,8
<i>Madrid</i>	7.703,7	-5,7	-16,2	-40,8
Zurich	4.863,1	-8,4	-12,1	-34,8
Hong Kong	13.175,1	4,7	-8,4	-43,5
Buenos Aires	1.048,6	-1,7	-2,9	-49,8
São Paulo	38.714,6	1,5	3,1	-40,1

NOTA: (\*) Nueva York: Dow Jones Industrial, 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.

tes en las bolsas, sí se ha observado que las empresas de servicios (electricidad, gas, agua) y las de telecomunicaciones se han comportado algo mejor. En última instancia, los inversores creen que la es-

tabilidad de ingresos y los altos dividendos de las empresas de estos sectores proporcionan un carácter defensivo que es muy bienvenido en medio de las turbulencias actuales.

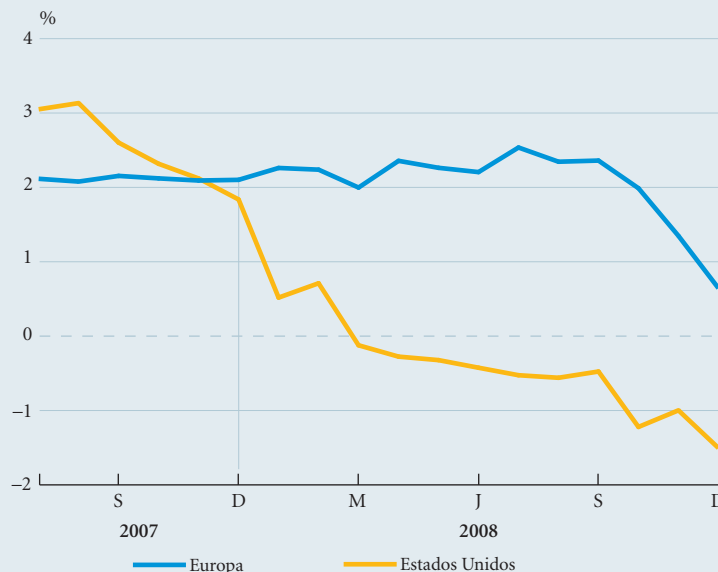
## La Fed y el BCE, dos estrategias y un problema: la deflación

La política monetaria llevada a cabo por los distintos bancos centrales se ha seguido con atención desde que estalló la crisis *subprime*. Hasta entonces, ésta se limitaba a fijar el tipo de interés necesario para mantener la inflación en unos niveles bajos. Sin embargo, las fuertes turbulencias en los mercados financieros han limitado la efectividad de sus actuaciones. Ello ya les ha obligado a llevar a cabo numerosas reformas, especialmente a la Fed.<sup>(1)</sup> Ahora, además, se enfrentan al riesgo de deflación: el mantenimiento de la inflación en tasas negativas durante un periodo prolongado de tiempo. Para evitar este escenario, la Fed y el BCE ya han empezado a tomar una batería de medidas extraordinarias, aunque no exentas de riesgos.

Como muestra el gráfico adjunto, la reacción de las dos autoridades monetarias ha sido bien distinta hasta la fecha. La Fed reaccionó con celeridad desde el inicio de la crisis y bajó los tipos de interés de referencia desde el 5,25% en el que se encontraban en agosto de 2007 hasta el 0,25% en diciembre de 2008. Ello ha hecho que el

### EL BCE REACCIONA MÁS TÍMIDAMENTE QUE LA FED

Tipos de interés reales (\*)



NOTA: (\*) Los tipos de interés reales se han calculado como los tipos de interés de referencia menos la inflación subyacente.  
FUENTES: Thomson Datastream y elaboración propia.

(1) Véase recuadro «Ben S. Bernanke: nuevas medidas para nuevos problemas» publicado en el Informe Mensual de Mayo del 2008 para una explicación más detallada.

tipo de interés real (calculado como el tipo de interés de referencia menos la inflación subyacente) haya sido negativo a pesar de que la inflación subyacente disminuyera. El BCE, en cambio, mantuvo el tipo de interés en el 4%, e incluso lo subió 25 puntos básicos durante el tercer trimestre de 2008, dejando que el tipo de interés real aumentara. No fue hasta octubre de 2008, cuando la desconfianza se disparó, que empezó a bajarlos. La tardía reacción del BCE ha hecho que a día de hoy aún tenga cierto margen de maniobra para estimular la demanda vía reducciones del tipo de interés, mientras que la Fed parece que se haya quedado sin munición.

Sin embargo, los bancos centrales cuentan con una batería de instrumentos alternativos para poder seguir estimulando la economía aún cuando los tipos nominales están cerca de cero. Los más estándares son las políticas de inyección de liquidez, o políticas de expansión cuantitativa del balance: aquellas que aumentan su tamaño a través de un aumento de la base monetaria, sin que aumente el riesgo de crédito. Por ejemplo, cuando el banco central inyecta liquidez comprando títulos de deuda pública a las entidades financieras. En condiciones normales, las entidades utilizarían esta liquidez para expandir el crédito a empresas y familias. Sin embargo, en un entorno de alta aversión al riesgo como el actual pueden preferir mantener su liquidez en el banco central.

Un paso más allá sería la denominada expansión cualitativa del balance. Bajo este concepto encontramos aquellas políticas que afectan el riesgo tomado por el banco central. Por ejemplo, para dotar de mayor liquidez a las entidades financieras, el banco central puede ofrecerles crédito con una garantía de activos de menor calidad que la deuda del gobierno. Por ejemplo, títulos con garantía hipotecaria. Como en el caso anterior, ello implicaría un aumento de la liquidez, aunque el objetivo final es que este dinero sea utilizado para dar crédito a empresas y familias. Si ninguna de estas medidas consigue aumentar la oferta de crédito, el banco central puede comprar directamente deuda de las empresas imprimiendo dinero. Ello aumentaría el dinero en circulación de forma directa.

Como nos muestran los gráficos adjuntos, tanto la Fed como el BCE han llevado a cabo una transformación sustancial de su balance desde agosto de 2007. En el caso de la Fed, los activos gestionados han aumentado un 105%, principalmente debido al aumento del crédito a las entidades financieras. Para ello, desde principios de 2008 fue ampliando el abanico de activos que los bancos podían utilizar como garantía de crédito. Además, al ver que las entidades mantenían el dinero depositado en el banco central, en octubre empezó a comprar directamente deuda comercial. La Fed pues, está llevando a cabo tanto una expansión cuantitativa como cualitativa de su balance. La reacción del Banco Central Europeo ha sido menos agresiva. Su balance ha aumentado el 65% y, dado que ya aceptaba un amplio abanico de activos como garantía de crédito, también ha llevado a cabo una expansión tanto cuantitativa como cualitativa de su balance, aunque no ha llegado, por ahora, a comprar deuda comercial directamente.

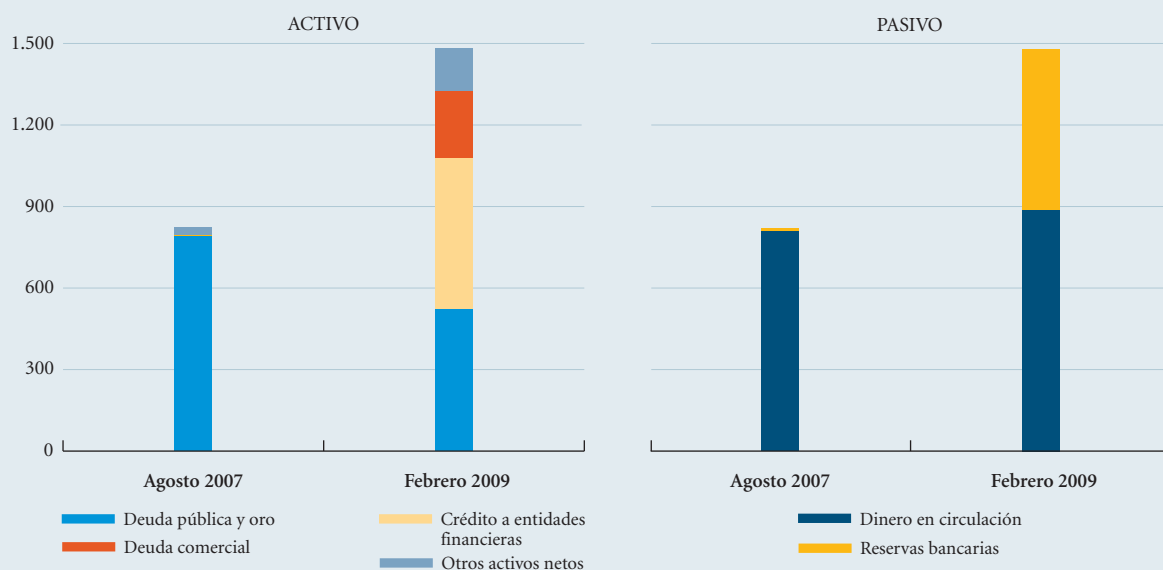
Evaluar la efectividad de estas medidas es difícil, pues no sabemos qué habría pasado si no se hubieran tomado. Pero está claro que de momento no han conseguido reanimar el crédito. Además, esta política no está exenta de riesgos. En primer lugar, porque ha aumentado el riesgo de crédito tomado por los bancos centrales. Además, como apuntó el Banco de Inglaterra en la reunión del consejo de política monetaria de febrero, el fuerte descenso de los tipos de interés reducirá el margen de intermediación de las entidades financieras. Ello podría dañar el ya tocado sistema financiero, lo que haría más difícil la recuperación del crédito. Finalmente, a medio plazo el enorme colchón de liquidez del que disponen las entidades financieras en forma de depósitos en el banco central podría generar tensiones inflacionistas si es utilizado de forma desordenada. Para evitar que ello ocurra, las autoridades monetarias deberán reducir el tamaño de su balance con rapidez cuando llegue la recuperación.

Hasta la fecha, los dos grandes bancos centrales han tomado estrategias distintas para reactivar la economía. La Fed ha optado por reducir drásticamente los tipos de interés y ha expandido su balance. El BCE, de momento,

está analizando con lupa los riesgos que toma, pero si la economía no da signos de recuperación, podría verse forzado a seguir los pasos de su homólogo norteamericano.

### EL BALANCE DE LA FED HA EXPERIMENTADO UNA FUERTE TRANSFORMACIÓN

Miles de millones de dólares



### LA REACCIÓN DEL BCE HA SIDO MENOS AGRESIVA

Miles de millones de euros



FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo y elaboración propia.

*Este recuadro ha sido elaborado por Oriol Aspachs  
Departamento de Economía Europea, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

## Actividad económica

### La economía entra en recesión en 2008

El producto interior bruto (PIB) de la economía española se cifró en 1.095.163 millones de euros en 2008 y registró un crecimiento real anual del 1,2%, 2,5 puntos menos que en el año anterior. La ralentización de la actividad económica, no obstante, fue acentuándose a medida que avanzaba el ejercicio y en los dos últimos trimestres se anotaron tasas de crecimiento intertrimestrales negativas, de un 1,0% en el cuarto trimestre. De este modo, en la segunda mitad del año la economía entró en recesión, poniendo fin a un largo periodo de expansión económica. En el último trimestre de 2008 la tasa de variación interanual del PIB fue negativa por

primera vez desde la anterior recesión de 1993, con una caída del 0,7%. Sin embargo, tanto en el conjunto del año como en el último trimestre, el crecimiento del PIB en España fue superior al de la Unión Europea y al de la eurozona.

La desfavorable evolución de la actividad se explica por una fuerte desaceleración de la demanda interna, que no pudo ser totalmente compensada por la mejora del sector exterior. Como elemento positivo, el desequilibrio con el exterior empezó a corregirse, si bien moderadamente. La productividad repuntó notablemente, pero a costa de la destrucción de empleo.

La fuerte ralentización de la demanda nacional se tradujo en que su aportación al

**El producto interior bruto de la economía española crece el 1,2% en 2008...**

**...pero en los dos últimos trimestres registra tasas de variación intertrimestrales negativas, significando el final de un largo periodo de expansión económica.**

### DESPUÉS DE UNA LARGA FASE EXPANSIVA EMPIEZA UN PERIODO RECESIVO

Tasa de variación interanual del producto interior bruto en términos reales. Trimestres

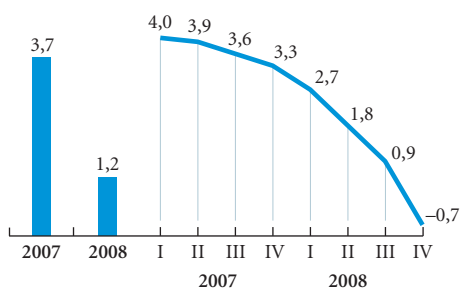


NOTA: Datos corregidos de estacionalidad y calendario.  
FUENTES: INE y elaboración propia.

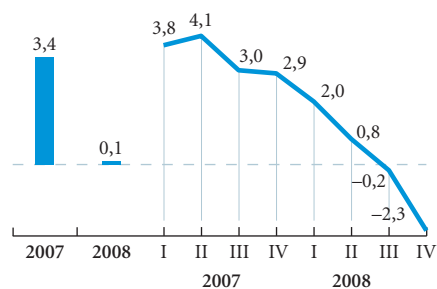
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)

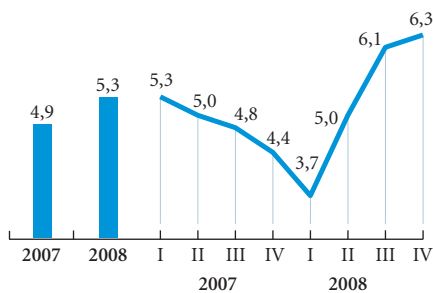
PIB



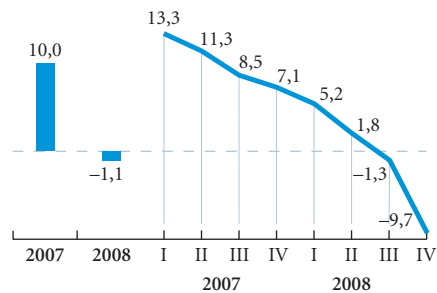
Consumo de los hogares



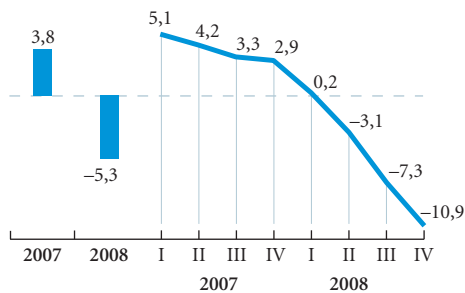
Consumo público



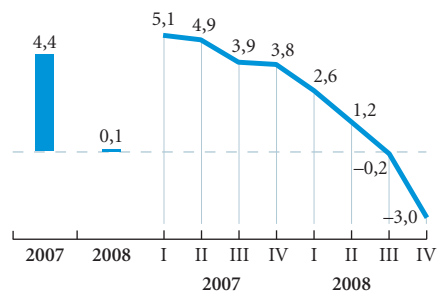
Inversión en bienes de equipo



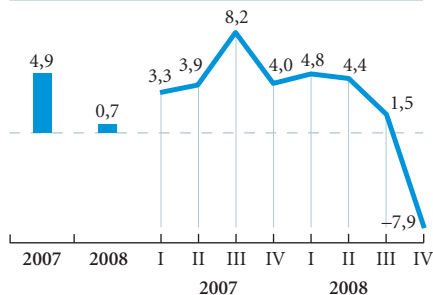
Inversión en construcción



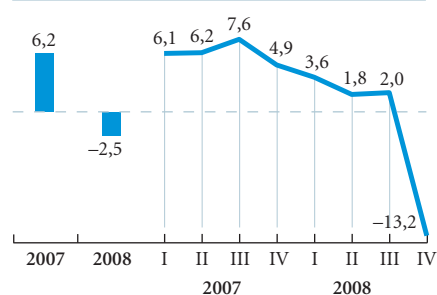
Demanda nacional (\*\*)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(\*\*) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

crecimiento del PIB se redujo en 4,3 puntos hasta un escuálido 0,1%. Esta moderación se debió en parte al consumo de las familias, su principal componente, que anotó un aumento anual del 0,1%, 3,4 puntos menos que en 2007, afectado por la deceleración de la renta disponible al disminuir el empleo. En el último trimestre el consumo de los hogares registró un descenso interanual del 2,3%, la menor tasa desde el segundo trimestre de 1993.

La ralentización del gasto fue mayor en bienes que en servicios. Es destacable una caída del 28,1% de las ventas de automóviles, que se situaron en el nivel de 1998. El retroceso de las ventas continuó en el primer mes de 2009. La debilidad del índice de confianza de los consumidores, que alcanzó un mínimo histórico en diciembre de 2008, presagia una continuación de la contracción del consumo de bienes duraderos. En contrapartida, el consumo público, jugando un papel con-

tracíclico, subió el 5,3% en 2008, 4 décimas más que en 2007, debido a un alza de las remuneraciones de los asalariados de las administraciones públicas.

La demanda interna fue frenada igualmente por la inversión. Ésta cayó el 3,0% en 2008, después de haber aumentado el 5,3% en el año precedente, afectada por la flojedad de la demanda interior y exterior y la ralentización de los beneficios empresariales. El gasto en bienes de equipo bajó el 1,1% en el conjunto del ejercicio, pero en el cuarto trimestre el descenso interanual alcanzaba el 9,7%. La utilización de la capacidad productiva continuó bajando en el primer trimestre de 2009, marcando la cota mínima desde 1994, lo que hace pensar que continuará la contracción de la inversión en 2009.

Todavía mayor fue el descenso en la construcción, del 5,3% en el año y del 10,9% en el último trimestre, marcando la ma-

**Fuerte desaceleración de la demanda nacional.**

**Las ventas de automóviles caen el 28% en 2008 y se colocan en el nivel de 1998.**

**El gasto de inversión en bienes de equipo baja el 9,7% en el cuarto trimestre de 2008 en relación con un año antes.**

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008				2009	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Consumo</b>								
Producción de bienes de consumo (*)	1,2	-5,3	-0,8	-5,6	-5,5	-9,5	...	...
Importación de bienes de consumo (**)	5,1	-7,7	-1,2	-6,9	-4,1	-17,2	...	...
Matriculaciones de automóviles	-1,2	-28,1	-15,3	-19,6	-32,5	-46,6	-41,6	...
Crédito al consumo de bienes duraderos	10,0	6,4	8,8	7,1	3,4	...	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-13,3	-33,6	-20,0	-31,3	-38,3	-44,7	-44,0	-48,0
<b>Inversión</b>								
Producción de bienes de equipo (*)	5,9	-5,6	2,0	-3,1	-3,8	-16,9	...	...
Importación de bienes de equipo (**)	9,8	-19,6	-16,0	-16,4	-15,9	-28,8	...	...
Matriculación de vehículos industriales	0,3	-43,6	-29,5	-34,1	-50,1	-61,3	-53,5	...
<b>Comercio exterior (**)</b>								
Importaciones no energéticas	7,3	-4,9	4,3	0,2	-4,1	-19,0	...	...
Exportaciones	4,2	1,9	2,2	6,6	7,8	-8,4	...	...

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

(\*\*) En volumen.

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

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



**La inversión en construcción anota la mayor caída interanual de las últimas décadas en el cuarto trimestre de 2008.**

por caída de las últimas décadas y superando la máxima caída interanual del 8,2% de la anterior recesión en el segundo trimestre de 1993. Ello se debió principalmente a una fuerte caída de la inversión en viviendas, del 10,9% en 2008 y del 19,6% en el último trimestre de 2008, que respondió a la crisis del mercado inmobiliario, con caídas de precios y una bajada de las transacciones de viviendas del 28,6%. Las otras construcciones, aunque se desaceleraron notablemente, crecieron el 0,9% en el conjunto del año. El resto de la inversión (en *software* informático, prospecciones mineras y petroleras, etc.) atenuó su ritmo de crecimiento hasta el 1,9%, pero en el cuarto trimestre presentaba una contracción interanual del 3,7%.

**El sector exterior contribuye en un punto al crecimiento del PIB, frente a una detracción de 0,8 puntos en 2007.**

El sector exterior contribuyó con un punto al crecimiento del PIB en 2008 frente a una detracción de 8 décimas en el año anterior. Esta evolución se debió a que las importaciones de bienes y servicios se desaceleraron mucho más que las exportaciones, hasta el punto de que bajaron el 2,5%. De esta manera, la necesidad de financiación exterior, que había registrado una cota máxima del 9,7% del PIB en 2007, disminuyó en 6 décimas hasta el 9,1% en 2008.

Desde el punto de vista de la oferta, se constata que la contracción de la construcción repercutió en la progresiva desaceleración de los otros sectores, si bien las ramas energéticas y los servicios públicos anotaron un crecimiento superior al de 2007. Las ramas agraria y pesquera bajaron el 0,6% en 2008 después de haber aumentado el 3,0% en el año precedente.

**La productividad sube el 1,8%, pero a costa de la destrucción de empleo.**

El sector industrial experimentó un descenso anual del 2,7% de su valor añadido. La producción industrial bajó el 6,8% en el transcurso del ejercicio, destacando el descenso interanual del 14,6% de los

bienes de consumo duradero. En diciembre las entradas de pedidos en la industria bajaron el 25,1% en relación con el mismo mes del año anterior, lo que indica unas perspectivas de debilidad del sector en los próximos meses.

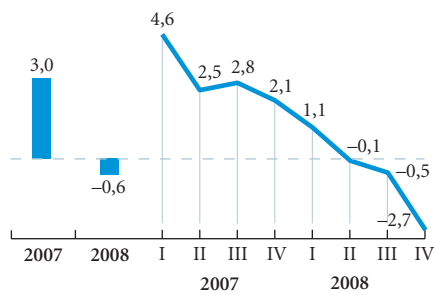
El crecimiento de los servicios privados se ralentizó notablemente hasta el 2,6%, pero en el cuarto trimestre el ritmo de su expansión se había reducido hasta el 0,7% anual. Los subsectores de las tecnologías de la información y las comunicaciones fueron los que mostraron un mayor vigor. Por el contrario, el comercio de vehículos y carburantes y el comercio al por mayor fueron los que más aminoraron su actividad. El turismo tampoco se libró de la crisis, habiéndose registrado una baja del 2,6% de la llegada de turistas extranjeros y un descenso del 1,2% de las pernoctaciones en establecimientos hoteleros.

El número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo disminuyó el 0,6% en 2008, el primer descenso anual desde 1994. De este modo, la productividad aparente del factor trabajo subió el 1,8%, un punto más que en el año anterior. Por sectores, el mayor aumento de la productividad ocurrió en la construcción, en que avanzó el 8,3%, después de haber registrado caídas en los años anteriores. No obstante, este incremento de la productividad se produjo a costa de un descenso del empleo del 10,7%. En el sector primario la productividad subió el 4,3%, medio punto menos que en 2007. En los servicios de mercado la productividad se elevó el 0,6%, un poco más que en el año anterior. En cambio, en las ramas industriales la productividad bajó el 1,5%. De esta forma, y dado que la remuneración de los asalariados se incrementó el 4,6%, los costes laborales por unidad de producto ascendieron el 3,4%, 5 décimas más que en 2007.

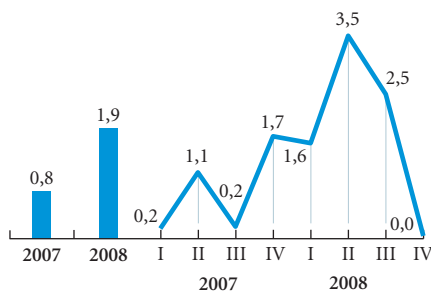
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (\*)

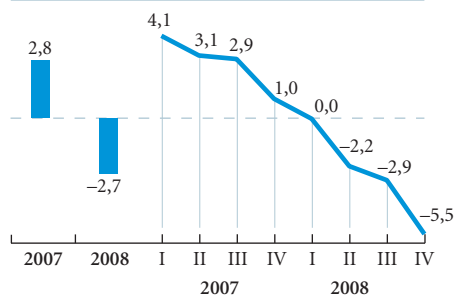
### Agricultura



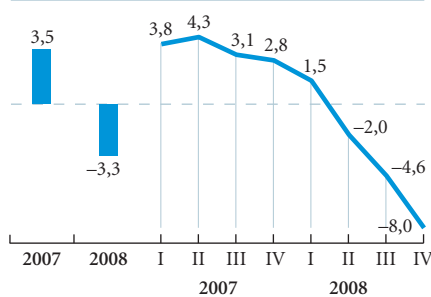
### Energía



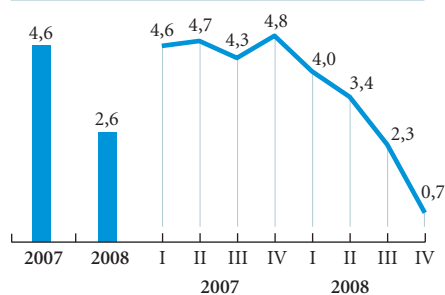
### Industria



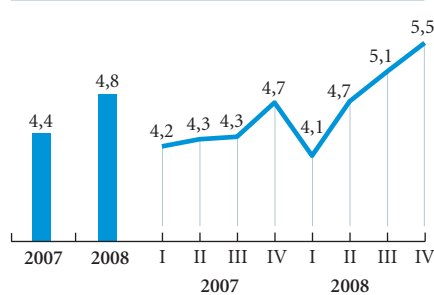
### Construcción



### Servicios de mercado



### Servicios de no mercado



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

La dureza de la crisis económica también se tradujo en un fuerte aumento de la morosidad al debilitarse las ventas y endurecerse las condiciones de financiación. Así, el número de efectos de comercio impagados ascendió el 32,3% en 2008 con relación al año anterior. El porcentaje de éstos sobre vencidos casi aumentó 2 puntos en el transcurso del ejercicio hasta colocarse en el 5,7% en diciembre. Asimismo, el número de deudores concursados

casi se triplicó en 2008 respecto a 2007. Por otro lado, el número de sociedades mercantiles creadas disminuyó el 27,8% en relación con el año anterior.

En cuanto a las perspectivas económicas, el deterioro de la situación global, afectada por la crisis financiera internacional, nos lleva a una previsión de una caída del PIB superior al 2% en 2009. Esto se deriva de una fuerte desaceleración de la de-

**El número de deudores concursados casi se triplica en 2008 respecto al año anterior.**

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008				2009	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	4,5	0,7	2,9	2,1	1,6	-3,5	-5,6	...
Índice de producción industrial (2)	1,9	-6,8	-0,5	-5,1	-6,1	-15,8	...	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-0,3	-18,0	-7,0	-13,7	-18,7	-32,7	-33,0	-37,0
Utilización capacidad productiva (4)	81,3	79,5	81,3	80,3	79,3	76,9	-	72,8
Importación bienes interm. no energ. (5)	8,0	-0,7	11,4	6,9	-2,1	-18,2	...	...
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	0,2	-23,6	-13,3	-19,6	-25,2	-37,5	-51,9	...
Indicador de confianza en la construcción (3)	9,3	-22,6	-14,7	-17,3	-23,7	-34,7	-38,0	-35,0
Viviendas (visados obra nueva)	-24,7	-59,4	-59,8	-56,0	-62,4	-60,2	...	...
Licitación oficial	-15,0	4,1	27,7	-29,9	6,4	16,9	...	...
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista (6)	2,4	-5,8	-3,6	-5,6	-6,4	-7,3	...	...
Turistas extranjeros	1,3	-2,6	5,3	0,9	-5,3	-9,5	-10,1	...
Ingresos turismo	3,6	-0,7	5,2	1,0	-0,3	-8,2	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,7	-7,7	-2,7	0,2	-5,2	-23,0	...	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,0	-3,1	7,9	-0,7	-4,9	-12,7	-17,1	...
Consumo de gasóleo automoción	4,9	-3,8	-0,9	-2,8	-3,7	-9,6	...	...

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.

**Perspectivas de una profundización de la recesión en los próximos meses, pero de mejora a partir de la segunda mitad de 2009.**

manda nacional, con importantes descensos de la inversión, tanto en construcción como en bienes de equipo. El consumo de los hogares también continuará contrayéndose, si bien en mucha menor medida que la inversión. En contrapartida, aumentará la contribución del sector ex-

terior al crecimiento del PIB hasta unos dos puntos. Aunque en los próximos meses prevemos una profundización de la recesión, a partir de la segunda mitad del ejercicio esperamos un proceso de recuperación.

## Mercado de trabajo

### Caída brusca del empleo y fuerte crecimiento del paro

Los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) del Instituto Nacional de Estadística, referidos al cuarto trimestre de 2008, muestran la pésima coyuntura que atraviesa el mercado de trabajo. En el conjunto del año 2008, se destruyeron 620.100 empleos, situando la cifra total de ocupados en 19.856.700. La caída de la ocupación fue especialmente marcada en el cuarto trimestre con un descenso de 489.700 personas en relación con el trimestre anterior. Este retroceso marca un máximo histórico desde que se dispone de estadísticas. Además, cabe esperar que el ritmo de destrucción del empleo observado en los últimos meses continúe. La cifra de enero de los afiliados en alta a la Seguridad Social a fin de mes así lo in-

dica. Efectivamente, en el primer mes de 2009 estos trabajadores disminuyeron en 349.569, la mayor caída desde que se recogen estos datos, hasta 18.182.740, lo que supone un descenso interanual del 5,1%. Asimismo, en el mes de enero el número de contratos realizados a través del servicio público de empleo bajó un 28,8% en relación con el mismo mes del año anterior. El mayor descenso se produjo en los contratos indefinidos, que anotaron una caída de 39,4%.

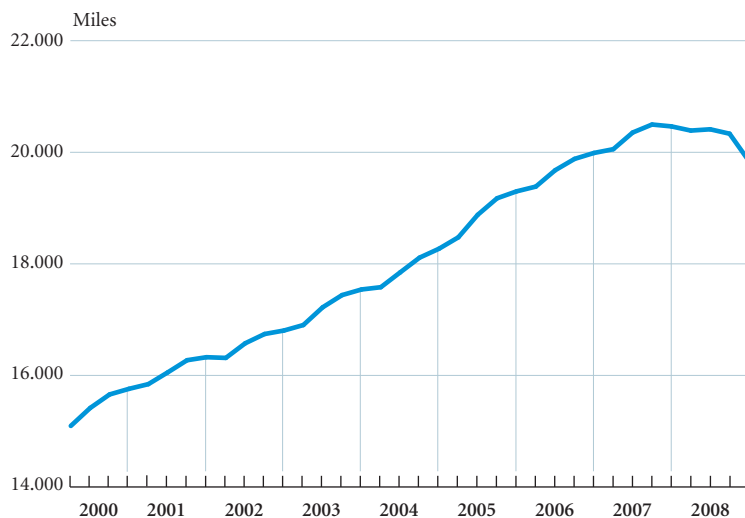
Las cifras de la contabilidad nacional señalan la misma tónica de destrucción de empleo. De esta forma, en 2008, los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo descendieron un 0,6%, cifra que contrasta con el crecimiento del 2,9% anotado en 2007. Asimismo, los datos muestran que la pérdida de empleo fue

**En 2008 se pierden 620.100 empleos según la EPA.**

**Los indicadores de empleo de enero confirman que el retroceso continúa.**

### FUERTE CAÍDA EN EL NÚMERO DE OCUPADOS

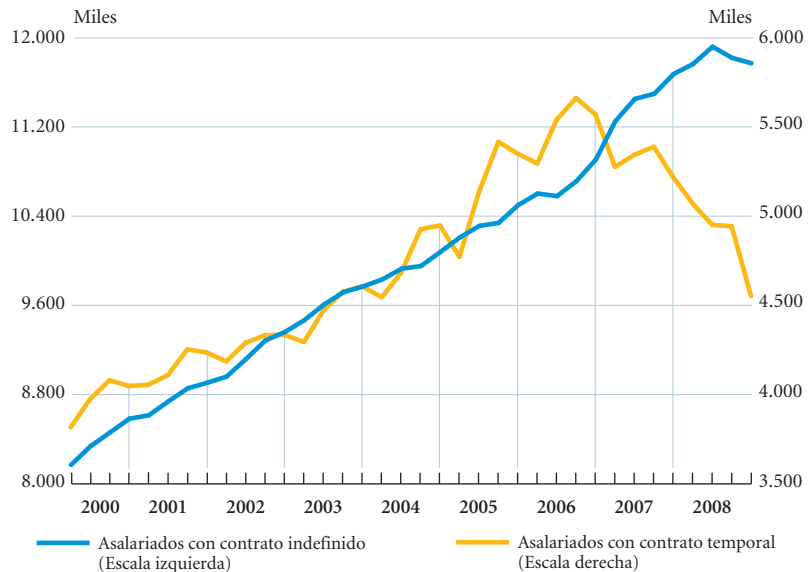
Ocupados estimados por la encuesta de la población activa



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## LOS ASALARIADOS CON CONTRATO TEMPORAL SUFREN EL PRIMER AJUSTE

Asalariados estimados por la encuesta de la población activa



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### En 2008 la destrucción de empleo se concentra en el sector de la construcción y en los más jóvenes.

más intensa en el último trimestre, que anotó una caída interanual del 3,1%. Por sectores, las cifras muestran que la construcción registró el mayor desplome, con un decrecimiento del 21,0% en relación con el cuarto trimestre del año anterior.

Volviendo a la EPA, los datos confirman que la destrucción de la ocupación en 2008 se cebó en la construcción, con una caída interanual en el último trimestre de 2008 del 20,7%. A pesar de que en el año 2008 se creó empleo en el sector de servicios, los datos muestran que en el último trimestre se empezaron a destruir también puestos de trabajo en este sector.

Por otra parte, cabe destacar que la destrucción de la ocupación en España está siendo mayor que en otros países de la zona euro que viven una coyuntura de recesión similar e incluso más intensa. El peor comportamiento del mercado laboral en España se explica en parte por el mayor peso que tiene el sector de la cons-

trucción y por el mayor volumen de contratos temporales. Así, los datos de la EPA muestran que el grupo que experimentó un mayor descenso en el 2008 fue el de los asalariados con contrato temporal, que anotaron un decrecimiento del 12,7% interanual. Por el contrario, en el conjunto del año, la cifra total de asalariados con contrato indefinido creció un modesto 0,8%. No obstante, la destrucción de empleo empieza también a afectar a los trabajadores con contrato indefinido ya que este grupo experimentó un descenso en el cuarto trimestre de 2008.

Por edades, las diferencias fueron significativas, ya que la destrucción del empleo se centró en los menores de 30 años. En efecto, la pérdida de puestos de trabajo fue relativamente pequeña para los adultos e incluso se generó empleo en el grupo de edad de más de 45 años.

Asimismo, cabe destacar las diferencias por sexo ya que mientras que los varones

experimentaron en el último trimestre de 2008 un descenso interanual de la ocupación del 5,5%, el empleo de las féminas creció, aunque de forma muy moderada, un 0,4%. Por otra parte, la ocupación cayó en mayor medida entre los nacionales, un 3,7%, que entre la población extranjera, cuyo número de ocupados se mantuvo ligeramente por debajo del nivel alcanzado el año anterior. A finales del 2008, los empleados extranjeros suponían el 14,5% de la ocupación total. No obstante, en el último trimestre de 2008 el

empleo disminuyó por primera vez entre la población inmigrante.

Todas las comunidades autónomas, a excepción de Asturias, registraron pérdidas de empleo en 2008. En el cuarto trimestre, las mayores caídas tuvieron lugar en Andalucía, Canarias y Cataluña, con una tasa de decrecimiento interanual superior al 4%. Por otro lado, las menores tasas de destrucción de ocupación las anotaron Baleares, Galicia y las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla.

**El empleo disminuye por primera vez entre la población inmigrante en el último trimestre de 2008.**

## EMPLEO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2008

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	863,4	14,4	1,7	-42,4	-4,7	4,3
No agrarios	18.993,3	-504,1	-2,6	-577,8	-3,0	95,7
<i>Industria</i>	3.059,6	-168,1	-5,2	-219,5	-6,7	15,4
<i>Construcción</i>	2.135,0	-228,3	-9,7	-558,5	-20,7	10,8
<i>Servicios</i>	13.798,7	-107,7	-0,8	200,2	1,5	69,5
<b>Por empleadores</b>						
Sector privado	16.827,2	-529,0	-3,0	-736,4	-4,2	84,7
Sector público	3.029,5	39,4	1,3	116,2	4,0	15,3
<b>Por situación profesional</b>						
Asalariados	16.308,2	-437,9	-2,6	-568,4	-3,4	82,1
<i>Contrato indefinido</i>	11.753,9	-47,5	-0,4	95,7	0,8	59,2
<i>Contrato temporal</i>	4.554,3	-390,4	-7,9	-664,1	-12,7	22,9
No asalariados	3.535,0	-49,9	-1,4	-58,2	-1,6	17,8
<i>Empresarios empleadores</i>	1.165,3	-16,2	-1,4	29,0	2,6	5,9
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.172,7	-10,5	-0,5	-81,9	-3,6	10,9
<i>Ayudas familiares</i>	197,0	-23,2	-10,5	-5,3	-2,6	1,0
Otros	13,6	-1,7	-11,1	6,5	91,5	0,1
<b>Por tiempo de ocupación</b>						
A tiempo completo	17.377,8	-644,7	-3,6	-716,0	-4,0	87,5
A tiempo parcial	2.479,0	155,1	6,7	95,9	4,0	12,5
<b>Por sexos</b>						
Varones	11.340,6	-418,3	-3,6	-656,5	-5,5	57,1
Mujeres	8.516,2	-71,2	-0,8	36,4	0,4	42,9
<b>TOTAL</b>	<b>19.856,7</b>	<b>-489,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-620,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Cuarto trimestre 2008

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	3.905	160	4,3	3.054	-167	-5,2	850	326	62,2	21,8
Aragón	665	15	2,3	601	-15	-2,5	64	31	92,1	9,6
Asturias	492	15	3,2	443	5	1,2	49	10	26,4	9,9
Baleares	564	20	3,7	495	0	-0,1	70	21	41,8	12,3
Canarias	1.056	31	3,1	832	-80	-8,7	224	111	98,2	21,2
Cantabria	282	5	1,8	256	-7	-2,7	25	12	96,1	8,9
Castilla y León	1.186	24	2,1	1.053	-28	-2,6	133	52	63,7	11,2
Castilla-La Mancha	966	40	4,3	822	-30	-3,5	144	70	95,5	14,9
Cataluña	3.855	56	1,5	3.399	-148	-4,2	456	204	81,0	11,8
Comunidad Valenciana	2.570	97	3,9	2.188	-61	-2,7	382	159	71,0	14,9
Extremadura	483	2	0,5	397	-14	-3,4	87	16	23,1	18,0
Galicia	1.324	32	2,4	1.195	-1	-0,1	129	33	33,7	9,7
Madrid	3.402	119	3,6	3.057	-17	-0,5	345	136	64,9	10,1
Murcia	725	32	4,6	613	-23	-3,6	113	55	96,5	15,5
Navarra	309	6	1,8	284	-7	-2,3	25	12	93,1	8,1
País Vasco	1.064	5	0,4	975	-23	-2,3	89	28	46,0	8,3
La Rioja	160	2	1,5	145	-4	-2,9	16	7	75,3	9,7
Ceuta y Melilla	58	-1	-2,3	49	0	-0,2	10	-1	-11,9	16,5
<b>TOTAL</b>	<b>23.065</b>	<b>660</b>	<b>2,9</b>	<b>19.857</b>	<b>-620</b>	<b>-3,0</b>	<b>3.208</b>	<b>1.281</b>	<b>66,4</b>	<b>13,9</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

### En 2008 la población activa continúa creciendo...

A pesar de la desaceleración económica, que a menudo desincentiva la búsqueda activa de empleo entre la población en edad de trabajar, la población activa continuó la tónica de crecimiento de los últimos años, aunque de forma más moderada. Así, la población activa aumentó el 2,9% hasta 23,1 millones de personas a final de 2008, y situó la tasa de actividad en el 60,1%. Por sexos, el número de mujeres activas aumentó en el cuarto trimestre de 2008 y superó por primera vez los 10 millones, logrando alcanzar así una tasa de actividad femenina del 51,4%. Por el contrario, el número de activos varones descendió el pasado trimestre e hizo caer la tasa de actividad masculina seis décimas hasta el 69,2%. Por otra parte, la tasa de actividad de la población extranjera su-

bió casi un punto en el último trimestre de 2008, y situó la tasa en el 77,3%. La estructura por edad de los extranjeros explica, en gran medida, la diferencia entre su tasa de actividad y la tasa de la población española.

A consecuencia de la destrucción del empleo y del aumento de la población activa, se produjo en el año 2008 una subida masiva del paro de casi 1,3 millones de personas, un incremento del 66,4% interanual. Así, la tasa de paro aumentó 5,3 puntos porcentuales, alcanzando el 13,9% de la población activa, la mayor tasa desde el año 2000. La tasa de paro de la población española se situó en el 12,5% y la de los extranjeros, en el 21,3%.

...y el paro aumenta en casi 1,3 millones, situando la tasa de desempleo en el 13,9%.



## PARO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2008

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
<b>Por sexos</b>							
Hombres	1.688,8	335,2	24,8	809,6	92,1	52,6	13,0
Mujeres	1.519,0	273,8	22,0	470,7	44,9	47,4	15,1
<b>Por edades</b>							
Menores de 25 años	684,9	71,9	11,7	237,2	53,0	21,4	29,2
Resto	2.523,0	537,2	27,1	1.043,2	70,5	78,7	12,2
<b>Por situación personal</b>							
Paro de larga duración	789,1	179,6	29,5	273,3	53,0	24,6	–
Buscan primer empleo	249,3	–8,0	–3,1	63,7	34,3	7,8	–
Resto	2.169,4	437,4	25,3	943,3	76,9	67,6	–
<b>TOTAL</b>	<b>3.207,8</b>	<b>609,0</b>	<b>23,4</b>	<b>1.280,3</b>	<b>66,4</b>	<b>100,0</b>	<b>13,9</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

### El aumento del paro registrado en enero se acentúa

El número de desempleados inscritos en los servicios públicos de empleo se elevó en 198.838 personas en el primer mes de 2009, la mayor subida de la década, hasta 3.327.801. Esta cifra representa un ascenso anual del 47,1%, con lo que prosigue el crecimiento acelerado del paro registrado.

El desempleo creció en todos los sectores en el último trimestre de 2008. Mientras

que la subida del paro en el pasado año se centró en el sector de la construcción, los datos del primer mes del año 2009 muestran que la tendencia al alza del paro alcanza ahora al sector de la industria y los servicios. Por otra parte, en el mes de enero, la tasa de crecimiento del desempleo de las féminas fue del 6,6% con respecto al mes anterior, y superó la de los varones, que se situó en el 6,1%. Este dato rompe la tendencia de los últimos meses en los que el aumento del paro de los hombres superaba al de las mujeres.

**En enero, el paro registrado sigue subiendo.**

**El aumento del paro registrado llega al sector de servicios.**

## Precios

**El IPC registra el mayor descenso mensual en un mes de enero y sitúa su variación interanual en el 0,8%.**

**La contracción del consumo incide en una moderación de los precios de todos los grupos especiales.**

### El IPC anota la tasa más baja de los últimos cuarenta años

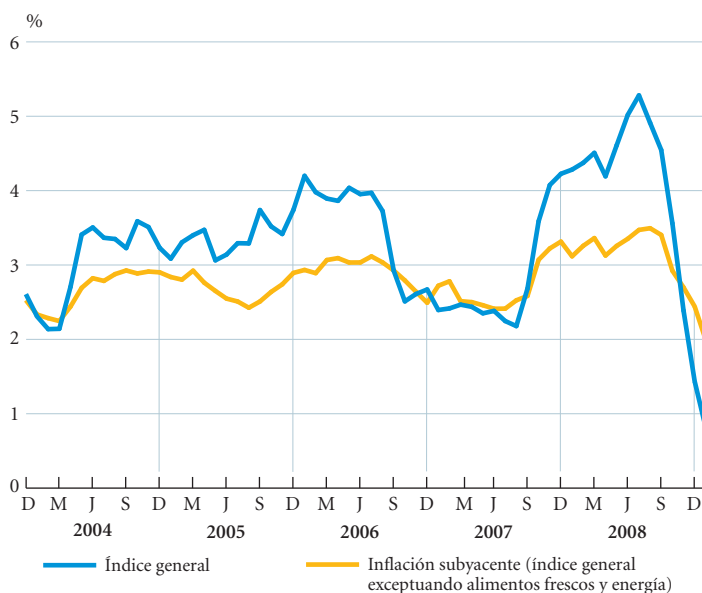
El movimiento bajista de la inflación continuó en enero de 2009, cuando el índice general de los precios de consumo (IPC) bajó 1,2 puntos respecto a diciembre, registrando el mayor descenso mensual en un mes de enero de la serie histórica. De esta forma, la tasa de variación interanual del IPC disminuyó en 6 décimas hasta el 0,8%, la menor cota desde junio de 1969. Es remarcable la brusca caída de la inflación en los últimos meses desde el 5,3% de julio de 2008 debida sobre todo al desplome de los precios del petróleo y las materias primas alimenta-

rias. No obstante, en los dos últimos meses la moderación de la inflación, mayor de lo esperado, se debió también al efecto de la contracción del consumo y posiblemente a la transmisión de la reducción del precio de los carburantes a otros productos y servicios.

En enero, es destacable que todos los grupos especiales componentes del IPC redujeron sus tasas de variación interanual sin excepción, lo que ilustra las presiones desinflacionistas. Atendiendo a otra descomposición, por grupos de consumo, sólo las bebidas alcohólicas y tabaco registraron un alza de su tasa de variación anual debido al tabaco. De esta manera, el

### BRUSCA CAÍDA DE LA TASA DE INFLACIÓN

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2008			2009		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2007	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2008	% variación anual
Enero	-0,6	-0,6	4,3	-1,2	-1,2	0,8
Febrero	0,2	-0,5	4,4			
Marzo	0,9	0,4	4,5			
Abril	1,1	1,5	4,2			
Mayo	0,7	2,2	4,6			
Junio	0,6	2,8	5,0			
Julio	-0,5	2,3	5,3			
Agosto	-0,2	2,1	4,9			
Septiembre	0,0	2,0	4,5			
Octubre	0,3	2,4	3,6			
Noviembre	-0,4	2,0	2,4			
Diciembre	-0,5	1,4	1,4			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye los alimentos no elaborados y a los productos energéticos, se redujo en 4,5 décimas hasta el 2,0%, el nivel más bajo desde 1997.

La principal contribución al descenso de la tasa de variación anual en enero fue debida a los productos energéticos, con una aportación de más de 2 décimas, gracias principalmente al gas y a los carburantes. Mucho más modesto fue el impacto negativo de los alimentos sin elaborar.

Más significativa fue la caída de los alimentos elaborados. Cabe señalar la reversión de la extraordinaria alza que había afectado a los cereales y productos ganaderos, tras el récord de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales.

Otro rasgo distintivo de la evolución de los precios en enero fue la mayor intensidad de las rebajas de invierno como táctica comercial para estimular el consumo. Así, los precios del vestido y calzado descendieron el 1,7% con relación al mismo

mes de 2008, la primera bajada interanual desde enero de 1978.

Por su parte, algunos servicios, afectados por la flojedad de la demanda, también registraron moderaciones de sus precios. Así, los hoteles, cafés y restaurantes contribuyeron con media décima al descenso interanual de la inflación, y en mucha menor medida las comunicaciones.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea también anotó un incremento anual del 0,8%. De este modo, el diferencial con el área del euro fue negativo de 0,3 puntos porcentuales, el menor desde 2001. Cabe apuntar que el estrechamiento de este diferencial ha estado influido por un mayor peso de los carburantes y lubricantes y de los alimentos en el índice español.

La tendencia bajista de la inflación probablemente seguirá hasta el verano, y podrán llegar a registrarse transitoriamente tasas de variación anual negativas a causa del máximo histórico del precio del petróleo de julio de 2008.

**La inflación subyacente baja hasta el 2,0%, la cota más baja desde 1997.**

**El diferencial de inflación con la eurozona es negativo de 0,3 puntos porcentuales.**

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Enero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación anual	
		2008	2009	2008	2009
<b>Por clases de gasto</b>					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,7	0,5	0,0	7,0	1,9
Bebidas alcohólicas y tabaco	114,1	2,1	2,1	3,1	4,0
Vestido y calzado	93,8	-11,9	-13,8	0,9	-1,7
Vivienda	112,2	1,7	0,5	5,3	4,6
Menaje	105,9	-0,2	-0,7	2,5	2,1
Medicina	99,0	0,4	0,2	-1,9	0,1
Transporte	98,9	0,1	-0,6	7,3	-6,2
Comunicaciones	99,8	0,4	0,1	0,7	-0,5
Ocio y cultura	98,3	-1,4	-1,4	-0,4	0,3
Enseñanza	111,6	0,1	0,1	3,9	3,9
Hoteles, cafés y restaurantes	110,7	0,7	0,2	4,8	3,5
Otros	108,6	0,9	0,9	2,4	3,5
<b>Agrupaciones</b>					
Alimentos con elaboración	111,4	0,7	0,2	7,0	2,5
Alimentos sin elaboración	110,5	0,6	0,3	5,5	1,3
Conjunto no alimentario	104,0	-1,0	-1,6	3,6	0,5
Bienes industriales	98,9	-2,5	-3,5	3,4	-2,5
<i>Productos energéticos</i>	98,9	1,4	-0,8	13,4	-9,3
<i>Carburantes y combustibles</i>	92,7	0,9	-2,3	16,9	-15,6
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,6	-3,8	-4,4	0,1	-0,3
Servicios	109,4	0,5	0,3	3,7	3,6
Inflación subyacente (**)	105,9	-1,0	-1,4	3,1	2,0
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>105,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>4,3</b>	<b>0,8</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### Fuerte caída de los precios agrarios en origen en los últimos meses de 2008.

### La inflación de los precios mayoristas, negativa

Todas las tasas de variación anual de los precios mayoristas se situaron en terreno negativo al final de 2008 reflejando la fuerte caída interanual de los precios de las materias primas, especialmente las energéticas. Así, el índice general de los

precios industriales bajó el 0,2% en relación con diciembre de 2007, el mayor descenso de los últimos siete años. Los precios de importación también bajaron el 3,8% con relación al final de 2007. Mayor fue la caída de los precios percibidos por los agricultores, del 9,7% anual, debido al desplome de los productos ganaderos, como la leche, y de los agrícolas.

## INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

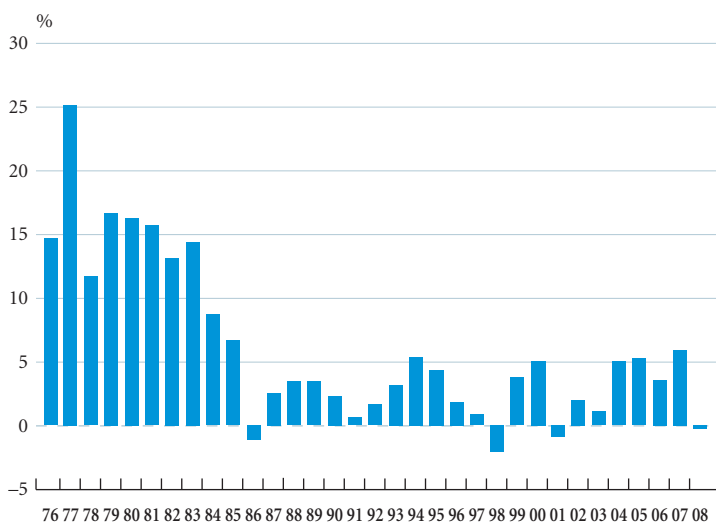
	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)		
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios	
<b>2007</b>												
Diciembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	4,9	1,1	-0,1	0,7	-	
<b>2008</b>												
Enero	11,1	6,6	5,4	2,7	5,9	13,3	6,7	1,1	0,4	1,8	-	
Febrero	7,3	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	6,8	1,4	0,3	1,8	3,2	
Marzo	10,5	6,9	5,5	2,3	6,3	14,6	6,8	0,7	-0,2	2,1	-	
Abril	8,5	7,2	5,3	2,3	6,0	16,5	6,8	0,6	-0,2	2,2	-	
Mayo	15,2	7,9	5,3	2,0	5,9	21,2	9,1	0,7	-0,1	3,0	3,1	
Junio	8,6	9,0	5,4	2,1	6,3	25,5	10,3	1,1	-0,3	3,4	-	
Julio	14,1	10,3	5,2	2,2	7,3	30,3	10,6	0,5	-0,1	4,7	-	
Agosto	6,9	9,2	4,9	2,2	7,4	25,5	9,6	1,3	0,3	5,8	3,4	
Septiembre	-2,3	8,1	4,2	2,1	7,1	21,6	8,6	1,8	0,6	6,5	-	
Octubre	-8,2	5,9	2,9	2,1	5,0	15,2	5,2	3,1	1,4	5,3	-	
Noviembre	-11,4	2,5	2,1	2,0	2,9	2,9	0,8	4,2	1,9	4,6	2,5	
Diciembre	-9,7	-0,2	1,6	2,0	1,1	-7,0	-3,8	2,4	1,6	1,7	-	

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

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

## PRECIOS INDUSTRIALES: LA MAYOR BAJADA DESDE 2001

Variación anual en diciembre de cada año del índice general de precios industriales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

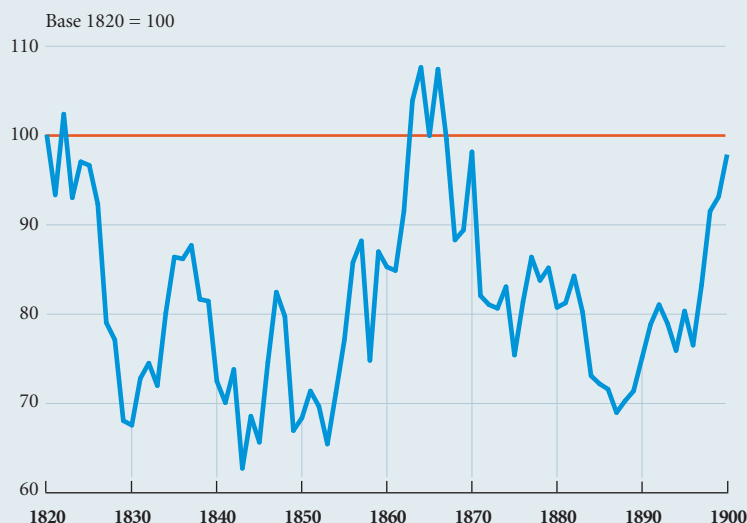
## ¿Existe riesgo de deflación en la España del siglo XXI?

En un corto espacio de tiempo hemos pasado de un crecimiento anual del IPC del 5,3% en julio de 2008 a una tasa del 0,8% seis meses más tarde. El índice de precios industriales anotó una variación anual negativa del 0,2% en diciembre de 2008, cuando cinco meses antes marcaba la cota máxima de los últimos 24 años. Estas bruscas caídas de los indicadores de inflación y la perspectiva de que las tasas pueden descender más han levantado temores de deflación, o sea, una disminución persistente del nivel general de precios.

Ahora bien, pocos lectores deben recordar haber vivido una deflación en España, ya que se trata de un fenómeno casi olvidado. Por el contrario, la gran preocupación de las últimas décadas ha sido la inflación. No obstante, en épocas anteriores sí se registraron etapas de descenso de precios, alternadas con periodos inflacionistas. De hecho, inflación y deflación son fenómenos de origen monetario. En los tiempos del patrón metálico (oro o plata, o ambos) la abundancia o escasez de moneda en circulación, relativa al nivel de producción de la economía, determinaba en buena medida la subida o bajada de precios. En el siglo XIX los precios se mantuvieron globalmente estables, sobre todo si se comparan con el siglo XX, pero de hecho se produjeron bajadas de los precios en numerosos años, y no fueron necesariamente ligadas a retrocesos de la actividad.

### EN EL SIGLO XIX LOS PRECIOS SUBÍAN Y BAJABAN

Índice de precios en España



NOTA: Precios al por mayor.

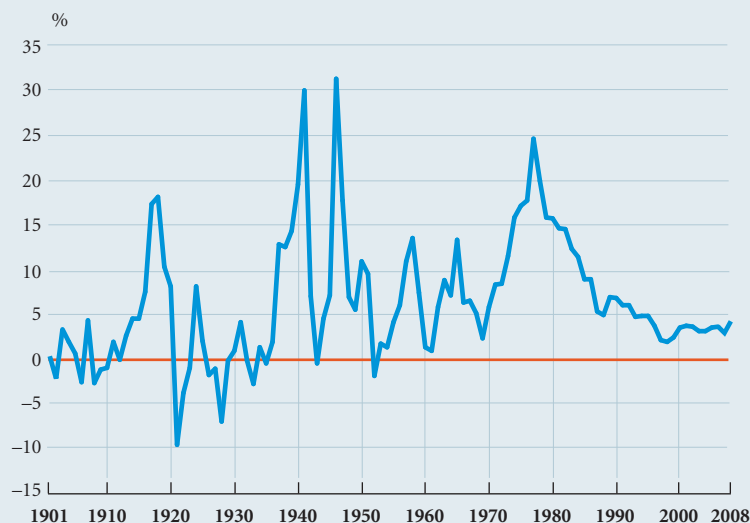
FUENTES: Índice de precios al por mayor de J. Sardá hasta 1890, de la comisión del patrón oro a partir de entonces y elaboración propia.

Con la progresiva sustitución del patrón metálico por la moneda fiduciaria, respaldada por un banco central nacional, el volumen de moneda en circulación se desligó de las reservas metálicas. La discrecionalidad de la gestión monetaria permitía ajustar la oferta monetaria a las oscilaciones de la producción agraria e industrial pero, a la vez, constituía una fuerte tentación para los estados ávidos de fondos que gastar. El banco central, que en última instancia era el banquero del estado, a menudo no tenía más remedio que expandir más de la

cuenta su oferta monetaria. De esta forma, el fenómeno de la inflación fue generalizándose, las expectativas inflacionistas se asentaron en la mente de los agentes económicos y durante buena parte del siglo veinte las subidas de precios fueron una de las principales preocupaciones de la política económica. Desde el fin de la guerra civil española, sólo en dos años, en 1943 y 1952, el nivel de los precios de consumo se colocó por debajo del ejercicio anterior.

## EN EL SIGLO XX LA INFLACIÓN SE IMPONE

Variación interanual del índice de precios



NOTA: Índice de precios al por mayor de la comisión del patrón oro hasta 1909 y de coste de la vida y de precios de consumo posteriormente.

FUENTES: De Ojeda, A., «Estudios de Historia Económica», n.º 17 del Banco de España, INE y elaboración propia.

A partir de los años noventa del siglo pasado los bancos centrales fueron adoptando un estatus de autonomía respecto al gobierno, lo que permitió una gestión de la política monetaria orientada a la lucha contra la inflación. La desinflación, o disminución de la tasa de inflación, fue la tónica general en buena parte de los países avanzados. Para España, el hecho más relevante es la integración en la Unión Económica y Monetaria en 1999, un paso que significa renunciar a la política monetaria y cambiaria nacional, cediéndola a un organismo independiente, el Banco Central Europeo (BCE).

Ante la eventualidad de un periodo deflacionario, los estados adheridos a la eurozona carecen de armas propias de política monetaria y cambiaria para luchar contra la misma. Cabe confiar en que el BCE actúe en consecuencia y disponga las acciones necesarias para evitar caer en una espiral deflacionaria, que podría deteriorar gravemente las expectativas de crecimiento de la economía. Pero se entiende que el BCE vigila la inflación del conjunto de la eurozona. La economía española constituye una parte del eurosistema y, de la misma forma que desde su creación la inflación hispana ha superado la media de la eurozona, y por supuesto el objetivo fijado por el BCE para el conjunto, en una nueva etapa la inflación española podría situarse por debajo o incluso ser negativa.



En este contexto cabe preguntarse si es posible la deflación en España. Por un lado, nos encontramos ya en una recesión del conjunto de la economía y muy en particular del consumo privado. Uno de sus desencadenantes son las caídas de los precios de los activos bursátiles e inmobiliarios, que provocan un efecto riqueza negativo, tendiendo a deprimir el consumo. No obstante, según las estimaciones empíricas realizadas de este efecto el impacto contractivo sobre el consumo parece relativamente limitado. Así, la propensión marginal al consumo es de unos pocos céntimos de mayor consumo por euro de incremento de la riqueza inmobiliaria.<sup>(1)</sup> Por otro lado, las presiones deflacionarias pueden provenir de un exceso de capacidad productiva instalada, lo que contrae la demanda de inversión, no sólo en la construcción. Así, las previsiones para el producto interior bruto español en los próximos años se sitúan sensiblemente por debajo del nivel potencial, lo que debería tender a moderar los precios. A todo ello se une una fuerte desaceleración del crédito en el último periodo.

Sin embargo, las tradicionales rigideces de la economía española pueden dificultar la deflación. Así, las subidas de los salarios se suelen indiciar a la inflación, de manera que este año son probables los aumentos por encima del 2%, lo que presionaría sobre los precios. En esta línea, los servicios, bastante resguardados de la competencia exterior, probablemente continuarán presentando una cierta persistencia inflacionista. Por otra parte, las expectativas, que son clave, no traslucen una situación deflacionaria. Las previsiones de los analistas sitúan la inflación media del año en un valor positivo, y con un repunte en 2010. La razón estriba en que la inflación subyacente, considerada como el núcleo más estable de la inflación, se sitúa actualmente en el 2,0%. Además, si bien el componente energético puede arrastrar la inflación a terreno negativo en los meses centrales de este año, debido al efecto de base de los productos petrolíferos (en julio de 2008 el precio del crudo marcó un récord) este efecto desaparecerá a finales de 2009, con lo cual se produciría un repunte de la inflación.

Así, ¿no debemos preocuparnos por la deflación? Para 2009, el riesgo de deflación es bajo. Si la recesión se alargara más de la cuenta las presiones deflacionistas podrían incrementarse, con el riesgo de caer en una etapa de descensos. En cualquier caso, el mejor escenario sería el de unos precios estables, de manera que la menor inflación española respecto a la comunitaria, permitiera recuperar competitividad y ayudara, de esta forma, a salir de la etapa recesiva.

(1) Véase Bover, O. (2006) «Wealth Effects on Consumption: Microeconometric Estimates from the Spanish Survey of Household Finances», CEPR Discussion Paper 5874.

*Este recuadro ha sido elaborado por el Departamento de Economía Europea,  
Servicio de Estudios de "la Caixa"*

## Sector exterior

### Comercio exterior: la recesión económica alivia el déficit comercial

El déficit comercial del conjunto de 2008 fue de 94.067 millones de euros, registrando, después de cinco años de aumentos consecutivos, un retroceso del 4,9% respecto al del año anterior. El déficit acumulado de doce meses alcanzó su máximo en junio de 2008, por encima de los 104.000 millones de euros, reflejando el cambio de tendencia de la serie durante la primera mitad del año. La caída del déficit fue especialmente importante en el último trimestre de 2008 respecto al mismo periodo de 2007, situándose alrededor del 30%, con una reducción del déficit tanto del componente energético (8%) como del resto de productos (42%).

La caída de la demanda interior provocó que por primera vez en los últimos cinco años, el incremento interanual de las exportaciones de 2008 superara al de las importaciones, con crecimientos del 3,7% y del 0,6%, respectivamente. La tasa de cobertura aumentó respecto al 2007 en dos puntos porcentuales, hasta el 66,7%. Si bien el crecimiento de las exportaciones se explica en partes iguales por el aumento del volumen (1,9%) y por el del precio (1,8%), las importaciones reales se redujeron durante 2008, siendo el aumento de los precios, especialmente los energéticos, el motivo de su crecimiento en 2008.

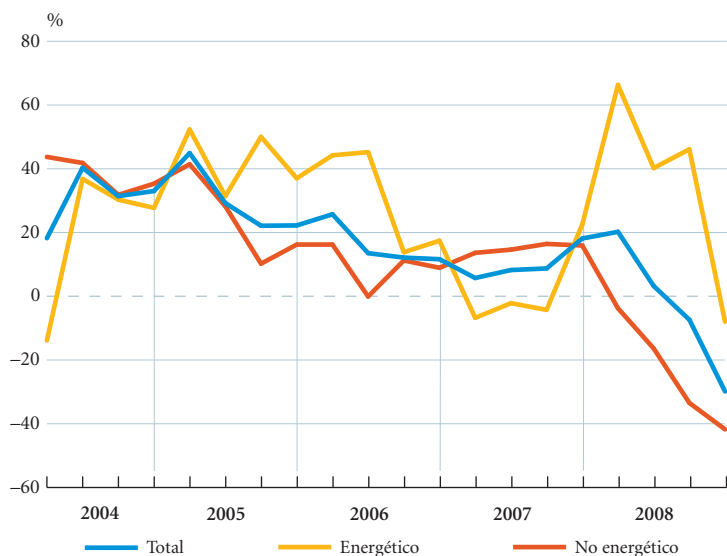
El deterioro de la situación económica a finales de 2008 provocó una contracción del volumen de comercio mundial. España

**El déficit comercial de diciembre registra una caída del 30%.**

**El volumen del comercio español se reduce debido a la coyuntura económica.**

### REDUCCIÓN DEL DÉFICIT COMERCIAL EN EL ÚLTIMO TRIMESTRE

Variación del déficit comercial respecto al mismo trimestre del año anterior



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

	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	56.978	36,3	20,2	11.734	48,2	6,2	-45.244	20,6
Bienes de consumo	71.031	-7,7	25,2	67.659	4,4	36,0	-3.372	95,3
<i>Alimenticios</i>	15.984	1,0	5,7	22.513	6,8	12,0	6.529	140,8
<i>No alimenticios</i>	55.047	-10,0	19,5	45.147	3,2	24,0	-9.900	82,0
Bienes de capital	24.274	-18,3	8,6	16.531	-1,3	8,8	-7.743	68,1
Bienes intermedios no energéticos	129.968	-1,5	46,0	92.260	0,3	49,0	-37.708	71,0
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	154.896	-6,5	54,9	129.582	1,9	68,9	-25.314	83,7
<i>Zona del euro</i>	128.232	-7,6	45,4	103.563	1,5	55,0	-24.669	80,8
Otros países	127.355	11,0	45,1	58.602	7,9	31,1	-68.753	46,0
<i>Rusia</i>	7.532	-4,6	2,7	2.836	35,9	1,5	-4.696	37,6
<i>EEUU</i>	11.172	12,5	4,0	7.693	1,6	4,1	-3.479	68,9
<i>Japón</i>	5.112	-15,3	1,8	1.486	11,7	0,8	-3.626	29,1
<i>América Latina</i>	15.649	6,5	5,5	9.345	-7,1	5,0	-6.305	59,7
<i>OPEP</i>	29.359	34,6	10,4	7.201	28,8	3,8	-22.158	24,5
<i>Resto</i>	58.531	7,7	20,7	30.042	8,5	16,0	-28.489	51,3
<b>TOTAL</b>	<b>282.251</b>	<b>0,6</b>	<b>100,0</b>	<b>188.184</b>	<b>3,7</b>	<b>100,0</b>	<b>-94.067</b>	<b>66,7</b>

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

### Se espera que el déficit siga moderándose los próximos meses.

no se ha mantenido al margen de esta situación y el valor de sus exportaciones e importaciones ya registraba caídas del 7,4% y del 16,5%, respectivamente, en diciembre de 2008. Estas reducciones fueron provocadas en gran medida por la caída de la demanda de bienes duraderos y de productos intermedios para la producción, afectando de forma destacable a algunos sectores, como el del automóvil, con caídas de las exportaciones de un 31,5% en diciembre.

El mercado de la Unión Europea concentró cerca del 69% de las exportaciones españolas durante el año 2008. Por lo tanto, la entrada en recesión de los principales socios comerciales europeos durante la segunda mitad del año y la consiguiente reducción de la demanda externa de estos

países, tanto de bienes de consumo como intermedios, provocó una importante caída de las exportaciones hacia estos países, con un retroceso interanual del 13,1% en diciembre, la mayor desde 1995. Sólo el aumento de las exportaciones en mercados con una menor participación, como el africano o el japonés, ha compensado parcialmente este desplome.

Ante la coyuntura actual, se espera que tanto las importaciones como las exportaciones mantengan las tendencias de decrecimiento marcadas en los últimos meses. Por un lado, la caída de la demanda por parte de los principales socios europeos afectará el volumen de las exportaciones. La reducción de las importaciones será aún mayor durante los primeros meses del año, debido a la caída de la demanda

española y a la diferencia del precio del petróleo respecto al año anterior, provocando un descenso del déficit comercial en este periodo.

### Balanza de pagos: el déficit por cuenta corriente sigue reduciéndose

La balanza por cuenta corriente registró en diciembre un déficit de 6.373 millones de euros, un 29,6% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior. La reducción del desequilibrio corriente se debió, en su práctica totalidad, al menor déficit por la balanza comercial. El incremento del superávit de la cuenta de servicios compensó en parte el deterioro del déficit de la cuenta de transferencias corrientes y la balanza de rentas.

Si se tiene en cuenta un contexto temporal más amplio, el déficit acumulado en 2008 disminuyó un 1,2% respecto al año anterior, debido principalmente al aumento del déficit de las rentas, fruto del

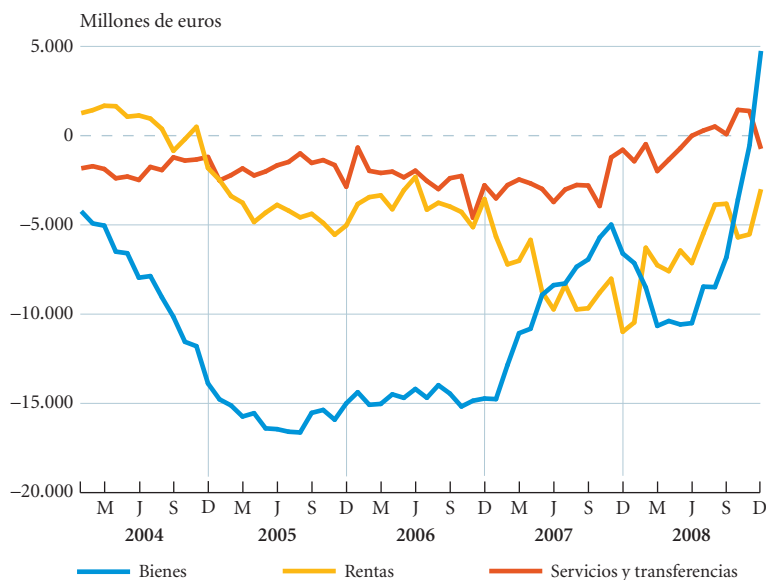
mayor endeudamiento de la economía, y a los incrementos del tipo de interés durante la mayor parte del año. Los datos del déficit comercial de diciembre y los pronósticos para 2009 hacen prever que las caídas del déficit por cuenta corriente se mantengan durante los próximos meses, reduciéndose la necesidad de financiación externa de la economía española.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, se mantiene el patrón de los últimos meses. Así, la reducción de las inversiones en cartera acumuladas en los últimos doce meses, próxima a los 100.000 millones de euros, se ha visto compensada parcialmente 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). Este último componente es el que más importancia está cobrando, y viene a reflejar el cambio de la cobertura de las necesidades de liquidez de las instituciones financieras españolas.

**Diciembre registra por sexto mes consecutivo una nueva caída del déficit por cuenta corriente.**

### CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DEL DÉFICIT DE LA CUENTA CORRIENTE

Déficit acumulado en los últimos doce meses



FUENTES: Balanza de pagos del Banco de España y elaboración propia.

**BALANZA DE PAGOS**

Diciembre 2008

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-84.980	-5,4	-84.980	4.826	-5,4
Servicios					
<i>Turismo</i>	27.780	-0,1	27.780	-31	-0,1
<i>Otros servicios</i>	-4.017	-29,0	-4.017	1.640	-29,0
<b>Total</b>	23.762	7,3	23.762	1.610	7,3
Rentas	-34.437	9,3	-34.437	-2.930	9,3
Transferencias	-9.010	33,8	-9.010	-2.276	33,8
<b>Total</b>	-104.664	-1,2	-104.664	1.229	-1,2
<b>Cuenta de capital</b>	5.558	23,1	5.558	1.042	23,1
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-5.082	-89,7	-5.082	44.435	-89,7
Inversiones de cartera	4.860	-95,3	4.860	-98.944	-95,3
Otras inversiones	60.020	106,8	60.020	30.995	106,8
<b>Total</b>	59.798	-28,2	59.798	-23.513	-28,2
Errores y omisiones	9.172	145,0	9.172	5.428	145,0
Variación de activos del Banco de España	30.137	110,4	30.137	15.815	110,4

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.

## Ahorro y financiación

### La financiación a empresas y familias aumenta el 6% en 2008

En enero el euríbor a un año, utilizado profusamente como tipo de interés de referencia, continuó la tendencia descendente iniciada a mediados de octubre al modificarse las expectativas sobre la evolución del tipo de interés oficial de la eurozona. También contribuyó a la bajada una notable disminución de la prima de riesgo, que había alcanzado niveles récord, gracias a las medidas emprendidas por los gobiernos y bancos centrales para desatascar el mercado interbancario. Así, en promedio mensual el euríbor a doce meses se colocó en el 2,62% en el primer mes de 2009, con un decremento de 188 puntos básicos respecto a un año antes. En las primeras semanas de febrero el eu-

ríbor a un año continuó su trayectoria bajista hasta acercarse al nivel del tipo de interés de referencia del Banco Central Europeo (BCE), situado en el 2,0%.

En este marco, el tipo de interés promedio de los préstamos y créditos al sector privado, después de alcanzar el nivel máximo de los últimos años al principio del otoño en el 6,57%, empezó a flexionar a la baja y se colocó en el 5,71% en diciembre de 2008. De esta forma, anotó un descenso interanual de 32 puntos básicos. No obstante, cabe apuntar que en términos reales los tipos de interés se elevaron, pues la caída de la inflación fue superior a la baja de los tipos nominales.

Ello, junto a la debilidad de la demanda de crédito a causa de la situación recesi-

**El euríbor a un año se acerca al nivel del tipo de interés de referencia del BCE.**

**Los tipos de interés bancarios de activo flexionan a la baja.**

### EN 2008 SE INTENSIFICA LA DESACELERACIÓN DE LA FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO

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



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

FUENTE: Banco de España.

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Diciembre 2008

	Saldo	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	
Crédito comercial	74.215	-16.627	-18,3	4,0
Deudores con garantía real (*)	1.108.816	40.444	3,8	59,3
Otros deudores a plazo	529.457	31.574	6,3	28,3
Deudores a la vista	49.044	8.472	20,9	2,6
Arrendamientos financieros	45.230	-1.063	-2,3	2,4
Créditos dudosos	63.127	46.876	288,5	3,4
<b>TOTAL</b>	<b>1.869.889</b>	<b>109.677</b>	<b>6,2</b>	<b>100,0</b>

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### La financiación al sector privado se expande 1,7 puntos más que el producto interior bruto nominal.

va, y un endurecimiento de las condiciones de financiación por parte de la oferta, explican que en 2008 se intensificase la desaceleración de la financiación al sector privado. Así, al final del año pasado la financiación a las empresas y familias creció el 5,9% en relación con doce meses antes, 9,5 puntos menos que doce meses antes y lejos de la tasa interanual del 24,3% registrada en septiembre de 2006. Sin embargo, se expandió 1,7 puntos más que el producto interior bruto nominal.

Por tipo de clientes, la financiación a las empresas sufrió una fuerte ralentización en 2008, al pasar de un crecimiento interanual del 17,5% en diciembre de 2007 al 7,0% un año después. Es destacable la caída del 18,3% del crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante. Los fondos dirigidos a la inversión también se desaceleraron significativamente, a juzgar por un descenso interanual de los arrendamientos financieros del 2,3%.

Por su parte, los préstamos y créditos a los hogares se incrementaron menos que los canalizados a las empresas. Los préstamos para la vivienda subieron el 4,5% en

el transcurso de 2008, experimentando una sensible ralentización desde una tasa interanual del 13,0% en diciembre de 2007. Aunque en el último trimestre el esfuerzo para acceder a una vivienda disminuyó, al descender los precios y los tipos de interés, se situaba por encima de un año antes. El resto del crédito a los particulares también se moderó fuertemente hasta un aumento anual del 3,8%.

Aunque la deceleración del crédito al sector privado afectó a todas las entidades, las cajas de ahorros incrementaron su cuota en 2 décimas hasta el 47,5% en 2008 en este segmento del mercado, si bien esta cota se colocaba 3 décimas por debajo del máximo logrado en agosto de 2007. La banca cedió 2 décimas de participación hasta el 43,4%, mientras las cooperativas de crédito y el resto de entidades financieras mantenían sus cuotas en el 5,1% y el 3,9%, respectivamente.

El impacto de la crisis económica se está traduciendo en una fuerte alza de la morosidad, que se había situado en mínimos históricos. En 2008 la ratio de dudosidad se elevó desde el 0,9% en diciembre de 2007 hasta el 3,4% doce meses después.

### La ratio de morosidad termina 2008 en el 3,4%.



## Los depósitos bancarios crecen más que los créditos en 2008

El tipo de interés promedio de los depósitos bancarios del sector privado continuó descendiendo en diciembre en línea con la tendencia del tipo de interés oficial de la eurozona y se situó en el 2,74%, en torno al mismo nivel que un año antes. Sin embargo, en términos reales, es decir, teniendo en cuenta la inflación, se colocaba sensiblemente por encima de entonces.

En este contexto, y dada la aversión al riesgo de los particulares y la presión comercial de las entidades financieras para captar depósitos y así aumentar su liquidez, el saldo de los depósitos del sector privado en las entidades financieras creció más que el de los créditos y subió el 13,1% en términos interanuales. Este ascenso se concentró en los depósitos a plazo, que anotaron un alza del 27,3%.

A diferencia del crédito, los bancos ganaron cuota de mercado en el segmento de los depósitos, 0,9 puntos, hasta el 37,8%, si bien las cajas tenían la mayor participación, del 55,4%. Por su parte, las cooperativas de crédito cedieron 5 décimas de cuota hasta el 6,5%, mientras que los establecimientos financieros

de crédito mantuvieron su participación en el 0,2%.

La dura competencia de los depósitos bancarios y la desfavorable evolución general de los mercados financieros siguieron propiciando reembolsos netos de las participaciones de fondos de inversión mobiliaria. En el primer mes del año, no obstante, las salidas netas de 1.806 millones de euros fueron inferiores a los meses precedentes y se registraron suscripciones netas de renta fija a largo plazo de 156 millones de euros. La rentabilidad media anual ponderada del mes fue negativa, del 3,7%, pero considerando los últimos dieciocho años se elevaba al 4,3%, superando a la inflación media del periodo.

Los fondos de inversión inmobiliaria tampoco se salvaron de las turbulencias financieras. En enero, su patrimonio disminuyó el 2,1% hasta 7.255 millones de euros. El número de partícipes se redujo el 12,6% hasta 135.351. La rentabilidad media ponderada de los últimos doce meses fue negativa del 2,0%, si bien en los últimos diez años resultó del 6,1%.

Tampoco los fondos de pensiones pudieron sustraerse a las consecuencias de la crisis financiera. Si bien las aportaciones

**La remuneración de los depósitos se eleva en términos reales en 2008.**

**Los fondos de inversión inmobiliaria, afectados por la crisis.**

## PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

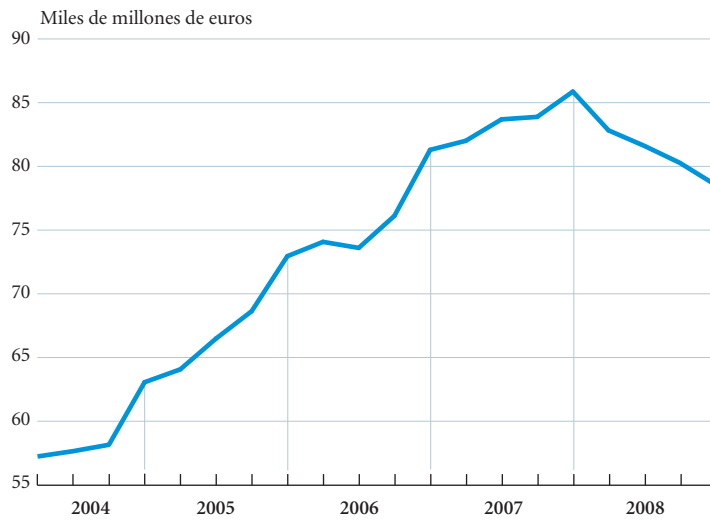
Diciembre 2008

	Saldo		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%		
A la vista	244.812	-13.831	-5,3	17,1	
De ahorro	179.777	382	0,2	12,6	
A plazo	729.272	156.483	27,3	50,9	
En moneda extranjera	29.318	-6.326	-17,7	2,0	
<b>Total depósitos</b>	<b>1.183.179</b>	<b>136.708</b>	<b>13,1</b>	<b>82,6</b>	
Resto del pasivo (*)	248.631	-27.099	-9,8	17,4	
<b>TOTAL</b>	<b>1.431.810</b>	<b>109.609</b>	<b>8,3</b>	<b>100,0</b>	

NOTA: (\*) Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros híbridos, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## LOS FONDOS DE PENSIONES TAMBIÉN ACUSAN LA CRISIS FINANCIERA EN 2008

Patrimonio total de los fondos de pensiones



FUENTE: Inverco.

**El rendimiento medio anual de los fondos de pensiones supera sensiblemente a la inflación en los últimos dieciocho años.**

netas totalizaron 1.866 millones de euros en 2008 y los partícipes subieron el 2,3%, la rentabilidad anual media fue negativa del 8,05%. Sin embargo, considerando un

plazo largo, más apropiado a este producto, el rendimiento medio anual fue del 5,5%, sensiblemente superior a la inflación del periodo.



# 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

### ■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

### ■ 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

12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons

### ■ "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 and 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

## Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual  
Subdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias  
Director de Economía Europea
- Enric Fernández  
Director de Economía Internacional
- Avelino Hernández  
Director de Mercados Financieros

## INFORME MENSUAL

Marzo 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 2008

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	238.407
Créditos sobre clientes	176.100
Resultado atribuido al Grupo	1.802

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	27.818
Oficinas	5.530
Terminales de autoservicio	8.113
Tarjetas (miles)	10.344

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2009	Millones €
Sociales	310
Ciencia y medio ambiente	81
Culturales	79
Educativas e investigación	30
<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.