

RESUMEN EJECUTIVO

La situación económica, lejos de clarificarse, se complica al deteriorarse las expectativas inflacionistas.

El barril de petróleo supera los 130 dólares y los precios de los alimentos básicos se disparan.

Escaso crecimiento con inflación elevada, ¿volvemos a la estanflación?

La inflación añade más incertidumbre a la economía internacional

La situación económica mundial, lejos de clarificarse, parece complicarse algo más. Hasta hace poco, la preocupación primordial era el alcance de la crisis *subprime* global y sus efectos sobre la actividad económica real. Se especulaba –y se especula– con un impacto más acusado en Estados Unidos y las dudas están en el *decoupling*, o desenganche, del resto de economías del declive americano. Las grandes prioridades eran salvar el crecimiento y esquivar una crisis bancaria de imprevisibles consecuencias. Los indicadores más recientes son esperanzadores. Las tensiones en los mercados financieros han remitido, si bien están lejos de considerarse controladas, mientras que los datos de actividad del primer trimestre han sido mejores de lo esperado.

Pero en apenas un mes la situación se ha complicado notablemente, al hacerse patentes las tensiones en los mercados de materias primas que, si bien no son nuevas, en las últimas semanas han alcanzado unos niveles inesperados. El petróleo, que hace un año se movía en la zona de los 70 dólares por barril, había saltado en dos fases, hasta más allá de los 110 dólares. Parecía difícil que esta tendencia se mantuviese con la misma intensidad. Por ello, el ascenso de un 17% adicional en mayo ha descolocado a muchos analistas. Con el petróleo por encima de los 130 dólares por barril el escenario futuro se vuelve complicado e incierto. Y no es sólo eso. Los precios de muchas materias primas alimentarias, como el arroz, trigo, soja y otras, han escalado hasta el punto que han desencadenado importantes conflictos de orden público en zonas de países pobres, allí donde una subida, siquiera leve, del precio

del alimento básico condena al hambre a muchos de sus habitantes.

De ahí que en muchos países en desarrollo los índices de precios estén en los niveles más elevados de los últimos años, debido al peso de la alimentación en sus cestas de la compra. En los países desarrollados, las subidas han sido más moderadas, pero los índices se hallan en niveles excesivamente elevados para los objetivos de los responsables de la política económica. Además, la preocupación ha descendido a la calle, y colectivos afectados por el encarecimiento del combustible –transporte terrestre y aéreo, pesca– están haciendo oír sus protestas en varios países europeos. Las encuestas de opinión reflejan la desconfianza de los consumidores en que la inflación se mantenga baja. En definitiva, la evolución de las materias primas en lo que llevamos de año ha conseguido que la inflación haya pasado al primer plano en el listado de problemas económicos, sumándose a la crisis financiera y al riesgo de desaceleración intensa o recesión.

Una coyuntura inflacionista en un contexto de desaceleración de la actividad plantea un reto muy relevante para los bancos centrales. Si tratan de luchar contra la inflación restringiendo la política monetaria y subiendo los tipos de interés, agravan la desaceleración; si pretenden favorecer el crecimiento y mantienen la relajación de los tipos, los agentes económicos pueden llegar a pensar que la inflación futura será más alta y tratarán de anticipar esta eventualidad, presionando para subir más los salarios, por ejemplo. De ahí que vuelva a hablarse del riesgo de estanflación, o estancamiento con inflación, a semejanza de lo ocurrido en los años setenta (véase el Informe Mensual del mes pasado). ¿Qué hacer?

El ejemplo más inmediato es el dilema que el Banco de Inglaterra tiene planteado ante sí. En las islas británicas, la inflación presenta unas perspectivas preocupantes. Al mismo tiempo, los indicadores muestran inequívocamente la acusada pérdida de ritmo de crecimiento. Hasta hace poco, el banco emisor ha proporcionado un apoyo notable a la actividad mediante tres descensos consecutivos del tipo de interés. Ahora ha abierto un compás de espera para calibrar el alcance de la crisis y el mundo económico se pregunta cuál debería ser el próximo paso del Banco de Inglaterra.

Otros bancos centrales se encuentran en situaciones parecidas. La Reserva Federal ha dado a entender que los recortes de su tipo de interés de referencia han terminado y que se abre una fase prolongada de tipos de interés bajos. La inflación subyacente —la que excluye alimentos y energía— parece controlada, pero los mercados ya anticipan subidas de tipos de interés en unos meses. El Banco Central Europeo, por su parte, siempre con un sesgo más antiinflacionista, no ha modificado sus tipos de interés de referencia en lo que llevamos de crisis financiera y ahora redobla su mensaje tensionador.

Otra fuente de preocupación es el financiero. Algunas señales parecen apuntar a mejoras en la crisis crediticia que se desencadenó a partir de mediados del pasado año, pero en general las tensiones siguen. Así, la evolución de las bolsas durante gran parte del mes de mayo —subida de los índices y descenso de la volatilidad— podía interpretarse como una señal de que los actores del mercado asumían que gran parte de las noticias corporativas negativas que habían de producirse ya han salido a la luz. Sin embargo, en la última fase del mes las realizaciones de beneficios han predominado, laminando buena parte de las ganancias. En el mercado interbancario, las tensiones han menguado en Estados Unidos pero persisten en la eurozona, como lo atestigua la subida del euríbor a un año hasta el 5%, el nivel más alto

de la década. Los bancos más afectados por la crisis *subprime* están consiguiendo recapitalizar sus balances, pero la restricción del crédito a empresas y familias se deja sentir. Las primas de riesgo en los mercados de bonos se han moderado algo, pero la normalidad está todavía lejos.

La nota positiva del mes la han aportado, paradójicamente, los datos de crecimiento conocidos del primer trimestre. En Europa, los indicadores de actividad de inversión y demanda externa del periodo ya se consideraron positivos. Pero los datos publicados, especialmente los relativos a Alemania, batieron las expectativas más optimistas. Así, la primera economía europea aceleró su crecimiento hasta el 2,6% interanual, mientras que la eurozona repetía en un satisfactorio 2,2%. El caso estadounidense siguió un patrón similar. Cuando muchos daban por segura la caída del producto interior bruto en los tres primeros meses, la estimación preliminar muestra un avance del 0,9% intertrimestral anualizado. Entre los países emergentes, China anunció una desaceleración apenas perceptible, al crecer un notable 10,6% interanual. En general, los datos del segundo trimestre de las principales economías muestran un ritmo de actividad a la baja, aunque la situación de partida, la que arroja el primer trimestre, es de momento favorable.

Economía española: frenazo en el primer trimestre

La economía española no ha participado de los datos positivos del primer trimestre como otras economías europeas. Los indicadores del periodo apuntaban a una desaceleración intensa de la actividad, y el Instituto Nacional de Estadística (INE), en efecto, certificó el frenazo. El producto interior bruto creció un 2,7% interanual en enero-marzo, lejos del 3,5% del trimestre final de 2007. Respecto al trimestre anterior, el crecimiento fue de sólo el 0,3%, es decir, por debajo del registrado en la eurozona, un resultado insólito en muchos años.

Los bancos centrales deben resolver el dilema de si dar prioridad a la lucha contra la inflación o apoyar el crecimiento.

Los mercados apuntan a que lo peor de la crisis financiera ya ha pasado, pero la normalización va para largo.

El crecimiento económico español se frena en el primer trimestre, debido al menor impulso de consumo e inversión.

El mercado de trabajo se está ajustando de forma rápida e intensa a la etapa de menor dinamismo económico.

La inflación se acelera y el déficit comercial sigue ampliándose, aunque el desequilibrio energético es el principal responsable.

El margen de actuación de la política económica se estrecha.

¿Por qué se frena la economía? Fundamentalmente porque los hogares están ajustando su ritmo de gasto y porque la inversión en vivienda está experimentando un notable ajuste. Los consumidores se muestran pesimistas en su evaluación de la situación económica, un resultado previsible en un contexto de descenso del empleo y de subida de los precios. La compra de viviendas viene experimentando una desaceleración desde el pasado año que la subida de los tipos de interés y el endurecimiento del mercado de crédito no han hecho más que agravar. Esta notable desaceleración de la demanda nacional no ha podido ser compensada por la ligera reducción del drenaje del sector exterior, gracias al sostenimiento de las exportaciones y a una ralentización de las importaciones de bienes y servicios.

Un elemento que suscita preocupación es el deterioro del mercado de trabajo. Los datos del INE correspondientes al primer trimestre del año 2008 arrojan un descenso de unos 75.000 empleos, frente a un crecimiento de 67.000 en igual periodo de 2007. En consonancia con el ajuste de la demanda de inversión en construcción, es precisamente este sector, junto con los servicios, uno de los que está adaptándose de forma más inmediata. En dicho primer trimestre, ambos sectores concentraron la práctica totalidad del empleo destruido. La desaceleración de la afiliación a la Seguridad Social, junto con el aumento de la tasa de paro en abril, un mes tradicionalmente benigno, completan un escenario laboral que transita lejos de la bonanza de otras épocas.

En este contexto, también es una mala noticia la trayectoria de la inflación en lo que llevamos de año. El ritmo de crecimiento de los precios de consumo, del 4,7% interanual, excede las previsiones. Además, las perspectivas inmediatas son más bien negativas, siendo poco probable una trayectoria bajista de cierto calado antes de finales de año. Otro elemento que ensombrece el registro de los últimos meses es que el

diferencial con la zona del euro se mantiene invariado. Ello implica que seguimos sin recuperar competitividad internacional vía menores crecimientos de los precios.

Éste sería un buen momento para mejorar en el campo de la competitividad, dada la evolución más magra de las variables internas. Los datos del sector exterior de marzo son, con todo, menos negativos de lo que parecen. Las cifras de los intercambios comerciales con el exterior muestran que ciertamente el déficit comercial sigue ensanchándose, y que lo hace a un ritmo creciente. No obstante, la falta de mejora del desequilibrio comercial es en gran medida fruto de la ampliación del desequilibrio del saldo de los productos energéticos, afectado negativamente por el fuerte ascenso del precio del petróleo y otros productos. El saldo no energético, por el contrario, muestra una tendencia continuada a mejorar desde finales de 2007.

Así las cosas, ¿qué cabe esperar de la política económica? En abril, en la primera convocatoria del Consejo de Ministros de la nueva legislatura se adoptaron una serie de medidas de corto plazo destinadas a paliar la crisis. La decisión más notoria es la deducción de 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, decisión que empezará a aplicarse en el mes de junio. Otras medidas apuntan a un mayor esfuerzo en investigación y desarrollo, educación e infraestructuras, simplificación del marco normativo de la actividad empresarial, reforma de la Seguridad Social, etc. A finales de mes, sin embargo, el responsable de Economía, Pedro Solbes, alertaba del rápido cambio de signo que puede sufrir el actual superávit público, como consecuencia de la caída de la recaudación fiscal y del aumento del gasto social. Por tanto, el margen de actuación de la política económica, privada de las vertientes monetaria y cambiaria, es cada vez más estrecho.

Previsiones

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

	2006	2007	2008	2007				2008	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
				Previsiones				Previsiones	
Producto interior bruto									
Estados Unidos	2,9	2,2	1,3	1,5	1,9	2,8	2,5	2,5	1,7
Japón	2,4	2,0	1,8	3,2	1,8	1,9	1,4	1,1	2,0
Reino Unido	2,9	3,0	1,9	3,0	3,2	3,1	2,8	2,5	2,0
Zona del euro	2,9	2,6	1,7	3,2	2,5	2,7	2,2	2,2	1,9
<i>Alemania</i>	3,1	2,6	1,9	3,7	2,6	2,5	1,8	2,6	2,0
<i>Francia</i>	2,4	2,1	1,6	2,1	1,7	2,4	2,2	2,2	1,7
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,3	2,8	3,4	2,5	2,5	2,4	4,0	4,2	3,6
Japón	0,2	0,1	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	1,0	0,3
Reino Unido	2,3	2,3	2,6	2,9	2,6	1,8	2,1	2,4	2,7
Zona del euro	2,2	2,1	3,2	1,9	1,9	1,9	2,9	3,4	3,4
<i>Alemania</i>	1,6	2,3	2,6	1,8	2,1	2,3	3,1	2,9	2,7
<i>Francia</i>	1,7	1,5	2,7	1,2	1,2	1,3	2,3	2,9	2,8
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
				Previsiones				Previsiones	
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	3,7	3,1	1,7	3,5	3,4	3,1	2,7	1,8	1,7
Consumo de las AAPP	4,8	5,1	4,9	6,1	5,0	5,1	4,4	4,7	4,8
Formación bruta de capital fijo	6,8	5,9	0,3	6,3	6,7	5,8	4,8	3,2	0,3
<i>Bienes de equipo</i>	10,4	11,6	2,3	13,1	13,1	11,6	8,6	6,3	2,9
<i>Construcción</i>	6,0	4,0	-1,5	4,9	4,6	3,8	2,9	1,3	-1,8
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,1	4,6	2,0	5,1	4,9	4,5	3,9	3,0	1,9
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,3	3,6	3,6	4,7	7,7	5,1	5,0	3,9
Importación de bienes y servicios	8,3	6,6	2,8	6,0	6,7	8,4	5,4	5,0	3,0
Producto interior bruto	3,9	3,8	2,0	4,1	4,0	3,8	3,5	2,7	2,0
Otras variables									
Empleo	3,2	3,0	0,9	3,3	3,1	3,0	2,5	1,7	0,9
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,3	9,9	8,5	8,0	8,0	8,6	9,6	9,7
Índice de precios de consumo	3,5	2,8	4,3	2,4	2,4	2,4	4,0	4,4	4,4
Costes laborales unitarios	2,3	2,7	3,0	2,6	2,6	2,7	2,8		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,8	-10,0	-10,3	-10,1	-9,0	-10,2	-10,7	-12,1	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-8,1	-9,5	-9,9	-9,5	-8,7	-10,1	-9,8	-11,3	
Saldo público (% PIB)	1,8	2,2	0,2						
MERCADOS FINANCIEROS									
				Previsiones				Previsiones	
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	5,0	5,0	2,2	5,3	5,3	5,1	4,5	2,8	2,0
Repo BCE	2,8	3,9	3,9	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Bonos EEUU 10 años	4,8	4,6	3,9	4,7	4,8	4,6	4,1	3,5	3,9
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,2	4,2	4,0	4,4	4,3	4,2	3,9	4,2
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,26	1,38	1,53	1,32	1,35	1,39	1,46	1,53	1,55

CRONOLOGÍA

2007

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

2008

- enero**
- 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Chipre y Malta, hasta quince estados miembros.
 - 22 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 3,50%.
 - 30 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 3,00%.
- marzo**
- 9 El Partido Socialista Obrero Español gana las **elecciones generales**.
 - 18 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,25%.
- abril**
- 18 El Gobierno aprueba un **Plan de medidas de estímulo económico**.
 - 23 El **euro** cotiza a 1,594 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.
 - 30 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,00%.
- mayo**
- 22 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 131,52 dólares por barril.

AGENDA

Junio

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

Julio

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 4 Índice de producción industrial (mayo).
- 11 IPC (junio).
- 16 IPC armonizado de la UE (junio).
- 22 Ingresos y pagos del Estado (junio).
- 23 Precios industriales (junio).
- 24 Encuesta de población activa (segundo trimestre). Comercio exterior (mayo).
- 25 PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).
- 31 Balanza de pagos (mayo). Avance IPCA (julio).