

# Cuadernos

de Información Económica

# 202

ENERO/FEBRERO  
2008

## La coyuntura en el punto de mira

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

Previsiones  
de inflación

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

Perspectivas  
económicas  
mundiales

### SISTEMA FINANCIERO

La crisis financiera  
a examen

### ACTUALIDAD SOCIAL

La infancia y  
el bienestar social

### ENTREVISTA SOBRE EL CANON DIGITAL

**Eduardo Bautista**

Presidente Consejo  
Dirección SGAE

**Juan E. Iranzo**

Director General IEE

Resumen de prensa,  
Indicadores financieros,  
Indicadores de coyuntura  
y previsiones,  
Libros



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

# Cuadernos

---

*de* Información Económica

202

ENERO/FEBRERO  
2008



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

# Cuadernos

---

## de Información Económica

### CONSEJO DE REDACCIÓN

Victorio Valle Sánchez (Director)

José Antonio Antón Pérez

Santiago Carbó Valverde

Ángel Laborda Peralta

Fernando Pampillón Fernández (Subdirector)

**Cuadernos de Información Económica** no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

Preimpresión: **Versal Composición, S.L.**  
Pol. Ind. de Vallecas. Gamonal, 19. 1ºB. 28031 Madrid

Edita: **Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS)**  
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

Publicidad: **José Luis Echarri**  
Móvil: 609 36 45 97

Imprime: **Raíz Técnicas Gráficas, S.L.**  
Pol. Ind. de Vallecas. Gamonal, 19. 28031 Madrid

Depósito legal: M-402-1987

ISSN: 1132-9386

Printed in Spain

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS.

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

### PATRONATO

Juan R. Quintás Seoane (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Secretario)

José Antonio Arcos Moya

Pere Antoni de Doria Lagunas

Julio Feroso García

Julio Fernández Gayoso

Roberto López Abad

Jesús Medina Ocaña

Ricard Pagés Font

Atilano Soto Rábanos

## PRESENTACIÓN

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

- Página
- 1 **Las “tres crisis” de la economía española**  
*Victorio Valle*
- 11 **Evolución de la inflación en 2007 y previsiones para 2008**  
*Ángel Laborda*
- 27 **La situación económica española: ¿constipado o gripe?**  
*Encarnación Cereijo, Jaime Turrión y Francisco J. Velázquez*
- 39 **La construcción residencial en España: a la búsqueda de la mediocridad dorada**  
*José Ramón Fontana Usón*
- 45 **Rápida y fuerte caída del sentimiento económico de los españoles**  
*Francisco Alvira Martín y José García López*
- 59 **Entrevista con:**
- 59 **Eduardo Bautista**, *Presidente del Consejo de Dirección de la Sociedad General de Autores y Editores (SGAE)*
- 60 **Juan E. Irazo**, *Director del Instituto de Estudios Económicos*  
*Carlos Humanes*

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página
- 63 **La apreciación del euro: un factor de riesgo para la economía europea, pero menos que en el pasado**  
*Pablo Guijarro Segado y Álvaro Francisco Lissón Aguiar*
- 73 **La calidad de las instituciones. Una panorámica internacional**  
*Carlos Garcimartín y José Antonio Alonso*
- 85 **Informes de los organismos económicos internacionales**  
*Resumen y comentarios de Ricardo Cortes*
- 93 **Resumen de Prensa**
- 93 **La información económica en la prensa internacional**, *Ramon Boixareu*

## SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

- Página
- 113 **Los efectos de la crisis crediticia en el sistema financiero español**  
*Santiago Carbó Valverde, José Manuel Mansilla Fernández y Francisco Rodríguez Fernández*
- 121 **La tormenta perfecta**  
*José Ramón Díez Guijarro*

**133 Panorámica empresarial***Carlos Humanes***139 Indicadores Financieros***Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS***139 Indicadores del sistema financiero****ACTUALIDAD SOCIAL****Página 141 La posición de los niños en el sistema de bienestar social en España***Lourdes Gaitán***INDICADORES DE COYUNTURA Y PREVISIONES***Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS***Página 153 Panel de previsiones de la economía española****161 Previsiones de inflación****165 Principales indicadores de la economía española****166 Indicadores de convergencia de la economía española con la UE y la UEM****167 Indicadores básicos de la economía internacional****LIBROS****Página 169 El siglo de la empresa,**  
de Vicente Salas Fumás  
*José Manuel Rodríguez Carrasco***172 Guía de la política pública local,**  
de Consultores de las Administraciones Públicas  
*Alfonso Utrilla de la Hoz***172 Un modelo integral de gestión del valor de clientes:  
una nueva forma de gestión en banca,**  
de Francisco de Borja de Carlos Martín-Lagos  
*M<sup>o</sup>. del Mar Sarro Alvarez***COLABORACIÓN ESPECIAL****Página 175 Una nota sobre Julián Alienes Urosa**  
*Manuel Martín Rodríguez***Sumario**

# PRESENTACIÓN

La sociedad española se enfrenta a unas nuevas elecciones generales, convocadas para el próximo 9 de marzo, y parece bastante claro, a juzgar por los comentarios de los líderes políticos y los que van apareciendo en los medios de comunicación, que aunque los temas objeto de confrontación son, ahora como siempre, muchos y variados, la situación de la economía está en el punto de mira del debate y, en particular, las propuestas de unos y otros, para solventar sin excesivos costes la actual situación crítica arraigada en un difícil contexto internacional.

*Cuadernos de Información Económica* ha querido ofrecer a sus lectores en esta ocasión tan especial, algunas reflexiones que se estiman de interés sobre la economía española en la hora presente y la valoración que la misma merece a un conjunto de especialistas cualificados.

## De crisis reales y expectativas

En términos generales, tal vez los apelativos más habituales para referirse a la actual situación de la economía española sean los de ralentización, pérdida de dinamismo, crecimiento con menor intensidad y denominaciones similares, y, posiblemente con mayor intensidad que en ocasiones anteriores, se ha esgrimido, más allá de los datos cuantitativos, la pérdida de confianza medida por diferentes indicadores.

También FUNCAS publica su propio Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC) que, desde 1977, elaboran los profesores **Alvira y García López** siguiendo la metodología del profesor norteamericano George Katona, de la Universidad Ann Arbor.

¿Qué dice el ISC respecto a la evolución económica?

Que la confianza de los españoles en la marcha de la economía se ha resentido notablemente. El Índice del Sentimiento del Consumidor, con un valor de 64 en febrero de 2008, retrocede 20 puntos respecto al sondeo de febrero de 2007, y además empeoran todos los componentes del ISC.

Por lo que se refiere a la evolución de la economía nacional, el grupo de opinión más importante se muestra pesimista y respecto a la situación económica familiar, el más numeroso es el que no ha percibido cambios sustanciales durante 2007 y tampoco los prevé para el año próximo. Atendiendo a la edad y los ingresos, y en relación con el sondeo de febrero de 2007, el ISC retrocede en todos los grupos, siendo los más jóvenes y los de rentas altas los que se muestran más optimistas.

En cuanto a las expectativas sobre el paro, aumenta el porcentaje de quienes esperan un incremento en los próximos meses respecto a la encuesta de hace un año. Con relación a las previsiones de inflación, la mayoría de los encuestados considera que las tasas se mantendrán en niveles similares a las de los últimos meses.

Según el último sondeo, sólo un 33 por 100 de las familias españolas consiguieron ahorrar, mientras que la mayoría, 62 por 100, necesita todos sus ingresos para llegar a fin de mes.

Ese sentimiento de declive económico sólo se ve, en parte, respaldado por los datos e indicadores económicos disponibles.

El trabajo del profesor *Victorio Valle* intenta ahondar un poco más en el análisis de esa visión global de pérdida de dinamismo económico e identifica "tres diferentes crisis" que se entrelazan a la hora de explicar la actual situación.

En primer término se refiere a la “crisis del modelo de crecimiento” que históricamente viene operando en España en la última década y que ha relegado a segundo plano la necesidad de avanzar en la elevación de la productividad como fuente de crecimiento potencial. La segunda crisis, posiblemente la más sensible en la actualidad, es la de la vivienda, inducida por la elevación de los tipos de interés en el último trienio y el fuerte endeudamiento de las familias. Y, en tercer término, la crisis más mediática, denominada crisis financiera, que, en opinión de Víctorio Valle, tendrá consecuencias en el sistema financiero, con efectos colaterales sensibles, pero no acuciantes, en la dimensión real de la economía española.

Tan amplio rango de factores críticos lleva al profesor Valle a diseñar las líneas generales de un plan de actuación económico que debe ir desde la potenciación del capital físico, humano y tecnológico (para elevar el potencial de crecimiento) a la búsqueda de componentes de la demanda agregada, como la exportación y las obras públicas, que compensen sin estridencias y sin excesos, la pérdida de pulso de la demanda interna —que, por otra parte, contribuirá a reducir nuestro elevado endeudamiento exterior—, pasando por las exigencias de transparencia y control de los mercados financieros internacionales que irán normalizando su situación y devolviendo la confianza a sistemas financieros nacionales que, como el español, se caracterizan por su contrastada solidez y solvencia.

En torno a este mismo campo, otras cuatro colaboraciones completan con visiones parciales el análisis de la situación de la economía española.

Por una parte y con el sugestivo título *La situación económica española: ¿constipado o gripe?*, los profesores de universidades de Madrid, **Encarnación Cereijo** y **Francisco J. Velázquez** (Complutense), y **Jaime Turrión** (Autónoma), tras dar por hecho la desaceleración del crecimiento de la economía española, que no una recesión, se enfrentan al reto de predecir la intensidad de esta ralentización.

Con este fin, comparan el cambio de ciclo de 2000 con el actual, analizando el comportamiento de los componentes de la demanda y de la oferta, centrada esta en los sectores industrial y de la construcción.

Los autores destacan en sus conclusiones que no es fácil elaborar un diagnóstico de la situación debido al escaso tiempo transcurrido, si bien los indicadores de coyuntura hacen presagiar una situación más crítica que la que se deriva de la mera observación de la evolución del PIB. Por otra parte, parecen existir síntomas de reactivación por parte de

los sectores industrial y, sobre todo, público. En cualquier caso, la prudencia aconseja tomar medidas para evitar un posible agravamiento de la situación económica.

Una segunda colaboración se orienta hacia el sector de la construcción residencial. Tipos de interés atractivos, abundante disponibilidad financiera y revalorización son los tres pilares de la demanda de viviendas que, junto con el dinamismo de la oferta del sector, han sustentado la notable expansión cíclica que ha vivido en el último quinquenio la industria de la construcción en España.

Con esta reflexión inicial, **José Ramón Fontana**, del Instituto de Tecnología de la Construcción de Cataluña, acomete la siempre difícil tarea de enfrentarse al futuro y, dada la desmesura en la que ha vivido el sector en los últimos años, se pregunta cual es la “producción normal” de viviendas y por qué se ha relacionado con ella la cifra mágica de medio millón anual, cuando además el panorama se desdibuja este año al aplicarse el Código Técnico de Edificación.

José Ramón Fontana finaliza planteando, por un lado, las condiciones para un aterrizaje suave del sector: inversión de la situación depresiva del mercado, estabilidad de los tipos de interés y realización de proyectos visados y no acometidos, y por otro, el freno adicional que supone la salida al mercado de viviendas adquiridas en búsqueda de revalorización.

Los otros dos trabajos se orientan a comentar con mayor detalle la crisis financiera. Una situación surgida en Estados Unidos con las hipotecas de alto riesgo, que se ha ido extendiendo por el mundo con efectos muy relevantes, entre ellos, el aumento de la desconfianza en los mercados de bonos e interbancarios.

Cabe preguntarse por el impacto previsible de esta pérdida de confianza en la financiación bancaria y en las entidades de depósito españolas.

El artículo de los profesores **Santiago Carbó** y **Francisco Rodríguez**, ambos de la Universidad de Granada y FUNCAS, y del investigador de FUNCAS **José Manuel Mansilla** busca dar respuesta a estos interrogantes, primero, examinando los elementos que definen la crisis de confianza y sus mecanismos de transmisión a la economía real, con el fin de evaluar el impacto que puedan tener sobre el sistema bancario español a la luz de sus fortalezas y debilidades y luego, elaborando previsiones para 2008 de la evolución de crédito, morosidad, coste de financiación y otros indicadores relevantes.

Del trabajo realizado, los autores infieren que en este año se va a reducir ligeramente el coste de la financiación, sin que ello detenga el aumento de la tasa de morosidad

ni el endurecimiento de las condiciones de crédito que, sin embargo, crecerá a ritmos superiores al medio por ciento mensual, inferior al de los recursos propios de las entidades de crédito, por lo que la solvencia de las entidades no sufrirá menoscabo alguno.

Sin embargo, va a ser un año complicado, especialmente en su primera mitad, por el endurecimiento del crédito, el aumento de la morosidad y la desaceleración del mercado inmobiliario. La reducción de los tipos de interés, una acomodación paulatina del sector de la vivienda y la recuperación de la confianza en los mercados financieros pueden suavizar la desaceleración.

Por su parte **José Ramón Díez Guijarro**, director del Servicio de Estudios de Caja Madrid, repasa detenidamente en su trabajo los acontecimientos y examina las causas que han provocado una situación tan preocupante, entre otras, las políticas monetarias laxas de los bancos centrales, que ha llevado a valores negativos los tipos reales de interés, debilitamiento de la correlación ahorro-inversión interna y olvido de las reglas monetarias. Por otra parte, los excesos en titulaciones sofisticadas por parte de entidades parabancaarias y, en consecuencia, ajenas a los controles de los supervisores, funcionaron mientras se mantuvo la espiral de subida del precio de las viviendas pero, una vez que la situación cambió, las emisiones perdieron inmediatamente valor, el mercado secundario desapareció y la incertidumbre acerca de quien soporta el riesgo ha hecho emerger la desconfianza en el sistema.

La crisis nos ha obligado a meditar sobre los errores cometidos y la necesidad de tomar medidas. Entre ellas, José Ramón Díez destaca la necesidad de mayor independencia en la actuación de las agencias de calificación de riesgos, desaparición de las estructuras de crédito más complejas, aumento de los perímetros de supervisión y mayor cooperación entre los reguladores.

## La inflación en perspectiva

En este repaso detenido de temas que afectan al presente y al futuro de la economía española, no podía faltar la cuestión de la inflación.

La inflación media de 2007 en España ha sido del 2,8 por 100, inferior a la de los siete años precedentes. Sin embargo, el hecho de que al final de año la tasa interanual se haya acelerado hasta situarse en el 4,2 por 100, con una incidencia muy directa en bienes como los carburantes y los alimentos, coincida con un clima de ralentización de la economía, subidas de tipos de interés, crisis

de la construcción y financiera hacen que pueda percibirse el pasado año como uno de los más inflacionistas del siglo.

**Ángel Laborda**, director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS, analiza con rigor y profundidad la evolución de la inflación en 2007, examinando minuciosamente el comportamiento del IPC y de otros indicadores de precios —industriales, agrícolas, de la construcción, y de las importaciones y exportaciones—, el deflactor del PIB y los diferenciales de aumento de precios con la zona del euro, para luego interrogarse acerca de las causas de la inflación, que considera básicamente de origen externo el estar relacionadas con las subidas de los precios de la energía y de los productos agrícolas, aunque la existencia de factores internos —estructuras de distribución inadecuadas, baja productividad, regulaciones restrictivas a la competencia e indexación de los salarios— han podido amplificar los efectos externos.

Con relación a 2008, Ángel Laborda apunta a una tasa de inflación media del 3,4 por 100, resultado de la reducción al 3,5 por 100 en el segundo trimestre, la estabilización en el tercero y la caída hasta el 2,6 por 100 en el cuarto, todo ello bajo los supuestos de reducción de los precios del petróleo (muy ligera) y de los alimentos (más importante).

## Actualidad económica internacional

El marco de referencia de la economía española es obviamente la situación internacional. Por ello, adquiere una especial significación en este número de *Cuadernos*, el repaso que ofrece **Ricardo Cortes** de tres importantes informes recientemente aparecidos: Perspectivas Económicas del Banco Mundial, Informe del World Economic Forum y Perspectivas del FMI. El primero se ocupa de la situación y problemas del crecimiento de los países de renta baja; el segundo ofrece un análisis de la generación, transmisión y gestión del riesgo de los activos financieros que ha constituido la base de la actual crisis financiera mundial, mientras que el FMI añade al análisis de estas circunstancias, su estimación a la baja del crecimiento mundial que estima ahora en el 4,1 por 100 para 2008 frente al 4,9 por 100 en 2007. En Estados Unidos, la caída prevista va desde el 2,6 por 100 de 2007 al 0,8 por 100 para 2008. Afortunadamente la previsión para la Eurozona (del 3,1 al 2,6 por 100) no es tan drástica, aunque sin duda sensible.

Pero el panorama económico internacional, como nos recuerda **Ramón Boixareu**, está poblado por otros muchos temas. Su amplio resumen de la prensa económica se orienta hacia cuatro tópicos: la evolución económica y los temores de recesión, con especial referencia a USA y

Eurozona, sus raíces financieras, las elecciones en Estados Unidos y la relación entre el dólar el euro.

Precisamente de este último tema se ocupan con mayor detalle **Pablo Guijarro** y **Álvaro Lissón**, de AFI, en su artículo.

En los últimos meses, la fortaleza del euro ha provocado reacciones encontradas entre gobiernos que defienden una intervención del BCE para depreciar el tipo de cambio de la divisa europea y el propio banco, más preocupado por la contención de la inflación.

Con este fin, ambos autores analizan, de un lado, las causas que han llevado a esa fuerte apreciación del euro que se extiende a las principales divisas en términos nominales y reales. Como causas de la apreciación respecto al dólar destacan tres factores: la debilidad del ciclo de EE.UU., la crisis de su mercado hipotecario y crediticio, y su fuerte déficit por cuenta corriente. Sin embargo, de cara a los próximos meses, el consenso del mercado prevé una apreciación de la divisa norteamericana, aunque no intensa.

Por otro lado, no parece que la fortaleza del euro tenga consecuencias muy relevantes sobre el crecimiento europeo porque ha tenido efectos positivos sobre la inflación, la importancia del sector exterior se ha reducido en los últimos años y el comercio con países ajenos a la Eurozona se ha diversificado hacia otras áreas, cosa que ha sucedido a la economía española que, de esta forma, ha reducido su vulnerabilidad a las fluctuaciones de los mercados cambiarios.

Los temas internacionales se cierran en este número de Cuadernos con una colaboración sobre un tema novedoso como es el de la calidad de las instituciones.

El crecimiento económico es un proceso en el que intervienen e influyen variables muy diversas. Una de ellas, que además está cobrando una notable importancia, es la calidad de las instituciones de los países.

Este tema plantea algunos destacados interrogantes, entre ellos, la propia definición de institución, la dificultad de establecer el sentido de la causalidad entre la calidad de aquellas y el progreso económico, y los problemas de medición de esa calidad.

La colaboración de los profesores **Carlos Garcimartín** (Universidad Rey Juan Carlos) y **José Antonio Alonso** (Universidad Complutense e ICEI) ofrece una panorámica internacional de la calidad de las instituciones. Con este fin analizan primero el marco conceptual, luego algunos indicadores internacionales relativos al tema, para finalizar es-

tudiando la relación entre calidad institucional, crecimiento y competitividad.

Los autores concluyen señalando que, a pesar de los interrogantes señalados, se observan notables regularidades empíricas entre la calidad de las instituciones y el nivel de renta *per cápita* de los países y, en algunos casos, relevantes particularidades regionales.

---

## Noticias del mundo empresarial

La intensa polémica que ha suscitado el tema del denominado "canon digital", ha inducido a *Cuadernos* a solicitar, con fines de clarificación de posturas, su opinión sobre este tema a dos personalidades situadas en posiciones claramente diferentes: el Presidente de la Sociedad General de Autores de España, **Eduardo Bautista**, y el Director General del Instituto de Estudios Económicos y Decano del Colegio de Economistas de Madrid, **Juan E. Iranzo**. Sus argumentos reflejan con toda nitidez las dos visiones opuestas sobre este tema y contribuirán, sin duda, a facilitar a los lectores la formación de un juicio personal. Vaya, desde aquí, la sincera gratitud de FUNCAS a ambas personalidades por su gentil colaboración.

Por otra parte y como ya viene siendo habitual el periodista **Carlos Humanes** ofrece su panorámica empresarial, que dedica en esta ocasión a reseñar los siguientes temas de interés: 1) Los bancos de inversión de EE.UU. cierran un año convulso tras la crisis de las hipotecas de alto riesgo, las *subprime*, del pasado verano; 2) El freno en la construcción arrastra a las industrias auxiliares, que empiezan a sufrir una reducción de los pedidos y del empleo; 3) El sector del automóvil reafirma su apuesta por las exportaciones para el año 2008, después de conocerse que en 2007 ha registrado el mayor desequilibrio comercial de su historia; 4) ¿Huida de patrimonio de los fondos garantizados? Según los expertos, la pérdida de rentabilidad de estos productos puede provocar un importante trasvase desde esta modalidad de ahorro hacia los depósitos bancarios, y 5) Marsans, dispuesto a vender un 15 por 100 de Aerolíneas al Estado argentino que, de esta forma alcanzaría el 20 por 100 de la compañía aérea y lograría más derechos en su consejo de administración.

---

## Los niños en el sistema de bienestar social

**Lourdes Gaitán**, Coordinadora Experto en Políticas Sociales de Infancia de la Universidad Complutense de Madrid,

aborda en su artículo la situación de los menores dentro del sistema de bienestar social vigente en España y la compara con la existente en otros países de nuestro entorno. Para ello, analiza, entre otros aspectos, la evolución del papel del Estado como agente redistribuidor y garante del bienestar de los menores, su distribución generacional, y la oferta de prestaciones y servicios sociales para los niños.

Su análisis pone de relieve, de un lado, que España ocupa una posición rezagada en Europa en lo relativo a protección a la familia y niños y, de otro, la necesidad de llevar a cabo políticas sociales dirigidas a aumentar el bienestar social de la infancia mejorando la justicia distributiva de los recursos entre las generaciones de niños, mayores y adultos.

---

## Referencias bibliográficas

Tres obras se someten en este número a la consideración del lector:

— **José Manuel Rodríguez Carrasco**, de la UNED, reseña el libro de **Vicente Salas Fumás** *El siglo de la empresa*. En él se recogen tres conferencias magistrales dictadas por el profesor Salas en las que reflexiona sobre la importancia y la influencia de la empresa de capital privado en nuestra sociedad durante el siglo XX. El papel de la empresa en una economía de mercado, como institución que produce bienes y servicios para el mercado y su relación con el entorno social del que forma parte son los temas que aborda cada una de estas conferencias.

— El profesor de la Universidad Complutense de Madrid, **Alfonso Utrilla de la Hoz** reseña *Guía de la Política*

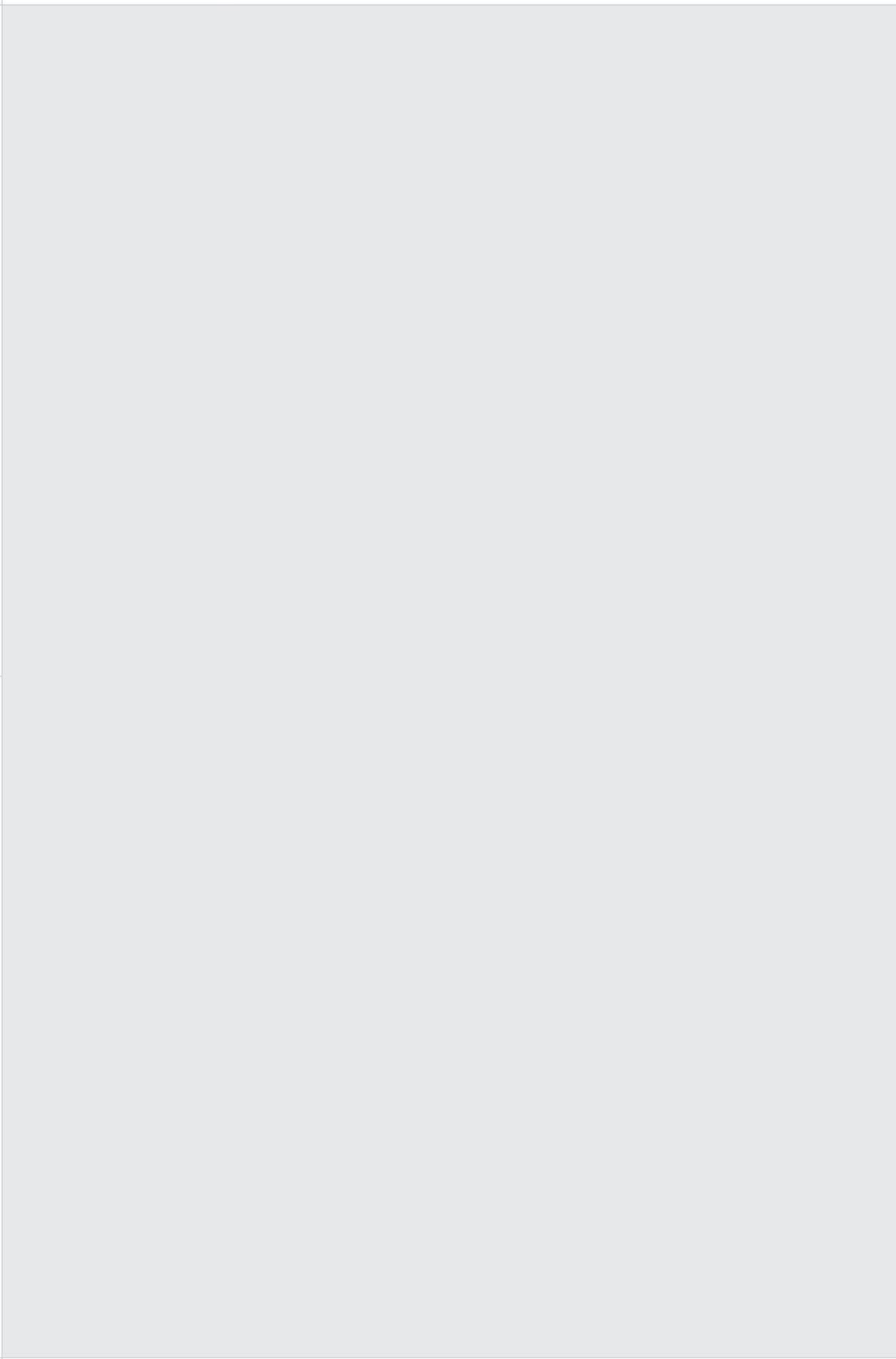
*Pública Local*, de **Consultores de las Administraciones Públicas**, que ya cuenta con cuatro ediciones. La gestión presupuestaria y financiera, el control interno y externo, los recursos humanos y la organización, el desarrollo territorial y el urbanismo, el régimen jurídico local, la contratación pública o las vías de prestación de los servicios locales son los aspectos analizados en la obra, que está especialmente dirigida a los responsables políticos y empleados públicos de las distintas áreas de gestión.

— *Un Modelo Integral de Gestión del Valor de Clientes: una nueva forma de gestión en banca*, de **Francisco de Borja de Carlos Martín-Lagos**, es la obra que resume la profesora **M.ª del Mar Sarro Álvarez**, de la Universidad de Alcalá de Henares. De especial interés para directivos del ámbito bancario, este trabajo constituye una buena referencia para entender una nueva forma de gestión del negocio bancario basada en la orientación al cliente, tal y como señala la profesora Sarro.

---

## Colaboración especial

Este número se cierra con una colaboración especial del Profesor, **Manuel Martín Rodríguez**, *Una nota sobre Julián Alienes Urosa*. Una interesante semblanza de este “poco conocido” economista español del siglo XX, con motivo de su aún reciente desaparición y que ofrece al lector la posibilidad de conocer mejor su vida y obra. En ella, el profesor Martín Rodríguez rinde su particular homenaje a Julián Alienes, el último gran economista del exilio español de 1939, afincado en Cuba donde desarrolló buena parte de su obra hasta su regreso a España en 1959.



## Las “tres crisis” de la economía española\*

Victorio Valle\*\*

### 1. Los términos de un debate

El comienzo de 2008, en el que ya van conociéndose datos de cierre del ejercicio 2007, y la convocatoria de elecciones generales parecen haber colocado en el punto de mira de unos y otros la situación de la economía española en un momento marcado por el signo de la incertidumbre.

Los datos reales de 2007 en promedio muestran, según el consenso de los analistas, una economía que ha mantenido cierta pujanza, aunque los últimos meses hayan contribuido a atenuar el ritmo de avance y a situarlo en un entorno de mayores tensiones inflacionistas y menor creación de empleo. Los indicadores de confianza señalan una clara tendencia hacia la reducción en las expectativas económicas. Las expectativas a un año, que se contienen en la prospectiva del CIS en diciembre de 2007, suponen una caída de casi nueve puntos en la proporción de quienes piensan que las perspectivas económicas son “iguales o mejores” respecto a la valoración realizada en diciembre de 2006, con especial tendencia a la baja en el último trimestre del año.

Los medios de comunicación, por su parte, nos hablan hasta la saciedad de una crisis financiera profunda mezclando, como es habitual, los aspectos sustantivos de esa difícil situación por la que atraviesan los mercados financieros internacionales, tras la tan manoseada crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, con cuestiones perso-

nales e institucionales puramente episódicas con escaso valor explicativo de la evolución económica.

Los organismos internacionales revisan a la baja sus previsiones mientras que los analistas se debaten en miles de argumentos. Por una parte (on the one hand ...) tal cosa...; por otra parte (on the other hand ...) tal otra..., con una diversidad, aún dentro de cierto consenso, que permite entender la conocida preferencia de Winston Churchill por los economistas mancos.

Los primeros meses de 2008 han vivido además, episodios de intensos desplomes bursátiles. Aunque se sabe que la bolsa sobrereacciona en las situaciones de crisis, es evidente que transmite unas expectativas más bien negativas sobre la situación económica actual y sus perspectivas futuras.

Mi propósito en este artículo es reflexionar con brevedad sobre la actual coyuntura tratando de contribuir, espero, a la clarificación de sus aspectos básicos. Seguiré el enfoque que hace años sugería el economista británico Alan Prest: la aproximación a cualquier tema económico debe iniciarse con la descripción precisa de la realidad, continuar con el análisis económico para interpretar los hechos y concluir con las pertinentes recomendaciones de Política Económica.

### 2. Descripción: las claves del consenso

Si a la vista de las diferentes estimaciones y de los datos recientemente hechos públicos por el Banco de España respecto a 2007 en su conjunto, quisiéramos trazar un

\* Deseo agradecer a M.<sup>º</sup> Jesús Fernández del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS, su ayuda en la elaboración de cuadros y gráficos de este artículo.

\*\* Director General de FUNCAS.

Cuadro 1

**BALANCE GLOBAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2007**

I. Activo	II. Pasivo
1. Crecimiento real elevado	1. Exceso de demanda respecto al potencial productivo
2. Alta generación de empleo	2. Inflación diferencial
3. Fuerte pulso de la demanda	3. Crecimiento en coste laboral unitario
4. Mayor equilibrio entre la demanda interna y externa que en ejercicios anteriores	4. Desequilibrio (necesidad de financiación) exterior creciente por insuficiencia del ahorro interior

Fuente: Elaboración propia.

balance de situación sintético, creo que el cuadro 1 nos puede servir de buen resumen.

Cuatro rasgos básicos integran el activo de ese balance figurado:

1. El crecimiento medio del PIB en 2007 se puede evaluar en un 3,8 por 100 en términos reales (cuadro 2). Un valor superior a la media de los países de la UEM (2,7 por 100) y seguramente por encima del crecimiento tendencial (3-3,5 por 100), de la propia economía española.

2. Crecimiento con alta generación de empleo (en torno al 3 por 100 anual) que ha conducido, a finales de 2007, la tasa de paro a su nivel más bajo desde 1978 (8,3 por 100).

3. Fuerte pulso de la demanda interna, tanto de consumo como de inversión, que ha crecido a una tasa cercana al 4,5 por 100 en términos reales.

4. Tomando como referencia el promedio 2004-2006, el año 2007 ha reducido tanto la intensidad del crecimiento de la demanda nacional como la negativa aportación del sector exterior al crecimiento del PIB, que se situó en 4,5 por 100 frente al 5,1 del trienio anterior, contribuyendo así a un mayor equilibrio entre las fuentes externas e internas del crecimiento.

Las partidas más destacables en el pasivo del balance de 2007 son también cuatro:

1. El excesivo protagonismo de la demanda en el crecimiento. Pese a la moderación antes indicada, el crecimiento de la demanda nacional supera el ritmo de aumento real de la producción, tanto efectiva como potencial. Por el contrario, los factores determinantes del crecimiento a largo plazo de la economía no han experimentado similar impulso.

2. Ese ambiente de demanda excesiva ha estado detrás —aunque no sea la única causa— del mantenimiento de las tensiones inflacionistas que han superado en todo momento los niveles medios de inflación de los países de la UEM. Esa inflación diferencial media de España, pese a su indudable existencia, fue en la mayor parte del año 2007 (con un 0,7 de promedio) inferior a la media correspondiente a 2006 (que se situó en 1,2 puntos en términos del IPC armonizado). Sin embargo, las señales de alarma se encendieron en el cuarto trimestre del año. El crecimiento del precio del petróleo y el encarecimiento de los productos alimenticios elaborados han acercado la tasa media de inflación en el último cuatrimestre a un 4 por 100.

3. El tradicional bajo crecimiento de la productividad en España ha continuado en 2007 con tasas de crecimiento de la productividad por puesto de trabajo en el entorno del 0,8 por 100. Pese a la relativa moderación de la remuneración por asalariado —aunque en 2007 se elevara en

Cuadro 2

**EVOLUCIÓN TRIMESTRAL  
(Tasas anuales porcentaje)**

2007	PIB	IPC	Ocupados (EPA)
I	4,1	2,4	3,4
II	4,0	2,4	3,4
III	3,8	2,4	3,1
IV	3,5	4,0	2,4
Media	3,8	2,8	3,1

Fuente: INE.

siete décimas sobre su evolución habitual en el trienio anterior, que se situaba en el 3 por 100— los costes laborales unitarios han acelerado (en 5 décimas respecto a 2006) su tasa anual de crecimiento que se coloca en un 2,8 por 100, en paridad con la evolución de los precios de consumo. Una muestra adicional de las tensiones que pueden perjudicar la competitividad de nuestra economía.

4. Finalmente la reducción de la tasa de ahorro, tanto la nacional como, sobre todo, la del sector privado, unida a la vitalidad de la inversión privada —especialmente en bienes de equipo—, han intensificado las necesidades externas de financiación que, en 2007, alcanzaron un 9,2 por 100 del PIB y el 11,3 por 100 en la parte relativa al sector privado.

Una situación que se mira con preocupación. No tanto por las dificultades de financiación externa, sino sobre todo, por la malformación económica que evidencia y la mayor vulnerabilidad que ofrece en una situación financiera internacional crítica.

Este sintético parte muestra una situación económica relativamente sólida para el conjunto de 2007. La salud del "paciente" aparentemente no parece ser preocupante. Sin embargo, al margen de la utilización de la economía como arma política, hay una marcada sensación de inquietud entre los analistas, derivada de un patrón de comportamiento temporal en declive que parece transmitir sus brotes hacia los comienzos de 2008, marcando el inicio de una pérdida de dinamismo económico, tal como muestran los datos del cuadro 2. De esta forma, en este momento las previsiones anuales para 2008 de crecimiento de la producción (2,6 por 100), precios de consumo (3,4 por 100) y empleo en términos de Contabilidad Nacional (1,5 por 100) empeoran notablemente los registros de 2007, lo que parece indicar un cambio de ciclo en la evolución de la economía española, aunque sea prematuro pronosticar su intensidad y duración.

Adicionalmente, tanto los analistas económicos como la propia sociedad están sensibilizados al escaso avance en la solución o, al menos reducción, de algunos problemas estructurales que aquejan con persistencia a la economía española: la debilidad de los factores que determinan el crecimiento a largo plazo como la dotación de capital físico y, sobre todo, humano y tecnológico; la corrección de la rigideces en mercados de bienes, servicios y factores, que condicionan el crecimiento de precios; la dependencia energética, cada vez más perceptible; la ordenación del flujo migratorio; la reducción del déficit "estructural" de las administraciones públicas, que amenaza con hacer reaparecer un déficit efectivo tan pronto como las fuerzas ocasionales que determinan el actual superávit recuperen un

curso normal y, como no, la mejora de las condiciones medioambientales que haga sostenible el crecimiento económico español.

Ese déficit en la solución de problemas de fondo acentúa, seguramente, la sensación de un mal curso de la actividad económica general que, en términos objetivos, es necesario matizar con detalle.

### 3. Las tres crisis de la economía española: un ensayo de análisis

Contemplando esa realidad económica antes descrita, pienso que la situación actual es el resultado de tres aspectos que, aunque obviamente relacionados —como casi todo en economía—, son conceptualmente distintos.

En mi opinión, un análisis detenido conduce a detectar tres diferentes crisis:

a) Una crisis del modelo de crecimiento que la economía española viene arrastrando, pese a su reiterada denuncia, prácticamente desde comienzo de este siglo.

b) Una crisis inmobiliaria fruto de una caída en la demanda de viviendas que ha supuesto una severa corrección a la actividad del sector de la construcción, siempre sensible por su conexión con el resto de la economía, y tanto más después de una década de crecimiento medio anual del sector en torno a un 6,5 por 100.

c) Una crisis financiera derivada de la dispersión de riesgos en los mercados financieros, que han elevado en forma exponencial el incumplimiento de los pagos por hipotecas de baja calidad (*subprime*), que se inicia en Estados Unidos en el verano de 2007, con los consiguientes efectos reales sobre las dificultades de acceso a la financiación y el encarecimiento de las condiciones financieras.

Consideremos esta trilogía con un poco más de detalle.

#### 3.1. La "crisis" del modelo de crecimiento

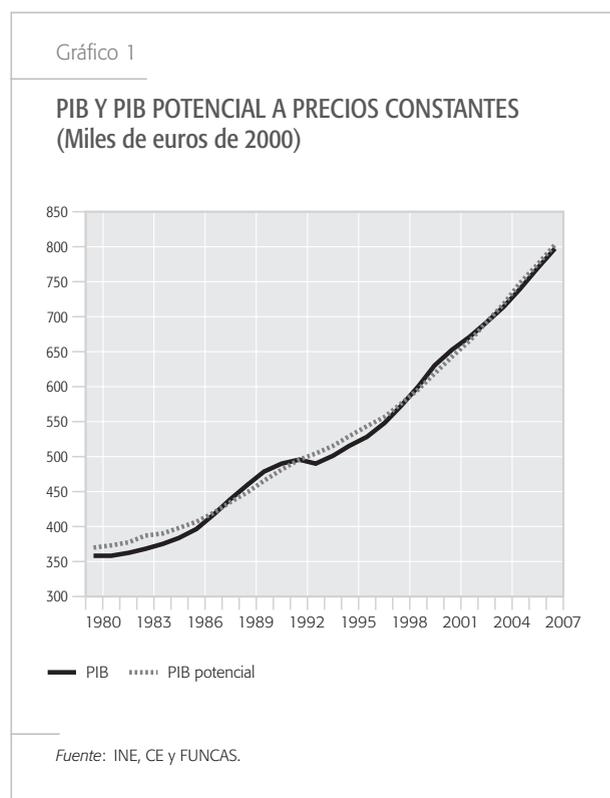
En un nivel sencillo, creo que es útil aproximarse al estudio de las claves del crecimiento económico diferenciando la producción efectiva (PIB efectivo) de la potencial (PIB potencial), es decir, la que podía alcanzarse utilizando adecuadamente la dotación de recursos existentes en cada momento en una senda de estabilidad. En este sentido cabría diferenciar dos situaciones distintas:

1. Si el PIB potencial es superior al PIB efectivo, seguramente esa economía adolece de un nivel insuficiente de demanda agregada. La demanda de consumo e inversión —pública y privada— no es suficiente para lograr que la economía crezca al ritmo requerido para que todos los factores se utilicen adecuadamente.

Parece, por tanto, claro que en estas circunstancias una política económica adecuada de crecimiento debe estimular la demanda agregada para que el PIB efectivo alcance su nivel potencial. Si esta política tiene éxito, la tasa de crecimiento del PIB efectivo superaría durante un cierto período a la del crecimiento potencial, para irse adaptando de forma estable a esta, una vez se cierre la brecha entre producción efectiva y potencial.

2. Cuando el PIB efectivo alcanza su nivel potencial el crecimiento de la demanda agregada no debe superar al ritmo de avance del PIB, so pena de generar tensiones inflacionistas por el exceso de demanda.

La política económica debe, en este caso, dividir sus esfuerzos entre *sostener* un nivel de demanda conveniente y *estimular* los factores que a largo plazo determinan el crecimiento económico, que suelen ser, por otra parte, acciones que requieren largos períodos de maduración. Ni el capital físico ni el humano o el avance tecnológico pueden ser improvisados.



La situación de la economía española en este contexto, como muestra el gráfico 1, es que, con leves oscilaciones, el PIB efectivo y el potencial prácticamente coinciden. Si no se hace nada más que mantener un alto ritmo de demanda —que tampoco puede sobrepasar ciertos límites bajo riesgo de inflación— el techo de crecimiento será la línea de tendencia que ya ha sido alcanzada. Por tanto, ahora el esfuerzo básico debe ser —sin abandonar el necesario sostenimiento de un nivel suficiente de demanda— avanzar el crecimiento potencial de la economía vinculado al aumento de la productividad total de los factores.

El aplazamiento permanente de esta línea de política económica, desaprovechando los tiempos de bonanza, hace que nuestra situación relativa en dotación de los factores que determinan el crecimiento a largo plazo, sea preocupante, no sólo en comparación con los países más avanzados de Europa, sino también con los socios más recientes de la Unión, lo que añade un riesgo importante para la competitividad internacional de nuestros productos.

### 3.2. La crisis de la vivienda

Los datos relativos a la construcción residencial (pese al desfase existente entre el inicio y la conclusión del proceso de construcción) empezaban ya a comienzos de 2007 a dar síntomas de pérdida de dinamismo.

Desgraciadamente, ese temor incipiente se ha ido consolidando en los meses sucesivos y continúa con rotundidad en el comienzo de 2008. Tal vez sirva de consuelo, para alguno, que ese fenómeno ha conllevado una ralentización ya perceptible en la evolución de los precios de la vivienda en la mayor parte de las ciudades españolas.

El tema es muy complejo y no admite explicaciones simplificadas. En mi opinión, existen al menos cuatro factores relevantes:

El primero es la pérdida de las condiciones de elevada liquidez y bajos tipos de interés que ha caracterizado a la economía española desde la entrada en la UEM. Como consecuencia de la elevación del tipo de intervención del BCE, que, del 2 por 100 entre junio de 2003 y noviembre de 2005 ha pasado al 4 por 100 entre diciembre de 2005 y la actualidad, el euríbor que es el tipo básico para los créditos hipotecarios ha ido aumentando en una secuencia que para 2006 y 2007 muestra el cuadro 3.

El segundo es el fuerte endeudamiento de las familias, cuya creciente trayectoria ya hacía prever desde hace años el agotamiento de la vivienda como motor de la demanda. Así, como muestra el cuadro 4 y el gráfico 2,

Cuadro 3

**SITUACIÓN FINANCIERA 2007**

	Euribor (porcentaje) 12 meses		Créditos dudosos porcentaje total		IBEX 35 Índice: 29/12/89 = 3.000	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Enero	2,833	4,064	0,71	0,66	11.104,30	14.553,20
Febrero	2,914	4,094	0,71	0,67	11.740,70	14.248,40
Marzo	3,105	4,106	0,68	0,66	11.854,30	14.641,70
Abril	3,221	4,253	0,68	0,67	11.892,50	14.374,60
Mayo	3,308	4,373	0,68	0,68	11.340,50	15.329,40
Junio	3,401	4,505	0,66	0,68	11.548,10	14.892,00
Julio	3,539	4,504	0,66	0,71	11.818,00	14.802,40
Agosto	3,615	4,666	0,68	0,75	12.144,70	14.479,80
Septiembre	3,715	4,725	0,67	0,75	12.934,70	14.576,50
Octubre	3,799	4,647	0,66	0,80	13.753,00	15.890,50
Noviembre	3,864	4,607	0,69	0,83	13.849,30	15.759,90
Diciembre	3,921	4,793	0,63	—	14.146,50	15.182,30

Fuente: Banco de España.

en 1995 la tasa de endeudamiento de las familias en porcentaje de la renta familiar disponible fue el 44,4 por 100. En 2007 se estima que pasó a situarse en el 131,9 por 100.

En tercer lugar, el crecimiento acumulativo del *stock* de vivienda sin vender ha ido generando una conciencia de que la denominada "burbuja financiera", creada en buena parte por la convicción de los propios demandantes de que

Cuadro 4

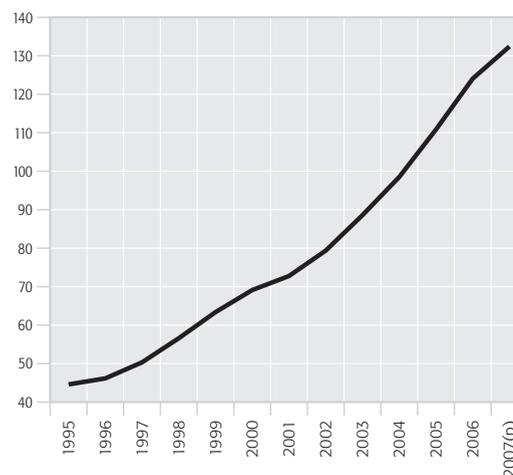
**DEUDA DE LOS HOGARES E ISFLSH EN PORCENTAJE DE LA RDB**

95	44,4
96	46,1
97	50,0
98	56,3
99	63,6
00	69,1
01	72,7
02	79,3
03	88,3
04	98,9
05	110,9
06	124,1
07(p)	131,9

Fuente: INE y BE.

Gráfico 2

**DEUDA DE LOS HOGARES E ISFLSH EN PORCENTAJE DE SU RDB**



Fuente: INE y Banco de España.

el precio de la vivienda siempre sería creciente y en mayor medida que el índice de precios de consumo, se estaba desinflando. Esta convicción comenzó a perder fuerza y ha ido ralentizando la demanda especulativa, aún dentro de un pulso fuerte, contribuyendo al estrangulamiento de la propia burbuja.

En cuarto lugar, el endurecimiento adicional de las condiciones crediticias en el último trimestre de 2007 ante el temor de añadir leña al fuego en la crisis hipotecaria originada en el verano de 2007 en Estados Unidos. El crecimiento de la morosidad (ver cuadro 3) ha elevado la prudencia y rigurosidad de evaluaciones de las condiciones económicas de los demandantes de crédito.

En realidad, algunos de estos factores han estado también tras la pérdida de intensidad de los restantes componentes de la demanda, particularmente el consumo. Para muchos analistas, la ralentización de la demanda era esperable y deseable como factor de corrección de los excesos del pasado. Tal vez las circunstancias han llevado la corrección más allá de lo deseable, sobre todo teniendo en cuenta la imbricación del sector de la vivienda en el conjunto de la economía española.

El problema que plantea esta crisis inmobiliaria es la necesidad de suplir la pérdida de dinamismo de la demanda de vivienda con otros componentes de la demanda agregada para que, en conjunto, su decaimiento sea el menor posible. El sustitutivo natural de la demanda interna es la exterior. Personalmente, siempre he creído que estimular las exportaciones no sólo compensaría la menor demanda de vivienda sino que contribuiría decisivamente a equilibrar nuestro sector exterior. Sin embargo, reconozco que las condiciones económicas internacionales a la baja, y el *handicap* de nuestro diferencial de inflación no hacen a corto plazo demasiado viable esa sustitución, por mucho que uno crea en la capacidad exportadora de las empresas españolas en tiempo de crisis de la demanda interna.

Tal vez, en ese contexto, si consiguiéramos colocar al sector público en una línea de actuación seria, más allá de promesas electorales y otros números similares, podría pensarse en un plan de adelantamiento del gasto público en inversión —especialmente en infraestructuras del transporte— que permitiera mantener niveles adecuados de demanda si la situación económica internacional se coloca en coordenadas aún más severas que las actuales.

Seguramente, una política que combinara ambos elementos —adelantamiento de inversión pública y mayor presencia de las exportaciones españolas en el comercio mundial— podría ser la clave para que la moderación de la demanda no traspasara ese difícil punto a partir del cual la

desaceleración podría convertirse en recesión. Luego retomaré este tema.

### 3.3. Crisis financiera

El tercer componente crítico de la actual situación económica y, sin duda, el más mediático es la crisis financiera.

Aunque las crisis financieras se propagan y presentan ramificaciones muy diversas, en origen la dificultad de realización de activos o el impago de las deudas colocan a las entidades financieras en una posición extrema. Para que haya crisis se tiene que producir la generalización de una situación de este tipo. El fallo o la quiebra de una sola entidad financiera no provoca habitualmente crisis sistémicas.

El problema central de las crisis financieras, vistas desde la óptica de la sociedad —no desde la estricta perspectiva de las instituciones afectadas— es el grado de incertidumbre que generan, la inestabilidad financiera que causan por la falta de transparencia y el desconocimiento de hasta donde llega —y con qué intensidad— la contaminación de los mercados, activos e instituciones que componen el sistema financiero.

En la actual crisis financiera uno de los aspectos más negativo es el bloqueo que se ha producido en una fuente fluida de fondos para las entidades: el mercado interbancario, ante el temor de que las instituciones demandantes se encuentren contaminadas por sus activos y sean incapaces de respetar sus compromisos.

Aunque, ciertamente, el análisis de las crisis financieras puede sofisticarse extraordinariamente, yo creo que el origen siempre está en la indebida financiación del sistema a agentes económicos —sean públicos, o privados, empresas o familias— que intentan gastar muy por encima de sus posibilidades, más allá de cualquier medida razonable.

Como todo el mundo sabe, la crisis actual tiene su origen en el deseo de financiar activos reales (especialmente vivienda) por familias con alto riesgo de no poder hacer frente a las amortizaciones de sus créditos hipotecarios (*subprime*) a su vencimiento, iniciado en el verano de 2007 en Estados Unidos.

Tal vez lo más novedoso de esta crisis esté en su forma de propagación y generalización, desde el ámbito limitado de algunas instituciones norteamericanas al resto del mundo. Y, la clave está en el proceso de innovación que ha permitido durante mucho tiempo, y con ventajas para todos, otorgar liquidez al sistema y diluir el riesgo entre

diferentes instituciones. Son básicamente dos los instrumentos que han permitido esta difusión de lo que, en origen, era un problema local que seguramente debería haberse saldado con la quiebra *in situ* de algunos bancos y otras instituciones con poca capacidad para gestionar el riesgo en que estaban incurriendo: *conduits* y *SIV*. La raíz común de ambos instrumentos es titular a corto una cartera de créditos o valores a largo plazo lucrándose por la diferencia de tipos de interés. Los *conduits* consisten específicamente en la financiación en el mercado de pagarés de empresas y mediante títulos a corto de paquetes de créditos comerciales. En el caso de los *SIV* (*Structured Investment Vehicle*), la venta de deuda a corto financia una cartera de títulos a largo plazo (hipotecarios).

En ambos casos se trata de operaciones fuera de balance que, por tanto, no consumen recursos propios conforme a los criterios de Basilea. Por otra parte, los paquetes de créditos que sirven de garantía (*colaterales*) a las emisiones de deuda a corto suelen tener un contenido abigarrado en el que operaciones sólidas se combinan con hipotecas *subprime*, haciendo el paquete más rentable pero más arriesgado y de más difícil calificación por las entidades de *rating*. Las agencias de calificación terminan dependiendo de los propios generadores de estos productos sintéticos a la hora de su valoración.

En otro artículo de este mismo número de *Cuadernos de Información Económica* se analiza con precisión el proceso de propagación de la crisis financiera a partir de estos instrumentos que carecen de transparencia y dificultan la valoración del riesgo y su control, por lo que no me extenderé en este tema.

Las crisis financieras, y la actual no es una excepción, tienen dos tipos de consecuencias distintas, una sobre el propio sistema financiero y su estabilidad, y otra sobre la economía real.

En el primer aspecto, estoy convencido de que tal vez los efectos de la crisis sean amplios y duraderos, pero al final del proceso las instituciones financieras más sólidas y transparentes saldrán fortalecidas, aunque otras se quedarán en el camino y serán absorbidas por las mejor dotadas o simplemente desaparecerán. En este terreno, la importancia de la contaminación en las entidades españolas del sistema bancario no creo que alcance la dimensión de otros países, tanto por su mejor trayectoria como por la actuación rigurosa de las autoridades de supervisión. Se ha dicho con razón, que las entidades españolas del sistema bancario están más afectadas por los problemas de liquidez que la crisis genera que por la calidad de sus carteras, que no parecen ser motivo de preocupación.

En el segundo terreno, es evidente que una crisis financiera siempre termina afectando a la economía real. Al menos por cuatro caminos: la restricción cuantitativa de créditos a hogares y empresas, su encarecimiento, las mayores dificultades para acceder al crédito bancario y la aparición de minusvalías en la venta de activos reales y financieros, que pueden afectar negativamente al consumo de los hogares.

La extensión internacional de la crisis y su dureza en los primeros meses de 2008 puede ser un síntoma de la importancia de sus efectos (internos e inducidos del exterior) sobre la producción y el empleo. Sin embargo, en mi opinión, la mayor parte de ellos se van a producir dentro del propio sistema financiero.

La contracción de créditos que cabría esperar en la fase inicial de la crisis financiera se va a producir en un momento en que, por razones ajenas a los elementos financieros, la demanda tampoco va a ser especialmente intensa. Cuando esta tome aliento, las entidades financieras más sólidas ya estarán emergiendo del dique seco en que inicialmente las puede haber colocado una marcada carencia de liquidez en los mercados internacionales, lo que les permitirá la continuidad de sus actividades habituales.

No parece que conforme a la política del Banco Central Europeo, los tipos de interés vayan a experimentar grandes alteraciones a corto plazo. Si las hay, serán más bien moderadas.

Sí es previsible una mayor competencia entre las instituciones para captar pasivo, ante las dificultades de financiación internacional y la elevación más que probable de las primas de riesgo.

Es posible que el "efecto riqueza" derivado de la pérdida de valor de los activos reales y financieros a corto plazo, pueda inducir cierta contención del consumo y una ligera recuperación del ahorro de las familias, pero, por otra parte, el aumento del ahorro contribuirá a reducir el elevado nivel actual de las necesidades de financiación exterior, lo cual es positivo. Este efecto real de la crisis financiera no debe confundirse con el hecho de que el sistema financiero internacional sea el vehículo de exportación de la crisis americana —que fue la que originó la difícil situación financiera— al resto del mundo.

#### 4. Algunas sugerencias para la política económica

Son muchas las incógnitas que pesan aún sobre el curso futuro de la economía española, lo que dificulta

el diseño de la política económica más conveniente. En términos generales, las tendencias inmanentes en el sistema económico parecen apuntar hacia 2008 como un año de ajuste a la baja. La demanda nacional crecerá entre punto y medio y dos puntos por debajo del crecimiento del año 2007. La respuesta del PIB va a estar en torno a un crecimiento del 2,6 por 100 como máximo (1,2 puntos al menos por debajo de la de 2007) y, como consecuencia, la creación de empleo será menos intensa, lo que incrementará la tasa de paro. Se prevén, sin embargo, mejoras en el comportamiento de la inflación.

Con estos datos, y como casi siempre sucede aquí, existen dos posiciones encontradas. Unos sostienen que no hay que hacer nada especial. Que las fuerzas del mercado conducirán a un nuevo equilibrio y que, a lo sumo, lo que habría que hacer es avanzar en los deberes pendientes de flexibilización de la economía y de reformas estructurales que permitan mejorar el comportamiento de los precios. Para otros, sin embargo, habría que adoptar un papel más activo. Una actuación de choque, como la preconizada por el Presidente norteamericano, que a través de políticas macroeconómicas convencionales, estimulen una pronta recuperación económica.

Seguramente, el modelo americano es poco extrapolable. En una economía tan flexible como la americana, con un intenso crecimiento de la productividad, los problemas son casi siempre de demanda y, por ello, los paquetes de medidas fiscales y monetarias pueden ser efectivos. En países como España las medidas de estímulo de demanda pueden ser peligrosas por sus efectos inflacionistas y por su escasa solidez a plazo medio.

Con el fin de proponer sugerencias concretas, voy a partir de tres hipótesis de trabajo que afectan al contexto externo de la economía española:

1. La situación internacional, y particularmente la europea, no va a ser de recesión abierta. Pienso que es aceptable pensar que constituye un cambio de ciclo que inicia una fase de desaceleración y crisis, sin llegar a valores negativos en la tasa de crecimiento.

2. Que el precio de referencia del petróleo no va a continuar la intensa escalada alcista del pasado año.

3. La política monetaria del Banco Central Europeo seguirá su actual línea de mantenimiento de los tipos de interés o, como mucho, de ligeros retoques a la baja de la actual situación.

Con estas coordenadas, cabe sugerir cuatro diferentes líneas de actuación en España.

1. La primera es el frente del equilibrio global, actuando a corto plazo sobre la demanda agregada. Eliminadas —por nuestra pertenencia a la UEM— las actuaciones de política monetaria, la mejor recomendación a mi juicio es no generar incrementos indiscriminados de la demanda que acentúen las tensiones inflacionistas. Sin embargo en dos aspectos muy selectivos creo que se podrían producir acciones positivas.

Por una parte, como desde el actual gobierno se ha sugerido, podrían adelantarse proyectos de inversiones públicas ya estudiados y que se encuentren en compás de espera, reduciendo los tiempos de decisión y ejecución. Dos riesgos acechan a este tipo de acción: el primero, es que, por los retrasos tan característicos del sector público, ocurra, como tantas veces en el pasado, que su efectividad se manifieste cuando ya no es necesaria e incluso pueda ser perturbadora. El segundo, es que dado el peso de las haciendas autonómicas en la inversión pública, cualquier acción sensible cuantitativamente requeriría la difícil tarea de plantear una acción conjunta entre todas las administraciones públicas, lo que parece un camino bastante complejo.

Desde una perspectiva macroeconómica el “saldo neutral” de la actividad presupuestaria se situará para 2008 muy cerca del equilibrio, lo que deja un margen respecto al superávit efectivo de algo más de un punto del PIB para practicar esta política de impacto, sin deterioro de la solvencia financiera pública. En mi opinión, de llegarse a una actuación rápida de este tipo, sería muy importante estudiar cuidadosamente su financiación. Seguramente, dada la buena calificación del riesgo soberano de España, debería utilizarse financiación exterior para no presionar adicionalmente sobre los mercados financieros internos.

Por otra parte, debería hacerse todo lo que esté en la mano de la autoridades para apoyar la presencia creciente de la exportación española en el comercio mundial. Y, en este sentido, tres tipos de actuaciones, parecen especialmente útiles:

- a) Moderar la inflación, avanzando en la liberalización del sector servicios, continuando con la reforma del mercado de trabajo y haciendo un planteamiento serio de la cuestión energética que reduzca nuestra dependencia del precio del petróleo.

Un tema que se está revelando como fundamental es la necesidad de revisar los costes de comercialización y distribución de productos agrarios, cuya rigidez puede estar contribuyendo de forma importante a la elevación del componente de alimentación en el IPC.

b) Reducir los costes empresariales para lo que, además de la cuestión energética antes señalada, sería importante rebajar y hacer más neutral la imposición sobre sociedades. También es importante la mejora de la productividad para reducir el impacto de los costes laborales unitarios.

c) Apoyar el proceso de relocalización internacional de la actividad industrial, para mejorar la competitividad de nuestros productos.

2. La segunda línea de acción debe ir encaminada a elevar las cotas futuras de crecimiento potencial. En ese sentido pienso que hay tres actuaciones necesarias:

a) Forzar el ritmo de la inversión en capital tecnológico.

b) Ordenar el flujo migratorio para que aporte al crecimiento español todas sus potencialidades.

c) Mejorar urgentemente la cantidad y, sobre todo, la calidad del capital humano.

3. El tercer campo de actuación sería el relativo al equilibrio financiero. Aquí es justo reconocer que no cabe una acción muy contundente sino más bien dejar actuar al mercado. En todo caso, debe asegurarse la continuidad en el control del sistema financiero por las entidades supervisoras, de forma que inyecte dosis crecientes de confianza en el sistema evitando tensiones innecesarias.

4. Señalaremos finalmente que, en parte como consecuencia de lo anterior, sería importante aprovechar la situación para reformar los aspectos menos satisfactorios de las administraciones públicas en cuatro escenarios.

a) Simplificar el cuadro impositivo, sin cesiones indiscriminadas de tributos.

b) Corregir el déficit de naturaleza estructural que aún pervive en la actual actividad presupuestaria, de forma que permita contemplar el futuro, una vez se hayan tenido en cuenta las consecuencias presupuestarias del envejecimiento y de la inmigración, con menos zozobra que en la actualidad.

c) Cerrar la actual ambigüedad de los sistemas de financiación autonómica y local, especialmente en esta última, ya que influiría decisivamente sobre la política local de suelo edificable.

d) Mejorar la eficiencia en la prestación de los servicios públicos.

## 5. Resumen y conclusiones

1. Este artículo ha intentado realizar una valoración de la actual situación de la economía española. Sobre la base de un resultado económico positivo para el conjunto del año 2007 se detecta, sin embargo, una pérdida de dinamismo a lo largo del año que transmite una trayectoria en declive a los primeros datos y estimaciones del inicio de 2008.

El consenso apunta a que los meses futuros presentarán no una simple pérdida de intensidad en el crecimiento sino un cambio de ciclo económico de intensidad y duración que aún no cabe determinar.

2. La actual crisis tiene su origen en la menor fortaleza de la demanda agregada y especialmente en la caída de la actividad del sector de la construcción, sobre todo en la vivienda, debido a la elevación de los tipos de interés y al fuerte e intensamente creciente endeudamiento de las familias.

La crisis arrastra, y lo seguirá haciendo, los efectos inducidos de una situación poco halagüeña de la economía internacional, exportada por Estados Unidos y con importante repercusión en Europa.

3. Esa crisis de la demanda de vivienda se ha combinado con otra financiera que ha utilizado nuevos instrumentos de titulización para expandir, a través del sistema financiero internacional, el riesgo, causando una pérdida de confianza en los mercados que ya está produciendo efectos en la economía real, que serán sensibles y duraderos, especialmente a través de las dificultades de acceso, limitaciones cuantitativas y encarecimiento del crédito.

Sin embargo, los costes de la crisis financiera afectarán fundamentalmente a las propias instituciones financieras que verán encarecer sus pasivos y dificultar sus posibilidades de expansión a corto plazo.

4. Como telón de fondo de esta grave situación coyuntural, la economía española adolece de un modelo de crecimiento que debe cambiar, centrando el esfuerzo en los factores que, a largo plazo, aumenten la productividad, sin descuidar el mantenimiento permanente de un nivel suficiente y no inflacionista de demanda.

5. La política monetaria del BCE está operando en la línea correcta de inyectar liquidez sin reducir los tipos de interés, lo que validaría la actuación inadecuada de los

agentes que han gestionado mal su riesgo o se han endeudado por encima de sus posibilidades.

La política financiera tiene que extremar la prudencia y la transparencia, evitando que las instituciones caigan en una guerra desmedida por el pasivo.

6. La política presupuestaria debe mantener —sin alegres reducciones carentes de sentido— sus niveles impositivos simplificando su estructura. Debe mejorar los servicios públicos —especialmente los que reducen costes a las empresas—, potenciar la creación de capital humano de calidad y de capital tecnológico y, tal vez, si la situación de demanda se deteriora en exceso, complementar la demanda privada adelantando inversiones —especialmente en infraestructuras— mientras se recuperan otros componentes. El actual superávit presupuestario permite este tipo de actuación sin traumas. Aunque con horizonte de medio y largo plazo el sector público español está muy necesitado de una reforma de

fondo para reducir su déficit estructural —que nunca llevo a desaparecer— y mejorar su eficiencia.

En todo caso, sería bueno aprovechar la situación de bajo tono para practicar las correcciones de estructura necesarias para que la economía española aumente su flexibilidad, eleve su competitividad y pueda incrementar su peso en el conjunto del comercio mundial.

7. Seguramente serán necesarias dosis importantes de paciencia para superar una situación compleja no confiando en que, el año 2007 en promedio, haya tenido unos registros positivos. Aunque los datos más recientes sean menos satisfactorios, ello no quiere decir que conduzcan inexorablemente a una recesión.

Hay que partir de un buen diagnóstico, no viciado de la situación, y diseñar una correcta política económica que combine equilibrio global y reformas estructurales siempre aplazadas.

# Evolución de la inflación en 2007 y previsiones para 2008

Ángel Laborda\*

## 1. Introducción

Cuando al comienzo de 2007 se hicieron las primeras previsiones de inflación para el año, las perspectivas apuntaban a una cifra que, de haberse materializado, hubiera sido el mejor registro desde 1998: un 2 por 100 en media anual, con un mínimo del 1,5 por 100 en julio y un máximo del 2,6 por 100 en diciembre. Cerrado el ejercicio, la inflación media anual ha alcanzado un 2,8 por 100, tasa alejada de dichas previsiones, pero inferior a la de los siete años anteriores. A pesar de ello, 2007 se recordará probablemente como uno de los años más inflacionistas desde la integración de España en la UEM. Ello es así porque pocas veces se ha asistido a un cambio tan brusco de la inflación como el registrado entre agosto (2,2 por 100) y diciembre (4,2 por 100) del pasado año.

Para completar el cuadro, esta escalada de los precios se produjo en un contexto de inflexión de la tendencia cíclica expansiva que registraba la economía desde 2003, de subidas de los tipos de interés, de deterioro del clima económico tras desatarse en el verano la crisis financiera de las *subprime* en los EE.UU. y de aumentos del paro, en buena parte por factores estacionales. Todo ello contribuyó a percibir los efectos de la subida de la inflación de forma mucho más negativa y dañina para las economías familiares y del conjunto del país de lo que se había percibido en otras situaciones similares que se han dado en los últimos años. Además, el hecho de que las subidas de los precios se concentraran en los carburantes y alimentos, productos que se adquieren con una frecuencia prácticamente diaria, produjo el efecto psicológico de agrandar la escalada inflacionista por encima de las cifras oficiales del IPC.

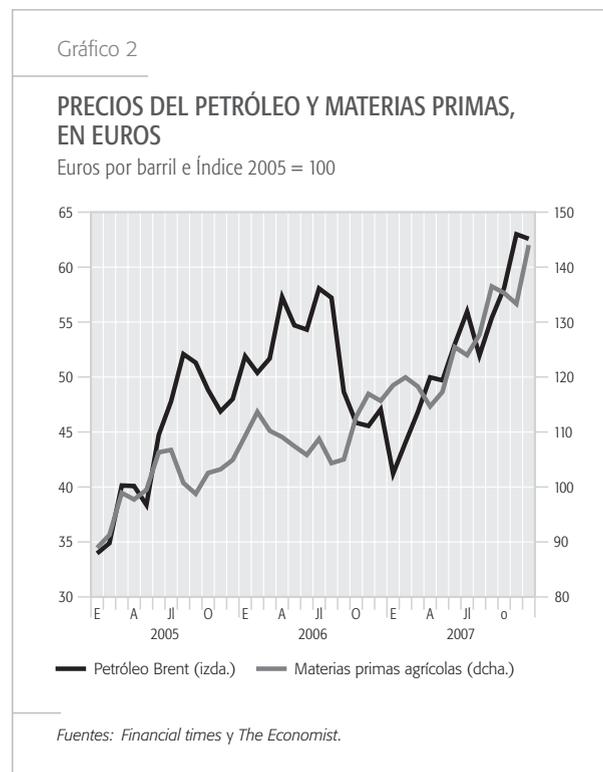
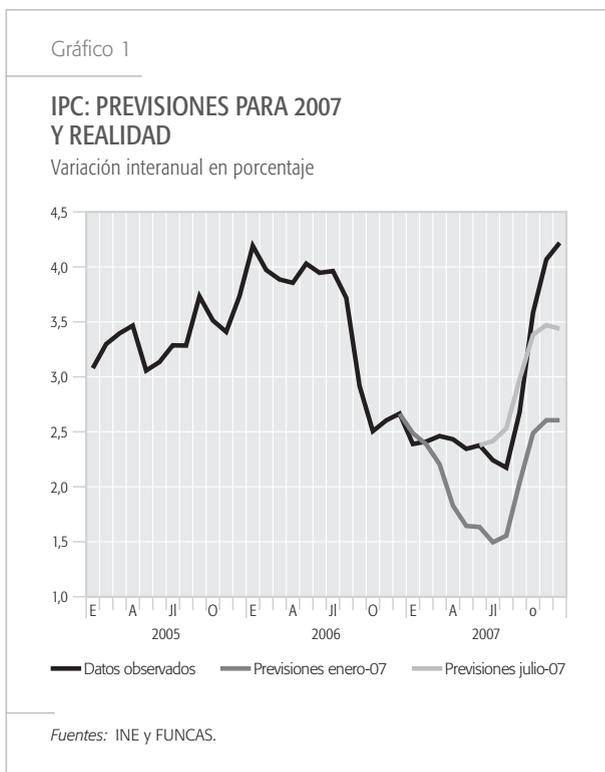
\* Director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

En el segundo apartado de este artículo, tras esta introducción, se analiza la evolución de la inflación durante el último año, dedicando dentro de él sendas secciones al IPC, a otros indicadores de precios, al deflactor del PIB y al diferencial con la zona del euro. En el tercer apartado se examinan las causas y factores que determinaron la inflación, especialmente su brusco aumento de los últimos meses. Por último, en el cuarto se presentan las previsiones para 2008.

## 2. Evolución de la inflación en 2007

### 2.1. Precios de consumo (IPC)

El año 2007 se cerró con una inflación de precios de consumo del 4,2 por 100 en diciembre. Esta cifra supone una notable aceleración respecto al 2,7 por 100 con que cerró 2006. También supone una notable desviación respecto a las previsiones que se hicieron al comienzo del año e incluso mediado ya el mismo, como puede verse en el gráfico 1. Como luego se comentará con más detalle, los factores más importantes que explican esta desviación fueron el fuerte repunte de los precios del petróleo y de las materias primas agrícolas a escala internacional (gráfico 2). Pese a ello, no puede decirse que el pasado año en su conjunto fuera peor que el anterior, ya que en media anual (2,8 por 100) la tasa fue siete décimas porcentuales (dp) inferior. Por otra parte, la inflación subyacente, que constituye un indicador más idóneo que el IPC total para seguir la tendencia de los precios, acabó el año en el 3,3 por 100, 8 dp más que un año antes. Sin embargo, este aumento se debió al grupo de alimentos elaborados, que se aceleraron rápidamente en los meses finales del año re-



flejando el citado aumento de las materias primas agrícolas. Si se prescinde de este grupo en la inflación subyacente, como se hace en algunos países, entre ellos, en los EE.UU., esta nueva medida de la inflación subyacente (equivalente a la media de los bienes industriales no energéticos y de los servicios) se situó en diciembre en el 2,3 por 100, 3 dp menos que un año antes.

En el cuadro 1 y gráfico 3 se ofrece información detallada de la evolución del IPC en 2007, así como de la contribución de cada uno de sus componentes a la **inflación total** al finalizar 2006 y 2007. Partiendo del 2,7 por 100 en diciembre anterior, la inflación total mantuvo una tendencia a la baja hasta el 2,2 por 100 en agosto y posteriormente repuntó bruscamente hasta el citado 4,2 por 100 en diciembre. No todos los grandes grupos de productos registraron, sin embargo, este particular comportamiento. Si se divide la cesta del IPC en dos grandes componentes, los bienes y los **servicios**, estos últimos mantuvieron un perfil prácticamente plano a lo largo del año en torno a una media anual del 3,9 por 100, la misma que en 2006. Esto indica dónde reside el núcleo más resistente de la alta inflación española, al margen de los vaivenes provocados por factores volátiles. Por encima del 4 por 100 en media anual se situó la rúbrica de turismo y hostelería, que supone algo más de un tercio del grupo, así como el alquiler de vivienda, los servicios para el hogar, los servicios médicos y la enseñanza, sectores intensivos en general en mano de obra, de lento avance de la productividad, escasa compe-

tencia en algunos casos y elevada demanda. Sin embargo, aquellos que se desenvuelven en un entorno más competitivo, como los servicios recreativos, los seguros y sobre todo las comunicaciones, presentan tasas más bajas.

Dentro del componente de **bienes**, el perfil y la casuística son mucho más variados. Comenzando por los alimentos, nos encontramos con el otro gran grupo inflacionista de la economía española, no sólo en el último año, sino con carácter más permanente, los **alimentos sin elaboración**. Estos mantienen, dentro de una elevada volatilidad, una tendencia al alza en los últimos años y en 2007 aumentaron, tanto en media anual como en diciembre, casi un 5 por 100, destacando las frutas, legumbres y hortalizas, y algunas carnes. En cambio se moderó notablemente el precio del pescado. Es difícil encontrar causas precisas a esta tendencia, tratándose de unos mercados donde operan infinidad de agentes, pero podrían citarse, además del encarecimiento de los piensos destinados al ganado y los factores climáticos, la ineficiencia de los canales de distribución (a la que no son ajenas las intervenciones restrictivas administrativas), la demanda, por los aumentos de la población y del nivel de vida, y un efecto de *catching-up* con los países del centro y norte de Europa al partir de niveles de precios inferiores a los de esos países, a los que se destina, por otro lado, buena parte de la producción española. La apertura de la PAC a las producciones del norte de África y de otras zonas del mundo contribuiría sin duda a moderar la inflación de estos bienes básicos.

Cuadro 1

**ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO, 2006-2007**

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Ponderación en 0/00	Media 2006	Media 2007	Diciembre 2006	Agosto 2007	Diciembre 2007	Aportación a la tasa interanual del IPC, en pp	
							Dic. 2006	Dic. 2007
<b>1. IPC total</b>	<b>1.000,000</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>4,2</b>	<b>2,666</b>	<b>4,220</b>
b) Inflación subyacente (a)	822,999	2,9	2,7	2,5	2,5	3,3	2,049	2,723
c) I. subyacente sin alimentos elaborados (b)	655,188	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	1,675	1,490
<b>2. Bienes</b>	<b>635,183</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,2</b>	<b>4,4</b>	<b>1,339</b>	<b>2,824</b>
<b>2.1. Alimentación, bebidas y tabaco</b>	<b>248,785</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>6,6</b>	<b>0,752</b>	<b>1,631</b>
<b>2.1.1. Alimentos sin elaboración</b>	<b>80,974</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,9</b>	<b>0,377</b>	<b>0,398</b>
Carne de vacuno	11,289	8,9	6,0	7,8	4,8	4,6	0,094	0,052
Carne de ovino	3,667	3,5	-0,7	-15,1	-5,2	9,9	-0,063	0,036
Carne de porcino	7,293	4,4	2,7	5,3	0,6	1,5	0,041	0,011
Carne de ave	8,588	3,5	9,7	12,9	5,8	10,2	0,115	0,087
Pescado	16,353	5,7	2,5	5,8	2,2	0,6	0,099	0,009
Crustáceos y moluscos	7,127	2,3	0,1	1,2	-0,1	0,6	0,009	0,004
Huevos	2,025	2,8	4,3	4,6	0,9	9,6	0,011	0,019
Frutas frescas	15,878	0,1	4,5	0,5	6,8	7,8	0,008	0,124
Legumbres y hortalizas frescas	10,724	-0,8	6,4	-0,6	7,5	7,6	-0,006	0,081
Patatas	3,658	17,6	8,4	24,0	3,1	-4,8	0,081	-0,018
<b>2.1.2. Alimentos elaborados, bebidas y tabaco</b>	<b>167,811</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>7,4</b>	<b>0,375</b>	<b>1,234</b>
Charcutería	19,205	2,4	3,9	3,4	3,9	3,7	0,061	0,071
Pan y cereales	33,238	3,5	5,8	3,2	4,5	10,6	0,112	0,352
Leche	11,475	3,5	10,0	2,9	4,9	31,7	0,038	0,364
Productos lácteos	16,624	1,0	3,4	1,0	1,4	10,0	0,017	0,166
Aceites y grasas	8,582	23,4	-16,8	-2,3	-15,0	-9,0	-0,020	-0,077
Bebidas no alcohólicas	12,544	3,1	3,1	3,1	2,8	3,4	0,038	0,042
Bebidas alcohólicas	8,382	2,7	2,9	2,2	2,8	3,9	0,019	0,032
Tabaco	19,846	1,5	8,8	1,1	8,1	7,0	0,024	0,139
<b>2.2. Bienes industriales</b>	<b>386,398</b>	<b>3,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,1</b>	<b>0,587</b>	<b>1,192</b>
<b>2.2.1. Productos energéticos</b>	<b>96,028</b>	<b>8,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>11,5</b>	<b>0,240</b>	<b>1,100</b>
Carburantes	54,991	6,6	1,4	0,0	-4,2	16,2	0,001	0,891
Electricidad, gas y otros combustibles	41,037	9,8	1,9	5,9	0,4	5,0	0,239	0,206
<b>2.2.2. Bienes industriales no energéticos (BINEs)</b>	<b>290,370</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,347</b>	<b>0,092</b>
Vestido y calzado	90,280	1,3	1,1	1,3	1,0	1,2	0,119	0,104
Muebles y otros enseres	16,634	3,7	3,7	3,6	3,7	4,0	0,062	0,067
Electrodomésticos	10,173	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,004	-0,003
Artículos no duraderos hogar	14,776	1,7	1,5	2,0	1,4	1,7	0,034	0,025
Medicamentos y material terapéutico	15,677	-0,5	-5,5	0,1	-6,7	-6,6	0,001	-0,104
Automóviles turismo	59,486	2,4	1,4	1,7	1,5	0,5	0,108	0,032
Objetos recreativos e informáticos	24,752	-3,9	-5,6	-4,4	-6,1	-6,5	-0,102	-0,161
Libros, prensa y papelería	16,641	1,6	2,2	1,9	2,1	2,0	0,033	0,033
Artículos de uso personal	27,557	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	0,078	0,086

Cuadro 1 (continuación)

**ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO, 2006-2007**

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Ponderación en 0/00	Media 2006	Media 2007	Diciembre 2006	Agosto 2007	Diciembre 2007	Aportación a la tasa interanual del IPC, en pp	
							Dic. 2006	Dic. 2007
<b>3. Servicios</b>	<b>364,818</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>1,327</b>	<b>1,397</b>
Alquiler de vivienda	22,920	4,4	4,4	4,5	4,4	4,2	0,104	0,097
Servicios para el hogar	16,236	4,4	4,1	4,7	4,2	3,9	0,069	0,063
Servicios médicos y similares	20,431	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	0,081	0,087
Servicios de transporte	11,443	5,7	3,8	4,6	3,7	4,3	0,052	0,049
Comunicaciones	35,845	-1,3	0,2	-1,5	0,5	0,8	-0,049	0,028
Servicios recreativos, deportivos y culturales	16,377	2,4	3,1	3,0	3,0	3,4	0,046	0,056
Enseñanza	16,027	4,0	4,5	4,4	4,5	4,1	0,074	0,065
Seguros	39,711	3,3	3,0	3,5	2,8	2,7	0,135	0,108
Turismo y hostelería	128,797	4,3	4,4	3,9	4,5	4,5	0,488	0,579

Fuente: INE (IPC).

(a) IPC total excluidos los alimentos sin elaboración y los productos energéticos = alimentos elaborados, BINEs y servicios.  
 (b) Es el concepto de inflación subyacente que se utiliza en algunos países, por ejemplo, en los EE.UU.

El otro componente de la alimentación, los **alimentos elaborados**, mantuvieron durante la primera parte del año la tendencia de desaceleración iniciada en el verano de 2006, situando su tasa interanual en el 2,2 por 100 en julio. Pero, como se ha señalado, a partir de agosto iniciaron una escalada que llevó a esta tasa al 7,4 por 100 en diciembre. A pesar de ello, el crecimiento medio anual fue del 3,7 por 100, similar al del año anterior. En general, este perfil fue común a las principales rúbricas, pero especialmente a la leche y productos lácteos (31,7 y 10 por 100 en diciembre, respectivamente) y al pan, cereales y derivados (10,6 por 100). Ambos grupos de productos explican 0,7 puntos porcentuales (pp) de los 1,5 pp que aumentó la inflación entre los meses de diciembre de 2006 y 2007. Otra décima viene explicada por el aumento del precio del tabaco, debido a la subida de su carga fiscal. Los aumentos del pan y cereales obedecen fundamentalmente a las fuertes subidas de los cereales en los mercados internacionales, al darse un cúmulo de factores adversos, desde la escasez de las cosechas en varios de los principales países productores a la fuerte demanda generada por los países emergentes con elevado crecimiento económico y por su utilización para obtener carburantes alternativos al petróleo, sobre todo en los EE.UU. En cuanto a los productos lácteos, se conjugan factores de subida de las materias primas con una mala gestión del mercado co-

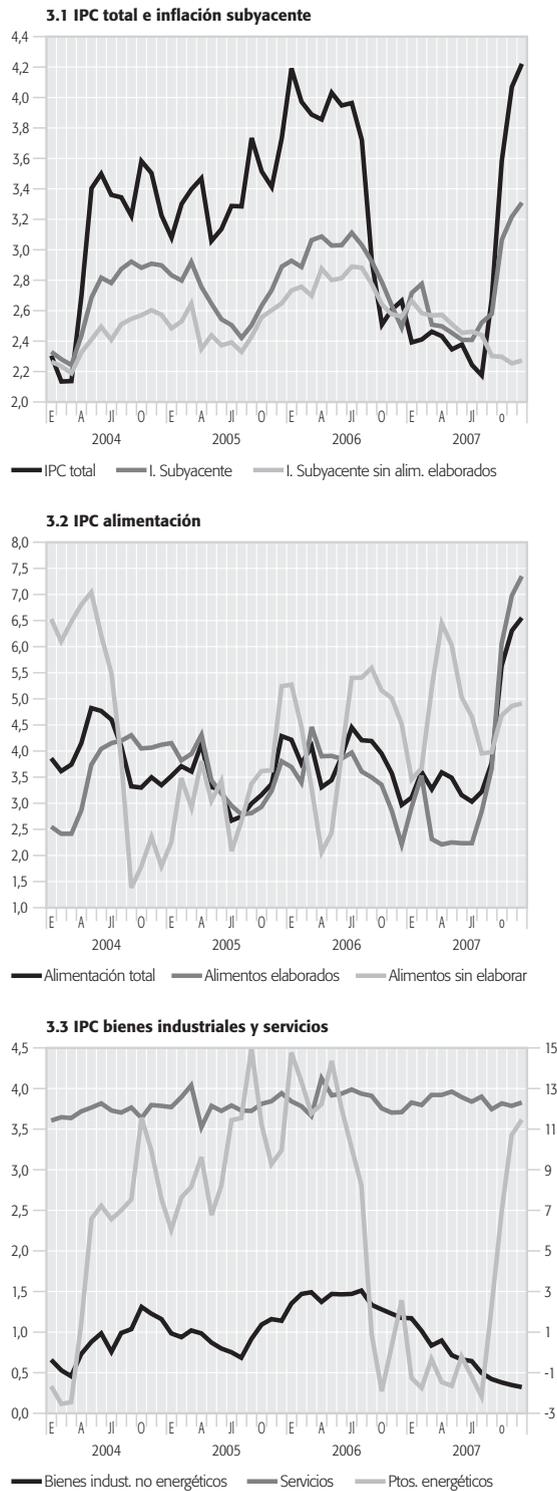
mún de la leche de la PAC. No obstante, estos factores también afectaron a los países de la zona del euro y ahí la tasa interanual del pan y cereales se situó en diciembre en el 7,1 frente al 10,6 por 100 en España. Mayor diferencial se observaba en el grupo de la leche y derivados, con un 11,2 por 100 en la zona euro y 18 por 100 en España, aunque aquí las ineficiencias de la PAC son más notorias. Todo apunta, por tanto, a que en España los aumentos ocasionados por la carestía de las materias primas se ven agrandados por la baja productividad y las ineficiencias tanto en el nivel de producción como sobre todo en el de distribución.

En el ámbito de los bienes industriales, cabe distinguir entre los **productos energéticos** y los no energéticos. Los primeros iniciaron el año con tasas interanuales negativas, heredadas de la caída del precio del petróleo durante la segunda mitad de 2006 (gráfico 2), que perduraron hasta agosto, pues, aunque el precio de esa materia prima se orientó de nuevo al alza desde comienzos del año, su nivel en euros no superó al de un año antes hasta septiembre, en buena parte por la apreciación del euro frente al dólar. Estas tasas negativas son las que explican la moderación de la inflación total hasta agosto. A partir de septiembre, sin embargo, la inflación de los productos energéticos cambió de signo y comenzó a acelerarse hasta alcanzar un 11,5 por

Gráfico 3

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

Variación interanual en porcentaje



Fuente: INE.

100 en diciembre, frente al 2,6 por 100 con que acabó 2006. La diferencia explica 0,9 pp de los 1,5 pp de aumento de la inflación a lo largo del año, impacto que podría haber sido mayor si el encarecimiento del petróleo se hubiera repercutido a los precios administrados de la electricidad y el gas en toda su magnitud. Al no haberse hecho esto, se ha generado un nuevo déficit tarifario en el sector eléctrico (ya son muchos los años en que se produce esta situación), reconocido por ley, y que se abonará por los consumidores en cómodos plazos en los recibos de la luz de los próximos diez o quince años. Este sistema tiene la virtud, además de reducir unas décimas la inflación, de que no conduce a la quiebra de las empresas productoras, como ocurrió hace unos años en California, pero resulta una mala política en cuanto que impide que el precio real de la energía actúe como elemento impulsor del ahorro y de una mayor eficiencia en el uso de la misma.

Los **bienes industriales no energéticos** que ponderan casi un 30 por 100 en el IPC, fueron el único grupo cuya inflación mantuvo una tendencia a la baja durante todo el año y mejoró las previsiones, situando su tasa en diciembre en el 0,3 por 100. Algunas rúbricas registran tasas negativas de cierta importancia, como los medicamentos (precios regulados), los objetos recreativos e informáticos o los electrodomésticos. El precio de los automóviles sólo aumentó un 0,5 por 100 y el del vestido y calzado, un 1,2 por 100. Detrás de este comportamiento, más relevante si se tiene en cuenta el fuerte aumento de la energía y otras materias primas, está el efecto moderador de los precios de los productos importados de fuera de la zona euro, la caída de los costes laborales por unidad producida en el sector manufacturero, debida al aumento de la productividad, y el debilitamiento de la demanda conforme avanzaba el año.

Por último, por lo que al IPC se refiere, se presentan en el cuadro 2 las rúbricas de mayor y menor inflación en diciembre de 2007. De las 57 rúbricas en que se divide el IPC, más las que resultan de dividir la de transporte personal entre carburantes, automóviles y servicios ligados al automóvil, catorce de ellas, que suponen el 18,6 por 100 de la cesta, superaron la tasa del 5 por 100, explicando el 55 por 100 de la inflación total. Once son productos alimenticios y la de más aportación a la inflación, por su elevada tasa y por su ponderación, es la de carburantes. Dado que todos estos bienes se adquieren y consumen con una elevada frecuencia, ello explica la sensación popular de que la inflación todavía es más alta que la que refleja el IPC. Entre las rúbricas con una inflación inferior al 1,5 por 100 se encuentran otras catorce, que en conjunto suponen el 20 de la muestra. Aparte de los aceites y grasas, patatas, pescado y comunicaciones, el resto son bienes industriales no energéticos. Sólo hay cinco rúbricas con tasa negativa, que han tenido una contribución negativa a la inflación de casi 4 dp.

Cuadro 2

IPC: PRODUCTOS DE MAYOR Y MENOR INFLACIÓN EN DICIEMBRE DE 2007

Mayor inflación				Menor inflación			
	Ponde- ración en 0/00	Variación interanual, en porcentaje	Aporta- ción a la inflación total, en puntos porcent.	Agosto 2007	Ponde- ración en 0/00	Variación interanual, en porcentaje	Aporta- ción a la inflación total, en puntos porcent.
1. Leche	11,475	31,7	0,364	1. Aceites y grasas	8,582	-9,0	-0,077
2. Carburantes	54,991	16,2	0,891	2. Medicamentos y material terapéutico	15,677	-6,6	-0,104
3. Pan	18,106	14,4	0,261	3. Objetos recreativos e informáticos	24,752	-6,5	-0,161
4. Carne de ave	8,588	10,2	0,087	4. Patatas	3,658	-4,8	-0,018
5. Productos lácteros	16,624	10,0	0,166	5. Electrodomésticos	10,173	-0,3	-0,003
6. Carne de ovino	3,667	9,9	0,036	6. Prendas de vestir de niño y bebé	10,7	0,0	0,000
7. Preparados de legumbres y hortalizas	5,053	9,8	0,049	7. Automóviles turismo	59,486	0,5	0,032
8. Huevos	2,025	9,6	0,019	8. Pescado	16,353	0,6	0,009
9. Frutas frescas	15,878	7,8	0,124	9. Comunicaciones	35,845	0,8	0,028
10. Legumbres y hortalizas frescas	10,724	7,6	0,081	10. Prendas de vestir de mujer	33,0	1,0	0,035
11. Tabaco	19,846	7,0	0,139	11. Prendas de vestir de hombre	24,7	1,2	0,030
12. Cereales y derivados	15,437	6,0	0,092	12. Calzado de niño	3,5	1,3	0,004
13. Reparación de calzado	0,152	5,9	0,001	13. Publicaciones	11,5	1,4	0,016
14. Café, cacao e infusiones	3,507	5,7	0,020	14. Calzado de hombre	6,9	1,4	0,010
<b>Total</b>	<b>186,073</b>	<b>-</b>	<b>2,332</b>	<b>Total</b>	<b>205,325</b>	<b>-</b>	<b>-0,198</b>

Fuente: INE (IPC).

2.2. Otros indicadores de precios

Si bien el IPC constituye el indicador de precios por excelencia, el fenómeno inflacionista se va generando y acumulando en todas las fases de producción e importación, por lo que es preciso utilizar otros indicadores para tener una visión completa del mismo. En gráfico 4 se ofrece la evolución de los indicadores disponibles más importantes, que se completa en la sección siguiente, en la que se analizan los deflatores del PIB y de la demanda interior.

En la fase de producción, el indicador más importante es el **Índice de Precios Industriales (IPRI)**. Como se ve en el gráfico 4.1, este indicador presenta un perfil muy similar al del IPC, registrando un repunte en los últimos meses del año hasta el 5,9 por 100 en diciembre. A pesar de ello, la media anual (3,3 por 100) fue notablemente inferior a la de 2006 (5,3 por 100). La aceleración en los últimos meses se debió fundamentalmente al componente

de energía, aunque también contribuyeron los bienes de consumo, concretamente los alimentos, que situaron su tasa interanual en el 9,3 por 100 en diciembre. En cambio, los bienes de consumo no alimenticio mostraron una desaceleración a lo largo del año hasta registrar tasas negativas en el último trimestre.

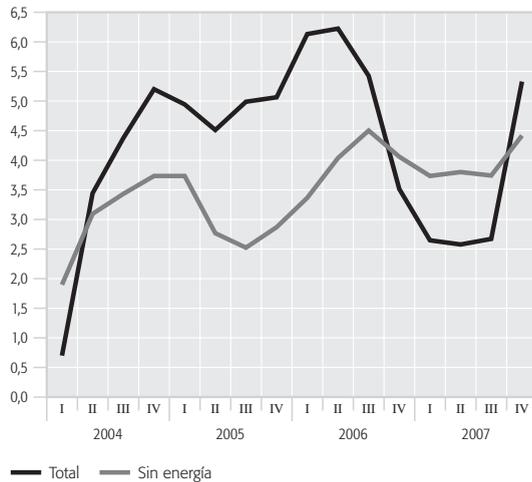
Al contrario que en 2006, en el que los **precios percibidos por los agricultores** (gráfico 4.2) disminuyeron, en 2007 registraron un considerable aumento, que fue acelerándose a lo largo del año hasta alcanzar en noviembre tasas del 21 por 100 para los productos agrícolas y del 36 por 100 para los ganaderos, excepto el ganado de abasto, cuyos precios cayeron. Por su parte, los **precios pagados por los agricultores** (muchos de ellos, como los piensos, provienen del mismo sector) también se aceleraron hasta tasas similares a los precios percibidos, lo que, junto a la subida de la energía y otras materias primas, ha impedido que las rentas netas del sector apenas se hayan visto beneficiadas por el aumento de los precios de la producción final.

Gráfico 4

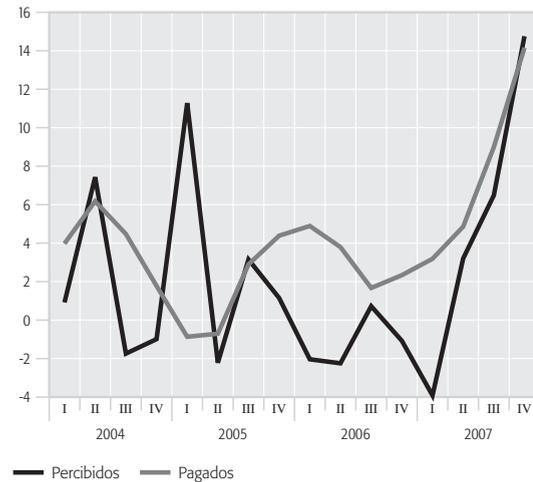
## OTROS INDICADORES DE PRECIOS

Variación interanual en porcentaje

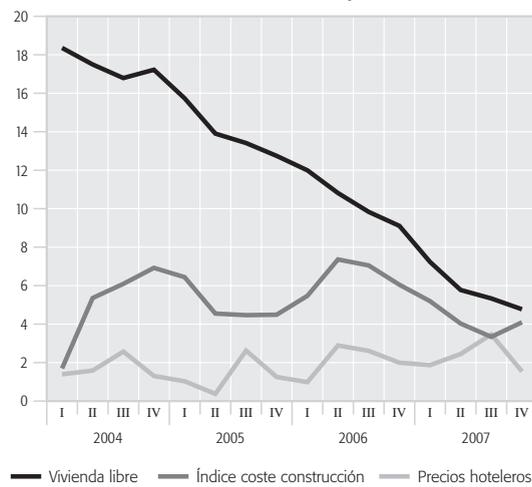
## 4.1 Precios de producción industrial (IPRI)



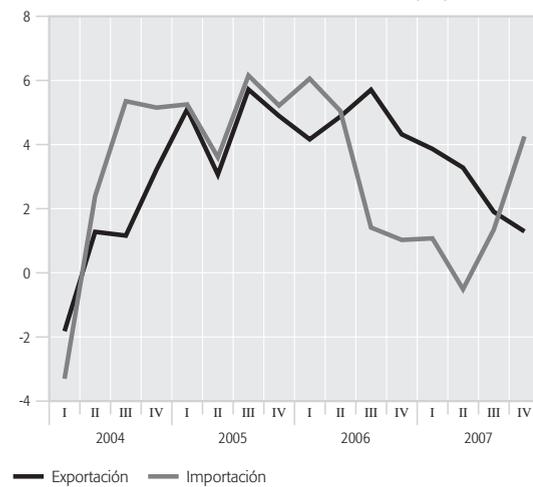
## 4.2 Precios agrarios



## 4.3 Precios de la vivienda, construcción y hoteleros



## 4.4 Precios del comercio exterior de mercancías (IVU)



Fuentes: M.º Agricultura, M.º Fomento, M.º Economía e INE.

\* Dato de julio para el tercer trimestre de 2002.

\*\* Media de octubre-noviembre para cuarto trimestre de 2002.

Para el sector de la construcción se dispone de dos indicadores, los **costes de la construcción** y los precios de la vivienda (gráfico 4.3). Los primeros mantuvieron hasta el tercer trimestre la tendencia de desaceleración iniciada en 2006, estabilizándose posteriormente en tasas del orden del 4 por 100. También, y de forma más pronunciada, dado su mayor nivel de partida, se desaceleraron los precios de la **vivienda libre**, cuya tasa interanual se situó en el 4,8 por 100 en el último trimestre. El aumento medio anual fue del 5,8 por 100, casi la mitad que en 2006 y muy

alejado de las tasas del 17,5 por 100 en 2003-2004. Teniendo en cuenta los aumentos de los costes de la construcción, de comercialización y sobre todo del suelo, podría concluirse que probablemente el año 2007 haya sido el primero en muchos en el que las empresas promotoras no hayan aumentado sus márgenes.

Por último, las tasas de variación interanual de los **precios de las exportaciones e importaciones de mercancías** (gráfico 4.4), aproximados por los Índices de Valor

Unitario (IVU), mostraron hasta mediados del año una tendencia a la baja, que al ser más acusada en el caso de las importaciones, permitió una mejora notable de la relación real de intercambio y ejerció un efecto moderador sobre los precios de la demanda interna. Sin embargo, en el segundo semestre, al tiempo que continuaba la tendencia a la baja de los precios de las exportaciones, los de las importaciones cambiaron bruscamente al alza, reflejando, sobre todo, los aumentos de los precios de la energía y de las materias primas, pero también de los bienes de consumo y de capital, lo que pudiera estar indicando que los tiempos de importar deflación pueden estar llegando a su fin.

se quiere es analizar la inflación generada por una economía. Por un lado, el IPC no incluye más que los bienes y servicios del consumo interno final, dejando fuera, por tanto los precios de la formación bruta de capital y de las exportaciones y, por otro lado, incluye un alto porcentaje de bienes y servicios importados, cuyos precios se han generado en el exterior. Para analizar la inflación generada por una economía es necesario utilizar el deflactor del PIB, es decir, el aumento de precios de los bienes y servicios producidos en el interior del territorio económico.

En el cuadro 3 y gráficos 5 y 6 se ofrece la evolución de dicho deflactor y de sus componentes. Los precios del PIB aumentaron en 2007 un 3,1 por 100 en media anual, 9 dp menos que en el año anterior. Esta tasa supera a la del IPC en 3 dp, como viene siendo habitual desde hace años, pero el perfil de ambos indicadores a lo largo del año ha sido bien diferente, ya que el deflactor del PIB ha mantenido una tendencia constante a la baja hasta situarse por debajo del

### 2.3. La inflación generada por la economía española: el deflactor del PIB

El IPC es el indicador por excelencia de la inflación, pero no es el más completo ni el adecuado cuando lo que

Cuadro 3

#### FORMACIÓN DE LOS DEFLACTORES DEL PIB Y DE LA DEMANDA NACIONAL, 2006-2007

Deflactor del PIB	Variación media anual en porcentaje			Contribución en puntos porcent. al deflactor del PIB			Contribución en porcentaje al deflactor del PIB		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
1. Remuneración de los asalariados (CLU) (a)	2,5	2,3	2,7	1,2	1,1	1,2	27,6	27,2	40,0
2. Excedente bruto de explotación/rentas mixtas (a)	5,0	5,2	4,8	2,1	2,2	2,1	50,4	56,0	67,1
3. Impuestos netos sobre los productos (a)	9,0	6,1	-1,9	0,9	0,7	-0,2	22,0	16,8	-7,0
<b>4. DEFLACTOR DEL PIB (1 + 2 + 3)</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Deflactor de la demanda nacional	Variación media anual en porcentaje			Contribución en puntos porcent. al deflactor de la demanda nacional			Contribución en porcentaje al deflactor de la demanda nacional		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
5. Deflactor del PIB	4,2	4,0	3,1	4,1	3,8	2,9	99,3	98,6	97,4
6. Deflactor de las exportaciones	4,3	4,0	2,3	-1,1	-1,0	-0,6	-26,1	-25,7	-18,8
<b>7. Deflactor PIB destinado al mercado nacional (5 - 6)</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>73,2</b>	<b>72,8</b>	<b>78,2</b>
8. Deflactor de las importaciones	3,8	3,5	2,2	1,1	1,0	0,7	26,8	27,2	21,8
9. Relación real de intercambio (6 + 8)	0,5	0,5	0,1	0,0	0,1	0,1	0,7	1,4	3,0
<b>10. DEFLACTOR DEMANDA NACIONAL (7 + 8)</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
— Consumo privado	3,4	3,4	2,8	1,9	1,9	1,5	46,3	48,8	50,2
— Consumo público	3,7	3,7	3,0	0,6	0,6	0,5	15,2	16,5	17,1
— FBCF en construcción	7,4	6,2	3,0	1,2	1,0	0,5	28,2	26,3	16,9
— FBCF en equipo y otros productos	3,6	2,7	3,8	0,4	0,3	0,5	9,8	8,1	15,1

Fuentes: INE (CNE) y FUNCAS.

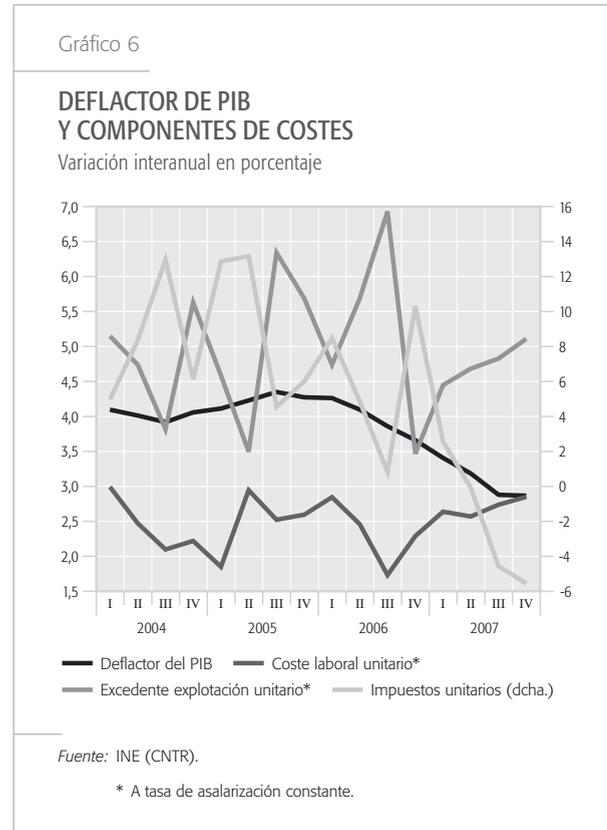
(a) Por unidad de producto.



3 por 100 en los dos últimos trimestres del año. Ello pone de manifiesto que las tensiones inflacionistas de los últimos meses no se han generado dentro de la economía española, sino que tienen un origen foráneo.

De los tres factores de coste (rentas) en que podemos desglosar el deflactor del PIB, los costes laborales por unidad producida (CLU), calculados a tasa de asalarización constante, aumentaron un 2,7 por 100, 4 dp más que en año anterior, y su aportación al deflactor del PIB aumentó hasta el 40 por 100, a pesar de lo cual quedó por debajo de lo que les correspondería por su peso en el PIB (casi un 46 por 100). Los impuestos indirectos netos por unidad de producto, que en años anteriores venían creciendo notablemente por encima del deflactor del PIB, disminuyeron un 1,9 por 100, lo cual permitió que, a pesar de la aceleración de los CLU, el excedente bruto unitario, a tasa de asalarización constante, creciera de nuevo notablemente por encima del deflactor del PIB, un 4,8 por 100, lo que indica que los márgenes empresariales brutos continuaron mejorando y, con ellos, la rentabilidad de las empresas.

La parte inferior del cuadro 3 muestra el distinto comportamiento de los precios del PIB según se destine este al mercado interior o al exterior. Si al PIB se le restan las exportaciones, tendremos los bienes y servicios producidos en España y destinados al mercado interior. Hechos los



correspondientes cálculos, tenemos que los precios de estos aumentaron el pasado año un 3,4 por 100, 5 dp menos que en el año anterior, pero notablemente por encima del objetivo oficial de inflación del BCE. En cambio, los precios de los bienes y servicios exportados aumentaron solo un 2,3 por 100, casi la mitad que en el año anterior. Esta notable diferencia se explicaría por la distinta naturaleza y grado de exposición a la competencia de unos bienes y servicios respecto a otros. Ahora bien, de ello no puede concluirse sin más que los márgenes empresariales del PIB destinado al mercado interno aumentarían más que los del destinado al exterior, pues ello depende de la evolución de los costes respectivos. A este respecto, cabe señalar que los CLU del sector exportador por excelencia, el manufacturero, disminuyeron en 2007 un 0,1 por 100, debido, no a la caída de los salarios, sino a las ganancias de productividad, lo que da pie a pensar que los exportadores, a pesar de la moderación de sus precios, también mejoraron sus márgenes en el pasado año.

La moderación de los precios de las importaciones permitió que los de la demanda interna aumentaran "sólo" un 3,0 por 100, 8 dp menos que en el año anterior. Dentro de sus componentes, se observa un mayor grado de acercamiento que en años anteriores, debido a la moderación del deflactor de la inversión en construcción, tanto en vivienda como en otras construcciones.

## 2.4. El diferencial de inflación con la zona del euro

Teniendo en cuenta la integración de España en la UEM, el diferencial con el resto de miembros resulta más relevante incluso que el nivel de inflación, pues, ante la ausen-

cia de tipo de cambio, este diferencial determinará la evolución del tipo de cambio real, es decir la competitividad-precio. En el cuadro 4 se presenta el comportamiento de los diferenciales de los indicadores disponibles más relevantes.

El diferencial medio anual de los **precios de consumo** de España con la zona del euro se situó en 2007 en 0,7 pp, la

Cuadro 4

### DIFERENCIAL DE INFLACIÓN DE ESPAÑA CON LA ZONA DEL EURO (UEM-13)

Diferencia en puntos porcentuales entre las tasas de variación interanual de España y la zona del euro

	Media anual			2005	2006	2007	
	2005	2006	2007	Diciembre	Diciembre	Agosto	Diciembre
<b>ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO ARMONIZADOS</b>							
1. IPC general	1,2	1,4	0,7	1,5	0,8	0,5	1,2
b) Inflación subyacente (a)	1,2	1,5	0,7	1,6	0,9	0,5	1,1
c) I. subyacente sin alimentos elaborados (b)	1,1	1,4	0,6	1,3	1,1	0,6	0,5
2. Bienes	1,1	1,1	0,3	1,3	0,4	0,0	1,1
2.1. Alimentos, bebidas y tabaco	1,9	1,5	1,2	2,6	0,3	0,7	2,3
2.1.1. Elaborados	1,5	1,8	1,1	2,4	0,0	0,3	3,5
2.1.2. Sin elaborar	2,5	1,1	1,3	2,9	0,2	1,3	1,4
2.2. Bienes industriales	0,7	0,8	-0,4	0,6	0,4	-0,6	0,2
2.2.1. Energéticos	-0,4	0,3	-0,9	-1,3	-0,3	-1,2	2,2
2.2.2. No energéticos	0,7	0,9	-0,3	0,8	0,5	-0,5	-0,6
3. Servicios	1,5	1,9	1,4	1,8	1,6	1,4	1,4
<b>PRECIOS DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL</b>							
4. Total, excluida la construcción	0,7	0,2	0,5	0,6	-0,5	0,5	1,6
5. Industria manufacturera	1,6	1,3	0,1	1,9	0,4	0,0	1,2
	Media anual			2005	2006	2007	
	2005	2006	2007	IV T.	IV T.	II T.	III T.
<b>COSTES LABORALES</b>							
6. Índice de coste laboral total (c)	1,0	1,4	1,5 (d)	0,7	2,0	0,6	2,2
7. CLU, total economía	1,9	1,6	2,0 (d)	2,1	2,6	1,8	2,1
8. CLU, industria	3,1	2,0	0,3 (d)	2,0	2,5	-1,2	1,5
<b>DEFLACTORES DEL PIB</b>							
9. Deflactor del PIB	2,3	2,1	0,9 (d)	2,2	1,9	0,9	0,5
10. Deflactor de la demanda nacional	1,8	1,5	0,9 (d)	1,6	1,7	0,9	0,7
11. Deflactor de las exportaciones b. y s.	1,6	1,3	0,4 (d)	1,2	1,4	0,1	0,3
12. Deflactor de las importaciones b. y s.	0,1	-0,5	0,4 (d)	-0,2	0,2	-0,2	0,4

Fuentes: Eurostat e INE.

(a) IPC general menos alimentos sin elaboración y bienes industriales energéticos.

(b) Equivale a la media de bienes industriales no energéticos y servicios. Es el concepto de I. subyacente utilizado en algunos países, como los EE.UU.

(c) Industria, construcción y servicios, excluida la administración pública.

(d) Enero-septiembre.

mitad que en 2006 y el nivel más bajo desde 2001. Siguiendo el mismo perfil de la inflación, su nivel mínimo se alcanzó en agosto, con 0,5 pp, y aumentó posteriormente hasta 1,2 pp en diciembre. Esta evolución estuvo ligada, por un lado, como es usual, a la inflación de los productos energéticos, cuyas variaciones porcentuales y su aportación a la inflación total, tanto a la baja como al alza, son mayores en España por la menor carga fiscal que soportan estos productos; y por otro, al fuerte repunte de los alimentos elaborados, mayor en España que en el resto de la zona, como se ha comentado. Así, en agosto los diferenciales de estos dos grupos de productos se situaban en -1,2 y 0,3 pp, respectivamente, pasando a 2,2 y 3,5 pp en diciembre. En cambio, los diferenciales de los dos grupos que marcan la tendencia de la inflación a medio plazo, los bienes industriales no energéticos y los servicios, mejoraron significativamente, ya que el primero pasó incluso a ser negativo (-0,3 pp en media anual y -0,6 pp en diciembre) y el segundo, aun siendo elevado, se redujo 0,5 pp, hasta 1,4 pp. En definitiva, el deterioro del diferencial de precios de consumo en los últimos meses se debió sobre todo a los componentes más volátiles (energía) o a causas transitorias (alimentos elaborados), por lo que cabe esperar que vuelva a reducirse a lo largo de 2008.

En términos acumulados, tomando medias anuales, el IPC español ha crecido un 10,4 por 100 más que el del resto de países de la zona euro entre 1998, el año anterior al inicio de la UEM, y 2007, lo que supone una media de 1,1 pp por año (gráfico 7.1).

En todo caso, el IPC no es el mejor indicador si lo que se quiere analizar es la evolución de la competitividad, por lo que es preciso completarlo con otros indicadores de precios y costes. Los **precios de producción industrial de manufacturas**, de suma relevancia por cuanto representan al sector más expuesto a la competencia, redujeron su diferencial a 0,1 pp, frente a 1,6 en 2005 y 1,3 pp en 2006. Otro tanto se puede decir del **deflactor del PIB**. En cuanto a los **costes laborales**, el diferencial del Índice de Coste Laboral, que publica Eurostat con criterios armonizados para toda la UE, se mantuvo en los tres primeros trimestres del año en 1,5 pp y el de los CLU del conjunto de la economía en unos 2 pp, pero el de los CLU de la industria manufacturera se redujo sustancialmente, hasta 0,3 pp, frente a 3,1 y 2 pp en 2005 y 2006, respectivamente (gráfico 7.2). En definitiva, todos estos indicadores corroboran que las condiciones de competitividad-precio continúan deteriorándose, aunque de forma mucho más atenuada que en años anteriores, especialmente por lo que respecta a la industria manufacturera.

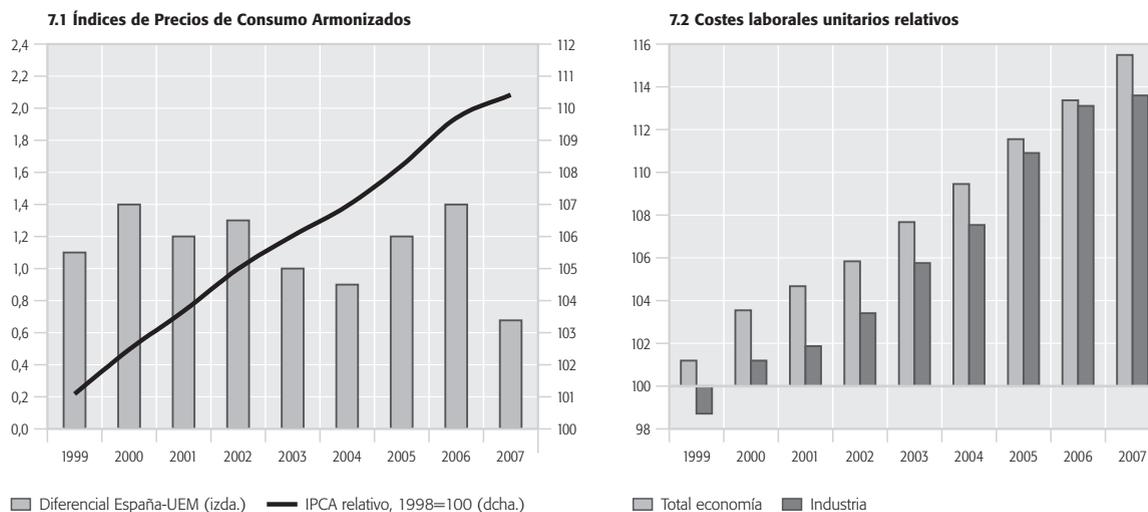
### 3. Las causas de la inflación

Como se señaló anteriormente, el comportamiento de la inflación durante 2007 fue decepcionante en relación con las previsiones, pues en principio se daban todos los factores para que la misma hubiera sido notablemente me-

Gráfico 7

#### DIFERENCIAL DE INFLACIÓN DE PRECIOS Y COSTES ESPAÑA-UEM

Puntos porcentuales e Índices 1998 = 100



Fuentes: Eurostat. Los CLU de 2007 son estimaciones de FUNCAS a partir de los datos de Eurostat de los tres primeros trimestres.

nor, aunque dichas previsiones apuntaban en todo caso a un repunte al final del año ocasionado por el efecto escalón introducido por la caída del precio del petróleo en los últimos meses de 2006, que debería desaparecer un año más tarde. En efecto, como se ve en el gráfico 2, el precio del petróleo registró una corrección a la baja entre septiembre de 2006 y enero de 2007, que los expertos en este mercado interpretaron como una normalización del mismo tras las alzas en los años anteriores asociadas a factores de riesgo geopolítico. Según esto, las previsiones para estos precios apuntaban a una estabilización durante 2007 en torno a los 60 dólares el barril (unos 45 euros), frente a una media de 65 dólares (52 euros) en 2006. Pero el petróleo pronto recobró su senda alcista, acabando el año por encima de 90 dólares (63 euros) y situándose en media anual doce dólares (ocho euros) por encima de lo previsto. El efecto escalón señalado hizo que estas subidas no se tradujeran en una aceleración de la inflación total hasta los últimos meses del año.

Además del petróleo, también las materias primas registraron un fuerte aumento de sus precios en 2007. Según el índice en dólares que elabora *The Economist*, dichos precios subieron un 18,5 por 100 en media anual, destacando las de origen agrícola, con un 25,6 por 100. En este último caso, los aumentos fueron especialmente pronunciados en la segunda mitad del año (25 por 100 entre junio y diciembre). Entre los productos más significativos, cabe señalar las subidas del trigo, del orden del 60 por 100 entre mediados y final del año, las del maíz (75 por 100) y las de la soja (30 por 100), según datos del Departamento de Agricultura de los EE.UU.

Las causas de estas subidas son varias. La principal, que es la que explica la constante tendencia al alza desde el comienzo de la década, tanto del petróleo como del resto de materias primas, es el aumento de la demanda de los países emergentes ligado a su alto crecimiento y, en el caso de las materias primas agrícolas, a su utilización para producir carburantes biológicos sustitutivos del petróleo. Junto a ello, y de forma recurrente, se producen causas específicas, que en el caso del petróleo son riesgos de orden geopolítico o catástrofes en zonas productoras o de refinado, y en el caso de las materias primas agrícolas, sequías, como las producidas en 2007, que redujeron significativamente la oferta.

Como ya se ha comentado, estos son los factores fundamentales del fuerte repunte de la inflación a partir de septiembre del pasado año, que se concentró en los productos energéticos y en los alimentos elaborados. Ambos son de origen externo y se han filtrado a la economía española, bien directamente a través de las materias primas importadas o, en el caso de las producidas en el interior, por

la ley de la unicidad del precio en unos mercados cada vez más globalizados. En el gráfico 8 se muestra la estrecha correlación entre los precios de las materias primas, los de producción y los de consumo final.

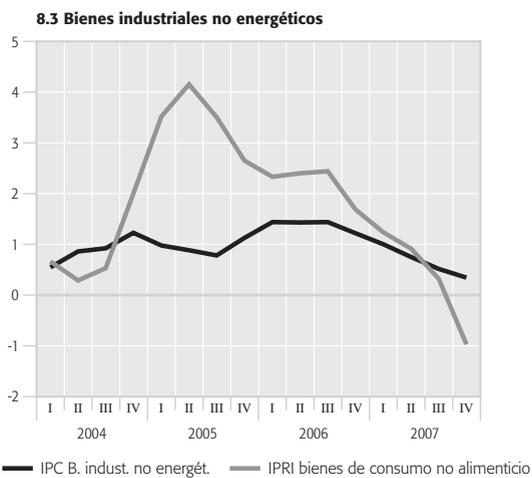
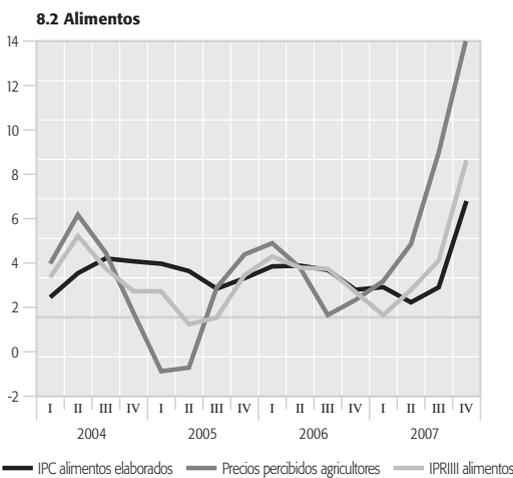
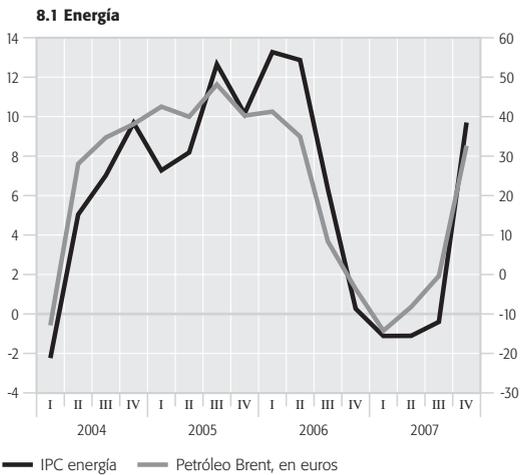
Cabe preguntarse si estos factores externos, que también han afectado al resto de economías del mundo, han podido verse amplificados en España por características estructurales propias. La respuesta requeriría estudios detallados a nivel microeconómico, pero en principio, el comportamiento del diferencial de inflación anteriormente analizado inclinaría a pensar que en el sector de la alimentación pueden darse factores de este tipo, que se materializarían en estructuras de distribución poco desarrolladas, de baja eficiencia y productividad y con regulaciones restrictivas de la competencia, entre ellas, de la libertad de establecimiento y de horarios de apertura. Con carácter más general y de consecuencias más dilatadas en el tiempo, también cabe señalar la excesiva indicación de los procesos de formación de los salarios y rentas de todo tipo a la inflación, bien de forma directa con la inflación pasada o, *a posteriori*, a través de las cláusulas de salvaguardia. Estas cláusulas no tienen, además, ningún sentido cuando el aumento de la inflación proviene de un *shock* externo, como la subida del precio del petróleo, ya que ello supone una transferencia de renta al exterior no recuperable por ningún tipo de rentas, salariales o no salariales. Los intentos de mantener el poder adquisitivo ante estas situaciones se traducen en espirales inflacionistas o luchas entre grupos sociales que acaban cambiando la distribución de la renta a favor de los más fuertes o protegidos.

En cuanto a los condicionantes macroeconómicos de la inflación, puede decirse, en cambio, que actuaron, en general, en sentido restrictivo. Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) señalan una moderación del consumo, si bien, más marcada en bienes duraderos que en servicios. Ello ayudaría a explicar la evolución de estos dos componentes del IPC. La política económica, al contrario que en años anteriores, también ayudó a moderar la demanda. Los tipos de interés rectores del BCE fueron en media anual del orden de un punto porcentual superiores a los de 2006, lo que se trasladó de forma aproximada a todos los segmentos del crédito al sector privado. Igualmente, la apreciación del euro contribuyó a una mayor restricción monetaria y a moderar los precios de las importaciones. En cuanto a la política fiscal, a falta de conocer las cifras finales de cierre del ejercicio, las estimaciones apuntan a un superávit algo por encima del 2 por 100, frente al 1,8 por 100 del año anterior. Ello supondría, al igual que en los últimos años, una actuación ligeramente restrictiva de la política fiscal, si bien, insuficiente y únicamente debida al funcionamiento de los estabilizadores automáticos, pues la ac-

Gráfico 8

## PRECIOS EN ORIGEN Y PRECIOS FINALES

Variación interanual en porcentaje



Fuentes: M.º Agricultura, INE y Financial Times.

tuación del componente estructural, o discrecional, habría sido prácticamente neutra, en línea también con lo observado en los años anteriores.

#### 4. Previsiones para 2008

Al contrario que al comienzo de 2007, el sentimiento sobre las perspectivas inflacionistas para 2008 no es especialmente positivo en estos momentos. Sin embargo, el conjunto de factores en escena y las hipótesis más plausibles sobre ciertas variables clave, apuntan a una desaceleración del IPC a partir de febrero, que se intensificaría en el último trimestre hasta alcanzar tasas en torno al 2,5 por 100.

Entre los factores que actuarán negativamente, hay que citar, en primer lugar, los propios efectos del desbordamiento de la inflación en 2007, es decir, los aumentos de los costes laborales derivados de las cláusulas de salvaguardia y las actualizaciones de alquileres y rentas profesionales en función de la cifra del 4,2 por 100 observada en diciembre último. En el primer caso, ello supone un aumento de los salarios de cerca de un punto porcentual, que deberá añadirse a los que se negocien en los nuevos convenios colectivos (3 por 100 viene siendo la norma desde hace años). No obstante, el aumento del paro debería ejercer efectos moderadores sobre los salarios, especialmente de aquellos colectivos no acogidos a los convenios. Con todo ello, puede esperarse un aumento algo mayor de los CLU que el de 2007, pero no especialmente significativo, sin superar el 3 por 100. En todo caso, en un contexto de debilitamiento de la demanda, es más difícil que las empresas trasladen los mayores aumentos salariales a los precios finales.

La política económica, al contrario que en los dos años anteriores, va a ejercer un impulso expansivo sobre la demanda. El BCE, una vez se despejen los riesgos inflacionistas, podría bajar los tipos al menos medio punto porcentual y la política fiscal diseñada en los PGE-2008 contempla rebajas fiscales y aumentos del gasto que en conjunto podrían reducir el superávit en tres cuartos de punto porcentual del PIB, a lo que habría que sumar otro efecto menor en la misma dirección de los estabilizadores automáticos. No obstante, no hay riesgos de que estas actuaciones generen presiones inflacionistas, pues las previsiones de crecimiento del PIB (2,6 frente a un 3,8 por 100 en 2007) y sobre todo de la demanda interna (2,6 frente a un 4,3 por 100) apuntan a una notable desaceleración a lo largo del año. Por otra parte, la relajación monetaria podría ser en parte contrarrestada por el tipo de cambio del euro frente al dólar que, simplemente con mantener sus paridades actuales (hipótesis utilizada en nuestras previsiones), supondría una apreciación media anual del 7 por 100.

Las variables que, al igual que en los años anteriores, pueden tener los efectos más inciertos son de nuevo el precio del petróleo y las materias primas agrícolas. Para el primero se asume un precio medio anual de 90 dólares el barril, es decir, ligeramente por debajo de sus cotizaciones más recientes, lo que parece una hipótesis plausible en un contexto de fuerte desaceleración del crecimiento económico en los EE.UU. y Europa y, por tanto, de la demanda de petróleo. En cuanto a los precios de los alimentos, hasta el momento no se percibe un cambio de tendencia en su carrera alcista, aunque los organismos internacionales especializados (FAO, Banco Mundial, Departamento de Agricultura de los EE.UU.) esperan un aumento notable de las cosechas y, consecuentemente, una reducción de sus elevados precios actuales.

A partir de estos condicionantes, se han realizado las previsiones del IPC para 2008 que se presentan en el cuadro 5.

Como se ha señalado, la tasa anual del IPC total, que se situó en el 4,3 por 100 en enero, iniciaría una disminución a partir de febrero hasta alcanzar el 3,5 por 100 en el segundo trimestre del año, se mantendría aproximadamente en ese nivel en el tercero y caería hasta el 2,6 por 100 en el cuarto, al desaparecer los escalones introducidos en los últimos meses de 2007 por las subidas del petróleo y de los alimentos. La inflación subyacente (3,1 por 100 en enero) mantendría un perfil más plano, ligeramente por debajo del 3 por 100, hasta el tercer trimestre, para caer también en torno al 2,2 por 100 en el cuarto. En términos de medias anuales, los aumentos de los precios serían del 3,4 por 100 para el IPC total (seis décimas más que en 2007) y del 2,8 por 100 para la inflación subyacente (una décima más).

Al margen de las desviaciones que los elementos más volátiles pudieran introducir en estas previsiones, las mismas parecen razonables en el escenario previsto de nota-

Cuadro 5

**PREVISIONES DE INFLACIÓN PARA 2008**

Tasas de variación interanual en porcentaje

	Ponderación en 0/00	Media anual		2007	2008 (p)					
		2007	2008 (p)	Diciembre	I T.	II T.	III T.	IV T.	Diciembre	
<b>PRECIOS DE CONSUMO</b>										
1. IPC general	1.000,0	2,8	3,4	4,2	4,1	3,5	3,4	2,6	2,3	
b) Inflación subyacente (a)	823,0	2,7	2,8	3,3	3,1	2,9	2,9	2,2	2,2	
c) I. Subyacente sin alimentos elaborados (b)	655,2	2,4	2,0	2,3	2,1	1,9	2,0	2,0	1,9	
2. Bienes	635,2	2,2	3,3	4,4	4,2	3,5	3,4	2,0	1,7	
2.1. Alimentos, bebidas y tabaco	248,8	4,1	5,7	6,6	6,5	6,2	6,2	3,9	3,7	
2.1.1. Elaborados	167,8	3,7	6,0	7,4	7,0	6,9	6,7	3,4	3,2	
2.1.2. Sin elaborar	81,0	4,7	5,1	4,9	5,5	4,8	5,2	4,9	4,8	
2.2. Bienes industriales	386,4	1,0	1,8	3,1	2,9	1,8	1,7	0,9	0,5	
2.2.1. Energéticos	96,0	1,7	7,5	11,5	12,3	7,6	6,8	3,6	2,0	
2.2.2. No energéticos	290,4	0,7	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	
3. Servicios	364,8	3,9	3,5	3,8	3,6	3,4	3,4	3,5	3,4	
<b>DEFLACTORES DEL PIB</b>										
4. Deflactor del PIB		3,1	2,7	—	2,9	2,7	2,6	2,6	—	
5. Deflactor demanda nacional		3,0	3,1	—	3,5	3,3	3,3	2,4	—	
6. Deflactor exportaciones b. y s.		2,3	2,2	—	2,1	2,4	2,2	2,0	—	
7. Deflactor importaciones b. y s.		2,2	3,6	—	4,4	4,4	4,4	1,4	—	
8. Coste laboral por unidad produc. (CLU)		2,7	2,9	—	3,4	3,2	2,6	2,5	—	

Fuentes: Datos 2007: INE; previsiones 2008: FUNCAS.

(a) General menos alimentos sin elaborar y bienes industriales energéticos.

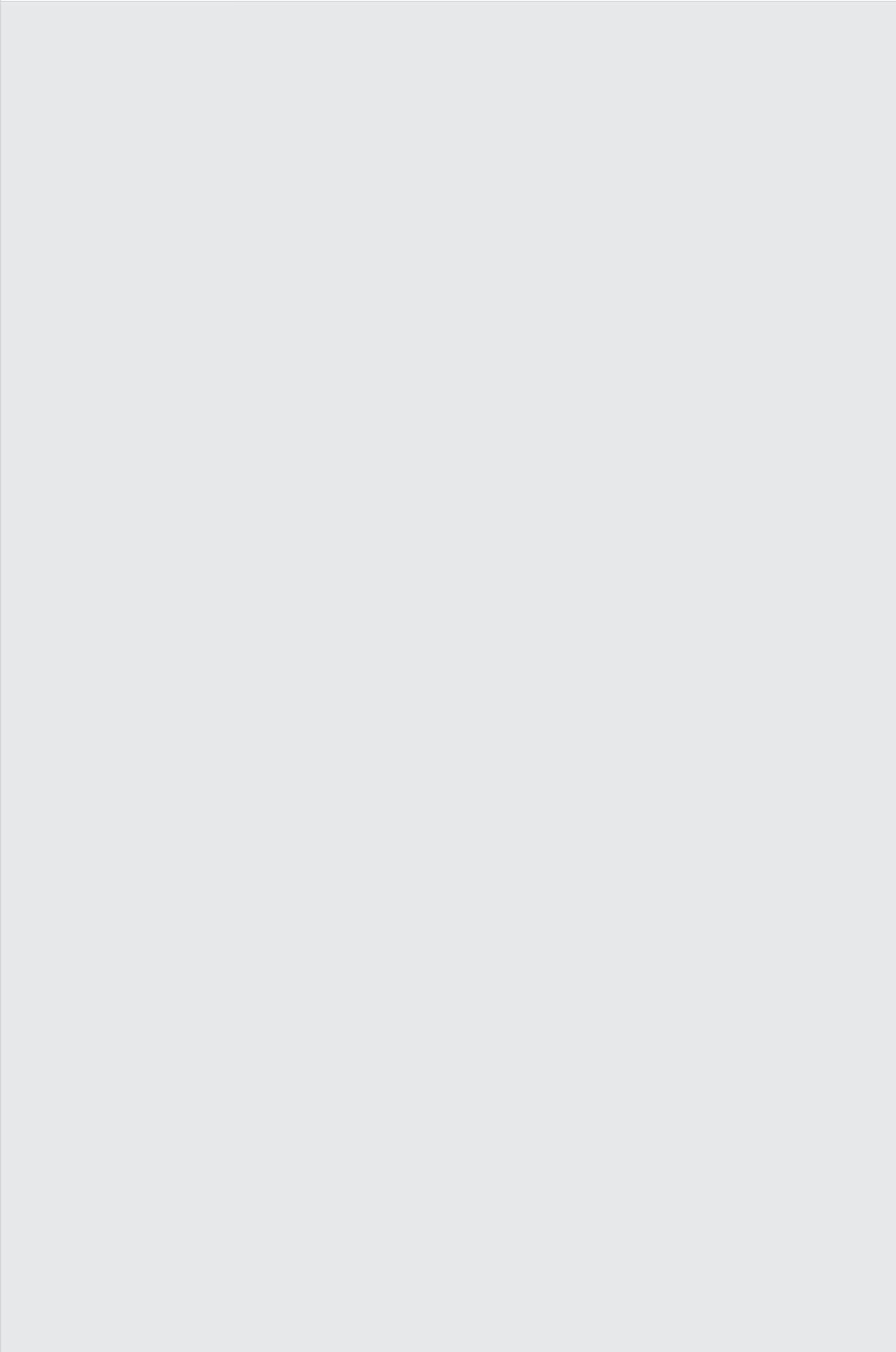
(b) Equivale a la media de bienes industriales no energéticos y servicios. Es el concepto de I. subyacente utilizado en algunos países, como los EE.UU.

ble debilitamiento de la demanda, si bien, la absorción por parte de las empresas que compiten internacionalmente de los mayores costes de producción generados por la rigidez de los mecanismos de negociación salarial pueden dañar la rentabilidad y competitividad de las mismas en un contexto interno y externo desfavorable, lo que no ayudará a remontar la pérdida de dinamismo de la economía española a lo largo de 2008.

Dado que las previsiones para la zona del euro apuntan a una tasa media anual del orden del 2,5 por 100 para

el IPC total, el diferencial con dicha zona se situaría ligeramente por debajo del punto porcentual en media anual, aunque con una tendencia a la baja a lo largo del año hasta situarse en torno a 7 dp en diciembre.

En cuanto al deflactor del PIB, se prevé que continúe moderándose hasta situarse por debajo del 3 por 100, con aumentos de los costes laborales y del excedente bruto por unidad producida del 2,9 y 3,5 por 100, respectivamente, lo que supondría que este último aumentara por debajo de los costes laborales por primera vez en quince años.



# La situación económica española: ¿constipado o gripe?

Encarnación Cereijo\*

Jaime Turrión\*\*

Francisco J. Velázquez\*

## 1. Introducción

Desde hace más de una década, la economía española se ha caracterizado por exhibir unas tasas de crecimiento elevadas y con valores superiores a las europeas, debido fundamentalmente a un fuerte aumento del empleo, consecuencia tanto de factores de oferta —la actividad de la construcción y de algunos servicios— como de demanda, principalmente el consumo.

Sin embargo, en el último año, nuestra economía ha acusado un cierto proceso de desaceleración, reconocido incluso por el propio sector público (Ministerio de Economía y Hacienda, 2008). No obstante, cabe puntualizar que esta ralentización se engloba dentro de un contexto internacional poco favorable. Así, desde mediados del año 2007 las turbulencias financieras derivadas de las *subprime* norteamericanas han incidido en los mercados financieros mundiales, mientras que, como consecuencia de la actuación de especuladores, condicionantes políticos y geoestratégicos, e incrementos de demanda de algunos países emergentes, se ha producido un incremento de los precios de algunas materias primas y, en especial, de la energía, que han hecho resurgir el temor a la *estanflación*.

Pues bien, dentro de este contexto, parece conveniente dilucidar, no tanto si se producirá una cierta desaceleración de la actividad económica —hecho en el que ya coinciden los análisis nacionales e internacionales— sino en predecir la intensidad de la misma. Así, a priori, de confirmarse las previsiones para el año 2008 que parecen acordar una

tasa de crecimiento para España en un intervalo centrado en el 2,7 por 100 (FUNCAS, 2008) —aproximadamente un punto inferior a la media de 2007—, se podría afirmar que se está ante una ligera ralentización del crecimiento más que ante una recesión.

Bien es cierto que esta previsión de crecimiento en los últimos meses está siendo valorada desde un punto de vista político, exagerando o atenuando su gravedad. Es por ello, que la diagnosis que se realiza a continuación se tratará de ajustar a la información estadística disponible, eximiendo cualquier clase de juicio político.

## 2. ¿Ante un momento de recesión?

La primera pregunta que debe ser planteada es en qué momento del ciclo económico se encuentra la economía española, si bien previamente conviene definir las fases que componen un ciclo. Así, el crecimiento económico muestra una forma sinusoidal como el que de manera “prototípica” se presenta en el gráfico 1.

El ciclo económico se divide en cuatro fases como puede verse en el cuadro 1.

Aunque teóricamente estas fases son sencillas de detectar, técnicamente existen al menos tres dificultades para identificar el momento concreto del ciclo. La primera de ellas estriba en escoger cuáles son las tasas de crecimiento más representativas, puesto que los resultados son distintos si las cifras tienen carácter interanual, intertrimestral o interanual con datos intertrimestrales. La segunda dificultad radica en identificar cuál es el período que debe contemplarse para calcular la tasa tenden-

\* GRIPICO. Universidad Complutense de Madrid.

\*\* GRIPICO. Universidad Autónoma de Madrid.

Cuadro 1

## CICLO ECONÓMICO

Dinámica de la tasa de crecimiento		Tasa de crecimiento	
		Por encima de la media	Por debajo de la media
Creciente en el tiempo	Expansión	Recuperación	
Decreciente en el tiempo	Desaceleración	Recesión	

cial de crecimiento, es decir, la tasa de referencia con la que se va a comparar el resto. Por último, es necesario considerar cuál es la fase en la que dicha tendencia manifiesta incremento o caída, ya que su comportamiento sigue los denominados “dientes de sierra”, en los que la tendencia inicial cambia pasados un número reducido de períodos.

En el caso concreto de España, dado que se ha decidido utilizar como fuente de datos la contabilidad trimestral, se han tomado tasas interanuales obtenidas a partir de los datos trimestrales de las series desestacionalizadas. Asimismo, se ha considerado como etapa representativa para la tasa tendencial de crecimiento, la última fase de expansión económica, que comenzó en 1995, cuya tasa media anual acumulativa de crecimiento fue del 3,8 por 100. No obstante, dado que en general existe un amplio consenso en relación a lo excepcional de este período, se coincide en considerar como tendencia un crecimiento del 3 por 100. Por último, en relación al período mínimo necesario, probablemente un plazo de cuatro trimestres es indicativo de un cambio de tendencia.

Pues bien, teniendo en cuenta lo anterior, en el gráfico 2 puede comprobarse que el crecimiento del PIB español desde 1995 ha pasado por procesos de expansión y desaceleración. En este último caso, se puede indicar que el descenso en las tasas de crecimiento ha

ocurrido en dos momentos distintos: a principios de la década —desde el primer trimestre de 2000 al tercer trimestre de 2002— y en la actualidad (año 2007). No obstante, cabe destacar que el valle<sup>1</sup> del ciclo del período considerado fue con una tasa de crecimiento del 2,7 por 100, muy cercana a la tasa tendencial de crecimiento español consensuado.

Como ya se ha apuntado, en los últimos trimestres disponibles, la evolución que presenta el PIB indica que la economía española se encuentra inmersa en un proceso de desaceleración, ya que si en el primer trimestre de 2007 alcanzaba un “pico” o máximo de crecimiento, en el resto se ha ido reduciendo, si bien manteniéndose siempre por encima del 3 por 100.

Sin embargo, existen dos diferencias importantes con respecto al descenso que experimentó en el año 2000. En concreto, en aquel período se partía de tasas de crecimiento interanuales cercanas al 6 por 100, mientras que en la actualidad apenas superan el 4 por 100. En segundo lugar, parece que se está ante un descenso más suavizado, ya que entre el primer y el tercer trimestre de 2000 se perdieron 1,33 puntos del crecimiento, caída que, con los datos disponibles de 2007, se ha limitado a 0,33 puntos porcentuales.

Así pues, una vez que queda constatada esta desaceleración conviene analizar cuáles son las causas que la determinan, con el objeto, a su vez, de diagnosticar su potencial incidencia.

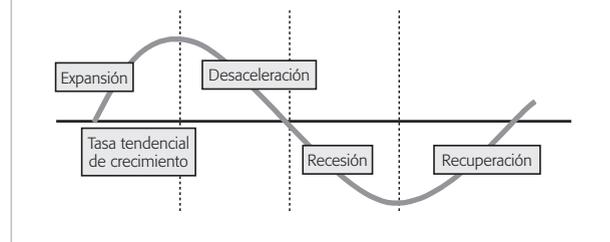
### 3. ¿Cuáles son los síntomas?

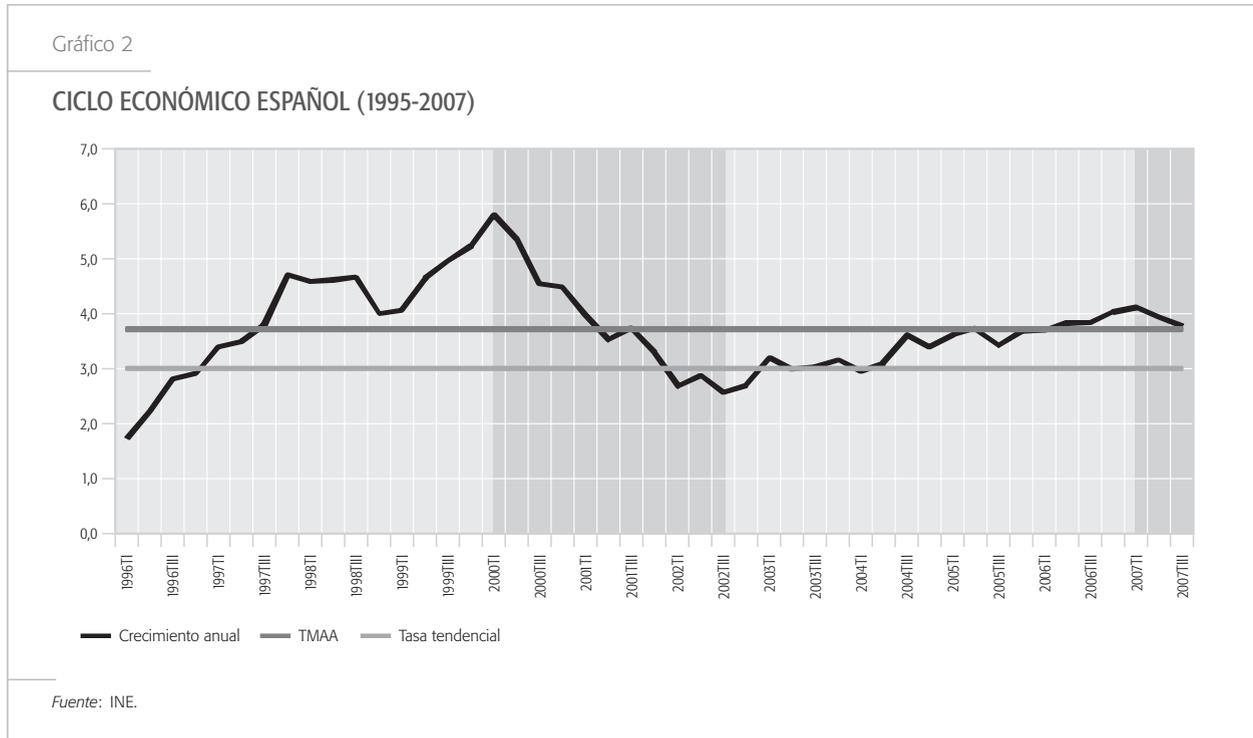
Para analizar correctamente el comportamiento del crecimiento económico es conveniente realizar un análisis

<sup>1</sup> Un “valle” es el punto más bajo del ciclo, es decir, donde la tasa de crecimiento económico se hace mínima.

Gráfico 1

## ETAPAS DEL CICLO ECONÓMICO





más detallado de los componentes de demanda y de oferta que lo configuran.

Para ello, se van a considerar, a efectos comparativos, dentro del período que abarca de 1995 a 2007: la desaceleración de principios de la década (primer trimestre de 2000 al tercer trimestre de 2002) y la actual (año 2007).

### 3.1. Componentes de la demanda

En cuanto a los componentes de la demanda, las diferencias entre los dos períodos de desaceleración son poco relevantes, apreciándose algunas de ellas tan solo en el caso de la inversión y las importaciones (cuadro 2 y gráfico 3). Así, mientras que la primera aumenta en 2007 de forma más vigorosa si cabe que a comienzos de 2000, las importaciones, sin embargo, suponen un freno más intenso al crecimiento al incrementarse cerca de un punto porcentual por encima del experimentado en el período previo de desaceleración, posiblemente consecuencia de la subida del precio de la energía importada. Por el lado del consumo, no parece apreciarse, al menos de forma agregada para todo el año, indicios de caída, ya que su importancia se mantiene.

Así pues, a continuación, se va a profundizar en aquellos componentes que se consideran de mayor relevancia para diagnosticar la evolución futura: consumo e inversión.

### Consumo

Aunque en la media del año no se aprecia una caída en el consumo, el análisis por trimestres revela, desde principios de 2007, un descenso en sus tasas de crecimiento hasta situarse en el 3,6 por 100, cifra por debajo de su tendencia, debilitándose así uno de los pilares del crecimiento español de la última década. Detrás de esta situación, posiblemente se encuentra el deterioro en la capacidad de pago de las familias españolas como consecuencia de la subida de los tipos de interés y su inmediato impacto sobre los pagos de las hipotecas. Así, la subida del tipo de interés ha supuesto una pérdida en torno a un 10 por 100 en la renta disponible para el consumo.

Esta ralentización del consumo también parece manifestarse en algunos indicadores, con una perspectiva además sumamente sombría (gráfico 4). Así, el Indicador de Confianza de los consumidores de la Comisión Europea<sup>2</sup> se posiciona en el peor valor (-19,3) desde comienzos de la actual década. Bien es cierto que en la desaceleración de 2000 este indicador se desplomó hasta valores próximos a los actuales —en concreto en febrero y marzo de 2003 mostró el mínimo de -17,5— si bien se partía de una situación más favorable.

<sup>2</sup> Se obtiene como media de respuestas a cuatro preguntas: tendencia de la situación financiera del hogar en los doce próximos meses, tendencia de la situación económica general, tendencia del ahorro y expectativas de desempleo, esta última con signo contrario.

Cuadro 2

## CRECIMIENTO Y APORTACIONES AL CRECIMIENTO AL PIB POR EL LADO DE LA OFERTA Y DEMANDA

	1995-2007		2000 TI-2002 TIII		2007 TI-2007 TIII	
	Aportación	Crecimiento	Aportación	Crecimiento	Aportación	Crecimiento
<b>PIB a precios de mercado</b>		<b>3,75</b>		<b>3,97</b>		<b>3,84</b>
<b>Oferta*:</b>						
Agricultura	0,11	2,32	0,11	2,51	0,12	4,50
Energía	0,06	2,17	0,07	2,92	-0,01	-0,17
Industria	0,50	3,10	0,44	2,65	0,51	3,78
Construcción	0,42	5,13	0,54	7,12	0,45	4,15
Servicios de mercado	1,72	3,67	1,90	4,07	1,94	4,18
Servicios no de mercado	0,44	3,29	0,43	3,27	0,59	4,55
<b>Demanda:</b>						
Consumo	3,49	3,89	3,42	3,94	3,54	3,79
Inversión	1,27	6,14	0,85	4,57	1,28	6,23
Exportaciones	1,89	6,48	1,70	5,38	1,77	5,44
Importaciones	-2,90	9,03	-2,00	5,97	-2,76	6,94

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

\* La suma de las aportaciones por el lado de la oferta no coincide con el crecimiento total al no estar incluidos los impuestos.

En concordancia con este índice, el Indicador de Confianza del Consumidor<sup>3</sup>, que publica el CIS, ha alcanzado mínimos históricos con un valor en torno al 41,2 en noviembre de 2007, mientras que a comienzos de la década apenas bajó de 50. Ahora bien, la caída es todavía mayor en el Indicador de Expectativas Económicas<sup>4</sup> que en aquel que valora la situación económica actual<sup>5</sup>.

Del mismo modo, ofrece una situación semejante el indicador de Confianza del consumidor del ICO<sup>6</sup>, aunque en

<sup>3</sup> Se obtiene como media de los balances de respuestas de la situación actual y las expectativas.

<sup>4</sup> Se obtiene como media de los balances de respuestas de las expectativas económicas del país, del hogar y del empleo.

<sup>5</sup> Se obtiene como media de los balances de respuestas de la situación económica del país, la situación económica del hogar y del empleo.

<sup>6</sup> El Índice de confianza del consumidor se calcula como promedio de cinco preguntas: 1. Valoración de la situación económica actual, 2. Expectativas sobre la situación económica dentro de seis meses, 3. Valoración de la situación de empleo actual, 4. Expectativas sobre la situación de empleo dentro de seis meses, 5. Expectativas sobre el total de los ingresos familiares dentro de seis meses. El Índice de situación actual se calcula como promedio de los índices de las preguntas 1 y 3 y el Índice de expectativas, como promedio de los índices de las preguntas 2, 4 y 5.

este las expectativas no muestran una peor situación que la evaluación de la actual.

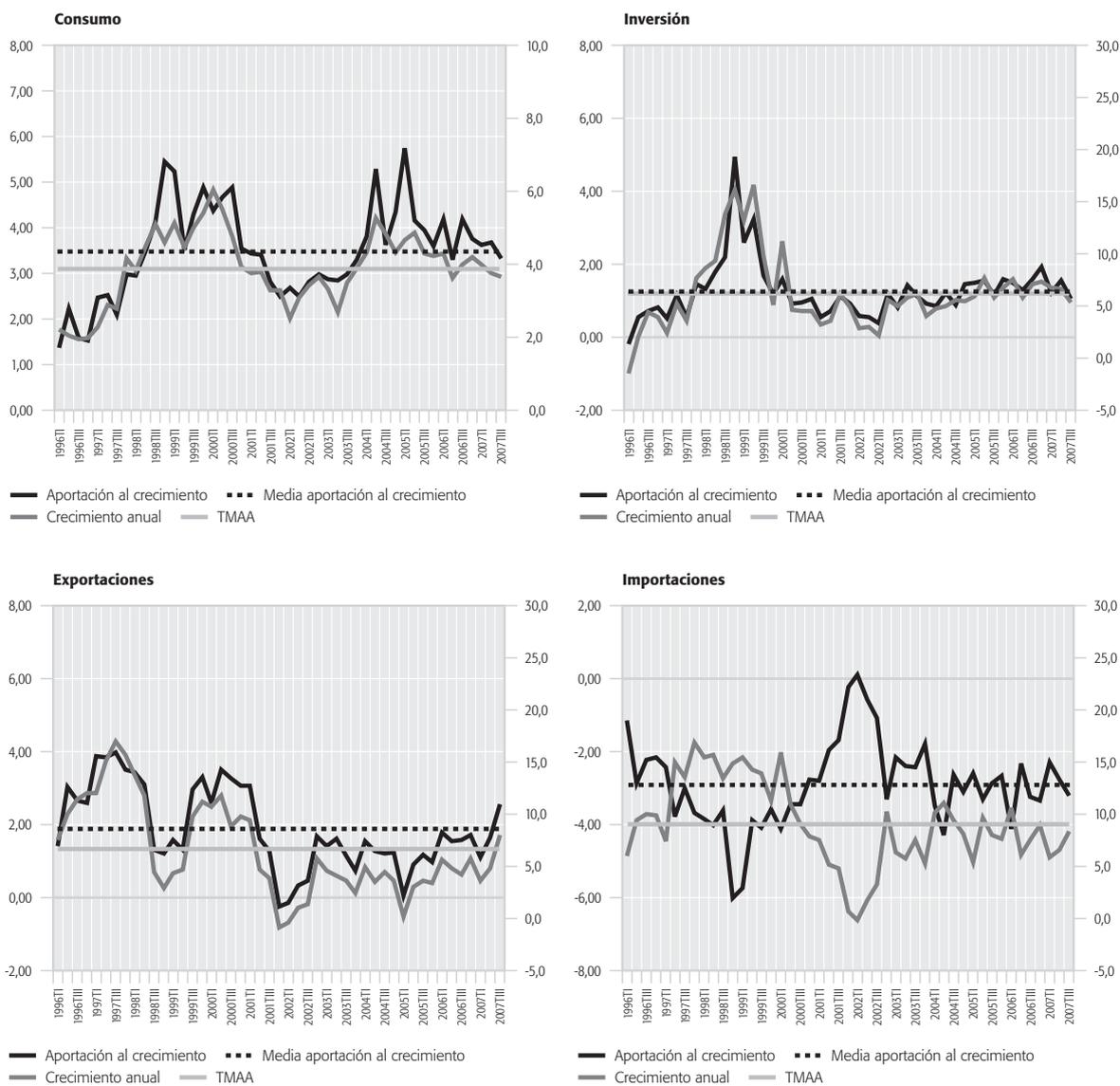
Finalmente, dos indicadores adicionales sobre la evolución del consumo muestran esta ralentización. Así, la matriculación de turismos experimenta un descenso desde su máximo crecimiento histórico —marzo de 2004 (28,6 por 100)— alcanzado tras la desaceleración de comienzos de la década, si bien esta caída es bastante suave y parece estar estabilizada. En este mismo sentido se comporta el indicador de ventas totales de las grandes superficies que se mantiene en el año 2007 en tasas de crecimiento que no superan el 9 por 100, frente al 15,4 por 100 que llegaron a alcanzar en abril de 2000.

### Inversión

En relación a la inversión, y unido a la favorable situación ya descrita, se observa que la dirigida a bienes de equipo ha tenido un crecimiento destacado, compensando así la caída experimentada en la inversión en viviendas desde el comienzo de 2006 (gráfico 5). Conviene destacar que el aumento de la inversión en bienes

Gráfico 3

APORTACIÓN AL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA POR EL LADO DE LA DEMANDA



Fuente: Elaboración propia a partir del INE.

de capital se considera que posee un carácter positivo sobre el crecimiento puesto que supone la apuesta de los empresarios por el futuro.

No obstante, se observa una pérdida de dinamismo de la inversión en bienes de equipo en los últimos trimestres, siendo esta tendencia la misma que la mostrada por el resto de los componentes de la inversión, si bien con un mayor desfase.

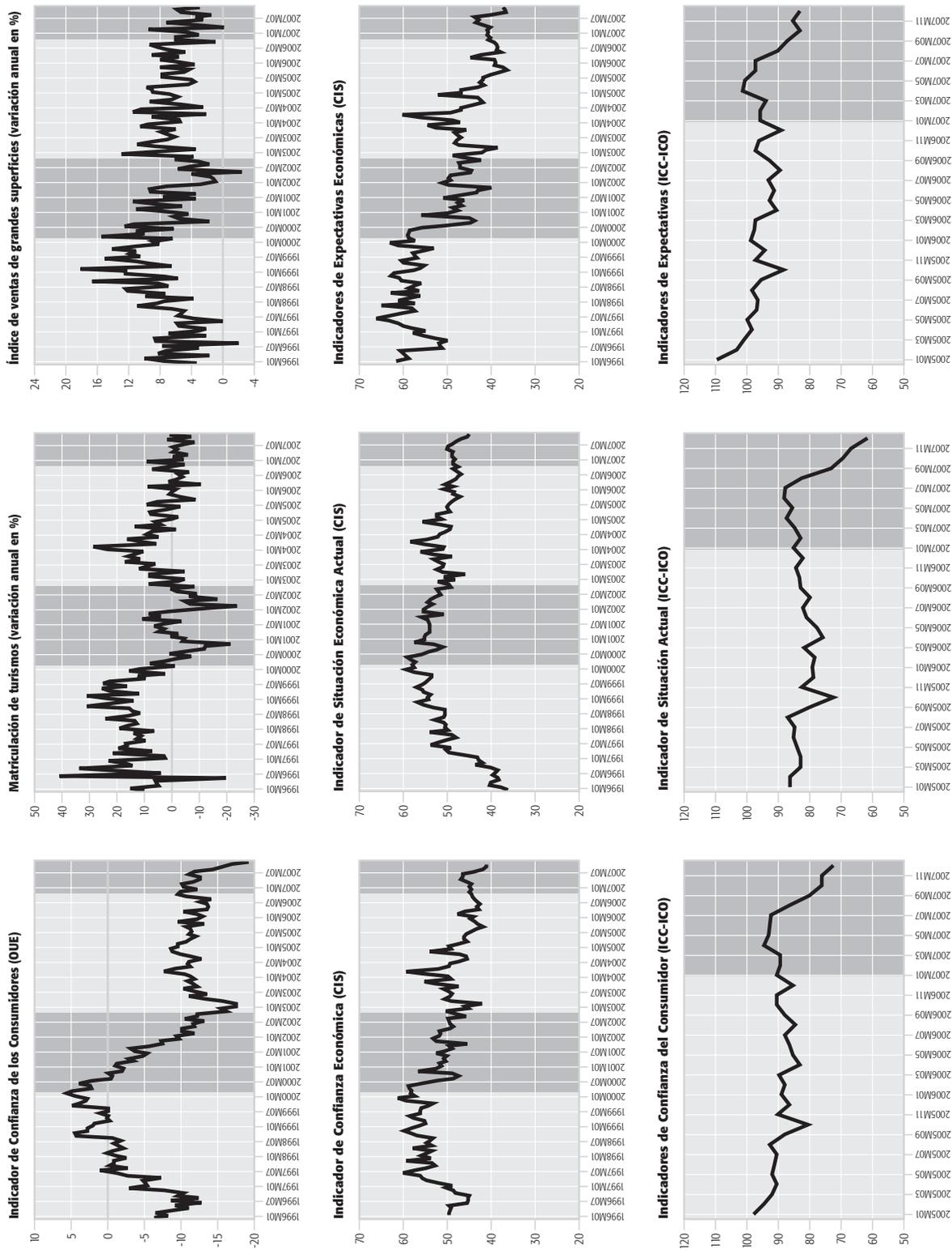
3.2. Componentes de la oferta

La desagregación del crecimiento del PIB en sus componentes de oferta nos aporta información adicional sobre la causas de la desaceleración de la economía española.

En concreto, como se comprueba en el gráfico 6 y en el cuadro 2, el crecimiento medio del PIB a precios de

Gráfico 4

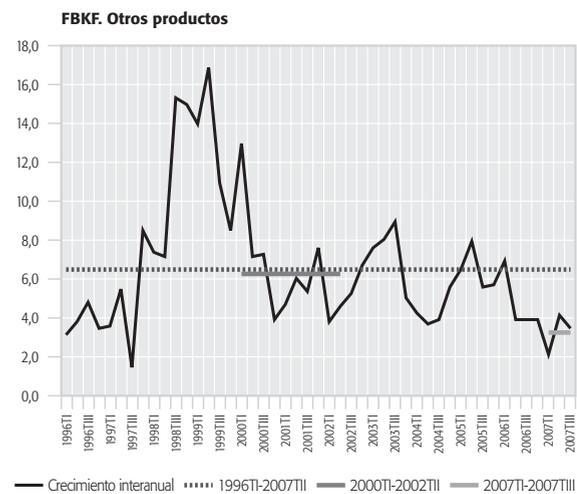
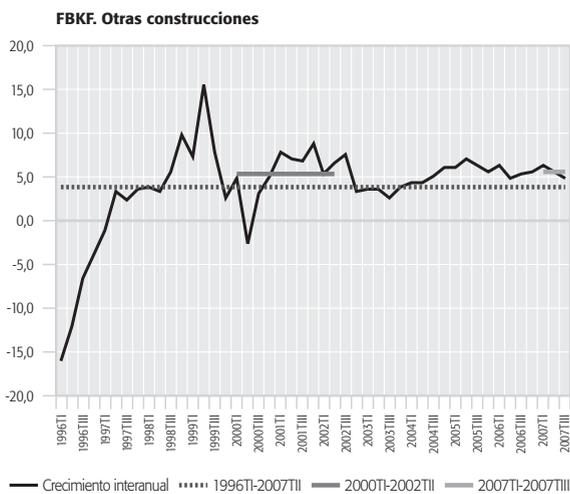
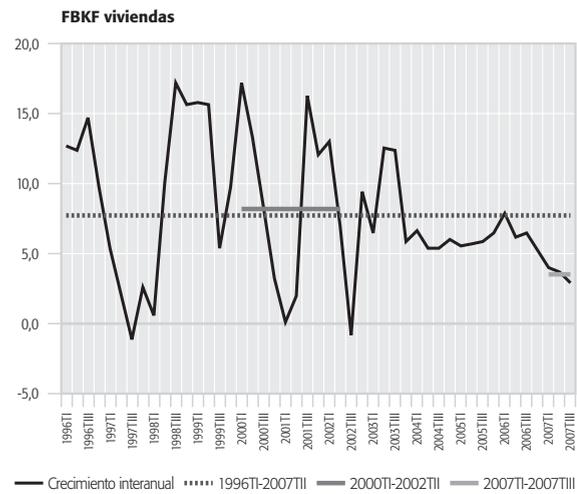
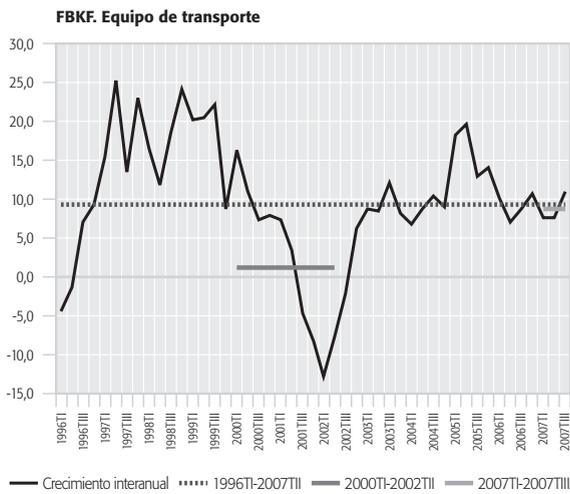
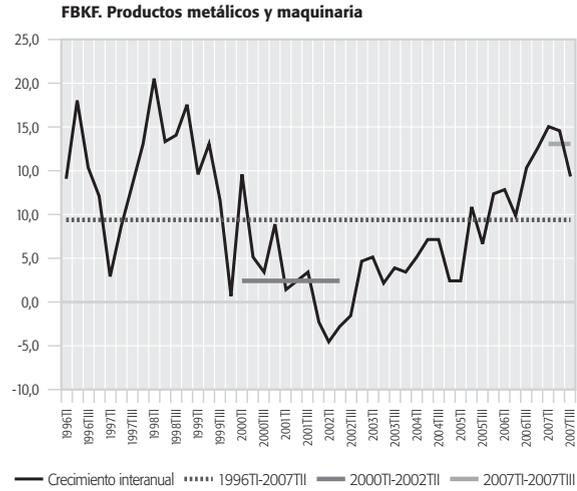
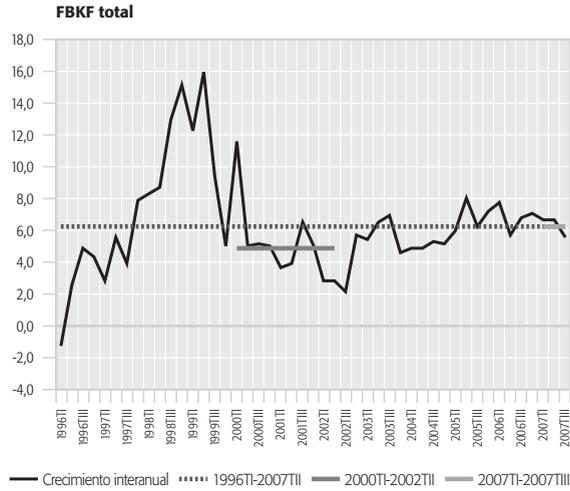
INDICADORES DE CONSUMO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas, Instituto de Crédito Oficial y Ministerio de Economía y Hacienda.

Gráfico 5

CRECIMIENTO DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES\*

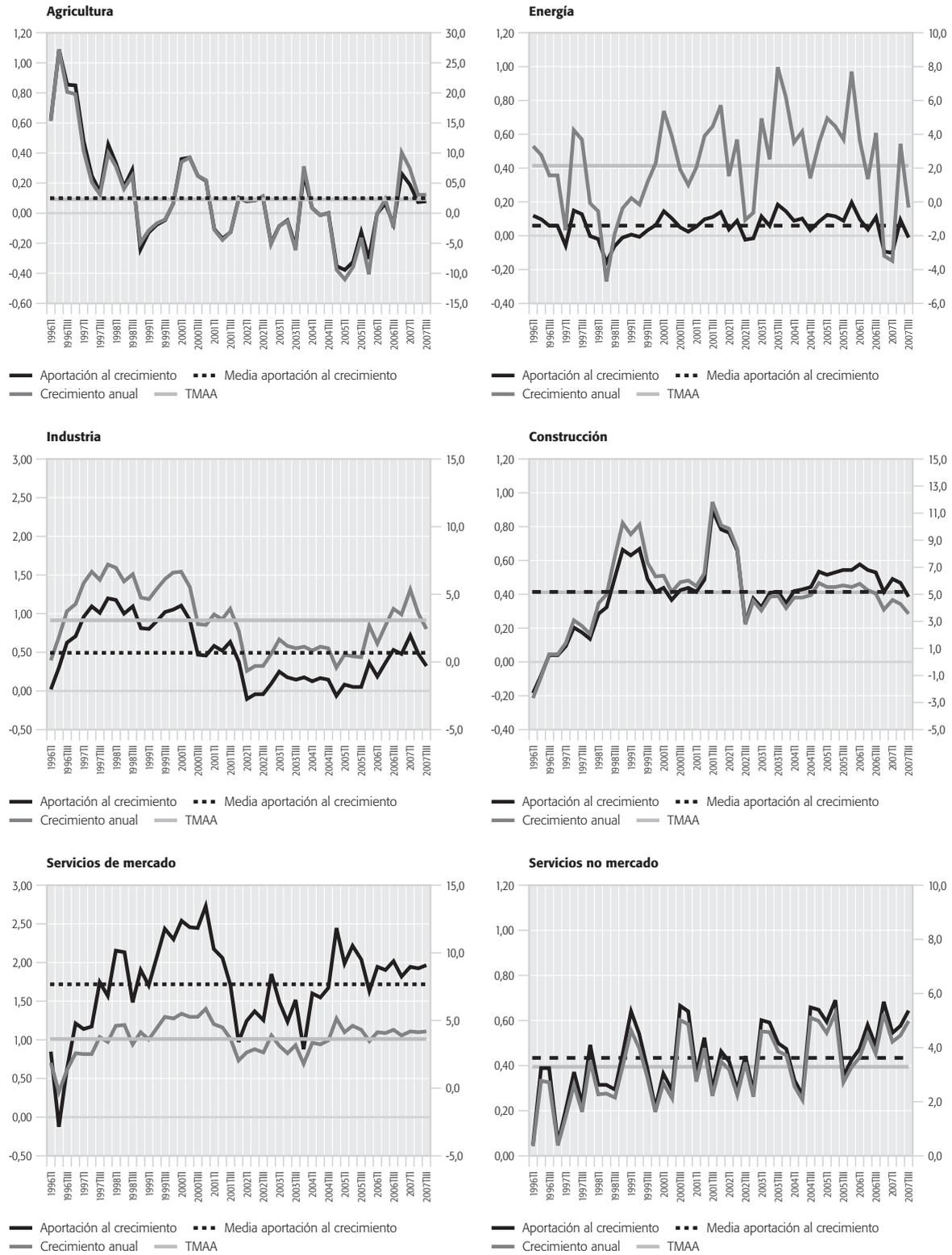


Fuente: INE y elaboración propia.

Nota (\*): No se incluye la inversión en agricultura por su menor relevancia y comportamiento errático.

Gráfico 6

APORTACIÓN AL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA POR EL LADO DE LA OFERTA



Fuente: Elaboración propia a partir del INE.

mercado de ambos períodos coincide, si bien con comportamientos diferentes desde la óptica de la oferta. Así, algunos sectores de actividad económica presentaban mayores tasas de crecimiento en el primer período de desaceleración considerado, como la energía, y principalmente la construcción —siendo además este último el que mantiene el crecimiento—, mientras que el resto de sectores, mejoran su actuación en 2007 respecto a comienzos de la década. En este sentido, el sector que parece sostener el crecimiento en 2007, es el de servicios de no mercado.

No obstante, en cuanto a la aportación al crecimiento, conviene destacar que en ambos períodos el sector de servicios de mercado es el que mayor cifra presenta, dado el peso de estas actividades.

Por último, cabe destacar la importante caída de la aportación al crecimiento del PIB de la construcción —tres puntos de diferencia entre los períodos que se comparan—, cuyo impacto no debe ser desdeñado debido al importante efecto de arrastre que tiene este sector sobre otras actividades, como la industria de minerales no metálicos y metálicos, y sectores de servicios —inmobiliarios y transporte, entre otros— cuyo impacto se produce con cierta dilación.

Del mismo modo que se ha analizado con mayor profundidad algunos de los componentes de la demanda, a continuación se van a examinar los sectores más relevantes en cuanto a su posible impacto en la desaceleración económica: el sector industrial y de la construcción.

### Industria

Del sector industrial se puede indicar que su ritmo de crecimiento es superior en 2007 al del año precedente, si bien la evolución muestra una tendencia decreciente ya que desde el primer trimestre de este año se ha registrado una desaceleración patente en todos los indicadores. Así, el índice de producción industrial manufacturera muestra una caída constante desde enero de 2007 (gráfico 7).

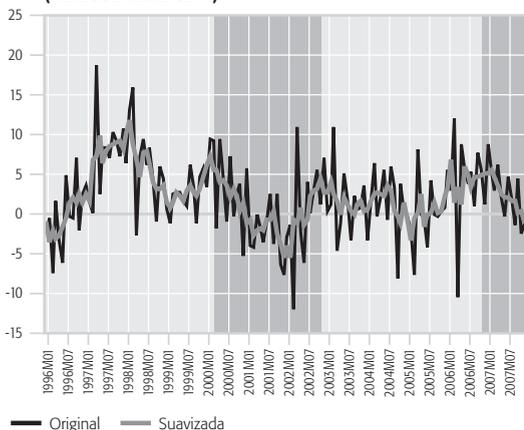
Por el contrario, cabe señalar que el número de cotizantes a la Seguridad Social adscritos al sector industrial permanece con tasas de crecimiento elevadas, semejantes a las obtenidas a comienzos de la década y muy por encima de la situación media de los últimos cinco años.

Por otro lado, en relación con las expectativas, los indicadores de entrada de pedidos en la industria no muestran una tendencia concreta, sino que se observa como a final del año 2007 se produce una cierta ralentización, sobre todo en el componente de bienes de consumo duradero. A pesar de esta apreciación, se requeriría de una se-

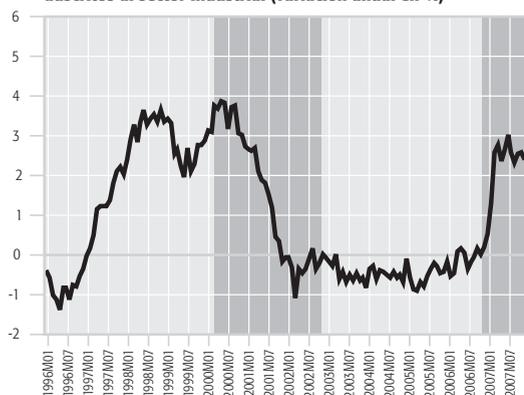
Gráfico 7

### INDICADORES DE INDUSTRIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

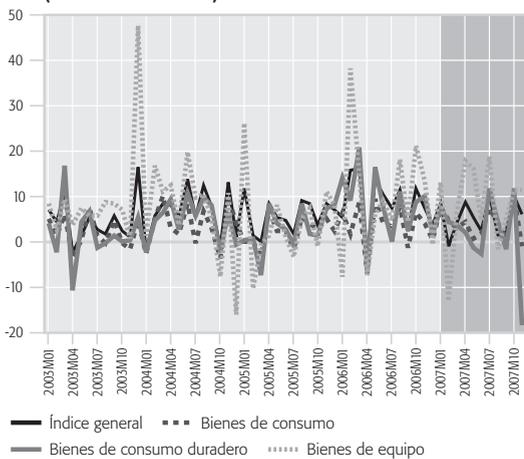
**Índice de Producción Industrial de la industria manufacturera (variación anual en %)**



**Afiliación de Trabajadores al Sistema de la Seguridad Social, adscritos al sector industrial (variación anual en %)**



**Índice de Entrada de Pedidos en la industria (variación anual en %)**



Fuente: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

Cuadro 3

## ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

	Tasa de variación media anual acumulativa (TMAA)		
	1995-2007	2001M01-2002M09	2007M01-2007M11
Industria manufacturera	2,52	3,00	6,07
Industria de la alimentación, bebidas y tabaco	1,77	0,82	14,92
Industria textil y de la confección	-4,14	-1,28	-2,97
Industria del cuero y del calzado	-5,44	-1,85	-26,76
Industria de la madera y del corcho	0,15	-6,23	0,91
Industria del papel; edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados	3,16	5,18	2,49
Refino de petróleo y tratamiento de combustibles nucleares	-0,04	-3,53	-14,17
Industria química	2,41	3,75	-2,05
Industria de la transformación del caucho y materias plásticas	4,23	7,19	4,51
Industrias de otros productos minerales no metálicos	2,91	3,90	0,56
Metalurgia y fabricación de productos metálicos	2,88	4,85	6,06
Industria de la construcción de maquinaria y equipo mecánico	5,27	3,29	26,36
Industria de material y equipo eléctrico, electrónico y óptico	2,97	1,74	10,92
Fabricación de material de transporte	3,85	3,89	5,23
Industrias manufactureras diversas	2,88	6,70	11,55

Fuente: INE.

rie más larga para poder diagnosticar adecuadamente dicha tendencia.

Por sectores industriales, el análisis de los índices de producción industrial de los grandes sectores (cuadro 3), muestra una caída de la producción durante el año 2007 de las actividades del cuero y del calzado (26,8 por 100), y del refino del petróleo y tratamiento de combustibles nucleares (14,2 por 100), así como un significativo crecimiento de la industria de la maquinaria y equipo mecánico (con tasas cercanas al 27 por 100). Igualmente, se observa una pérdida de vigor —aun con una tasa positiva— en el crecimiento que experimenta el sector de productos no metálicos, que se encuentra muy ligado a la marcha de la construcción.

### Construcción

El sector de la construcción ha acaparado toda la atención a lo largo de estos últimos meses debido a tres fenómenos que se han ido produciendo en los últimos años, si bien con mayor intensidad en 2007: a) los problemas financieros internacionales surgidos a raíz de la

crisis de las *subprime* americanas, b) la subida de precios de los últimos años y el debate sobre la existencia o no de una cierta burbuja en este sector y, finalmente, c) la subida del tipo de interés que supone un incremento en el precio de su financiación y, por tanto, una caída en su demanda.

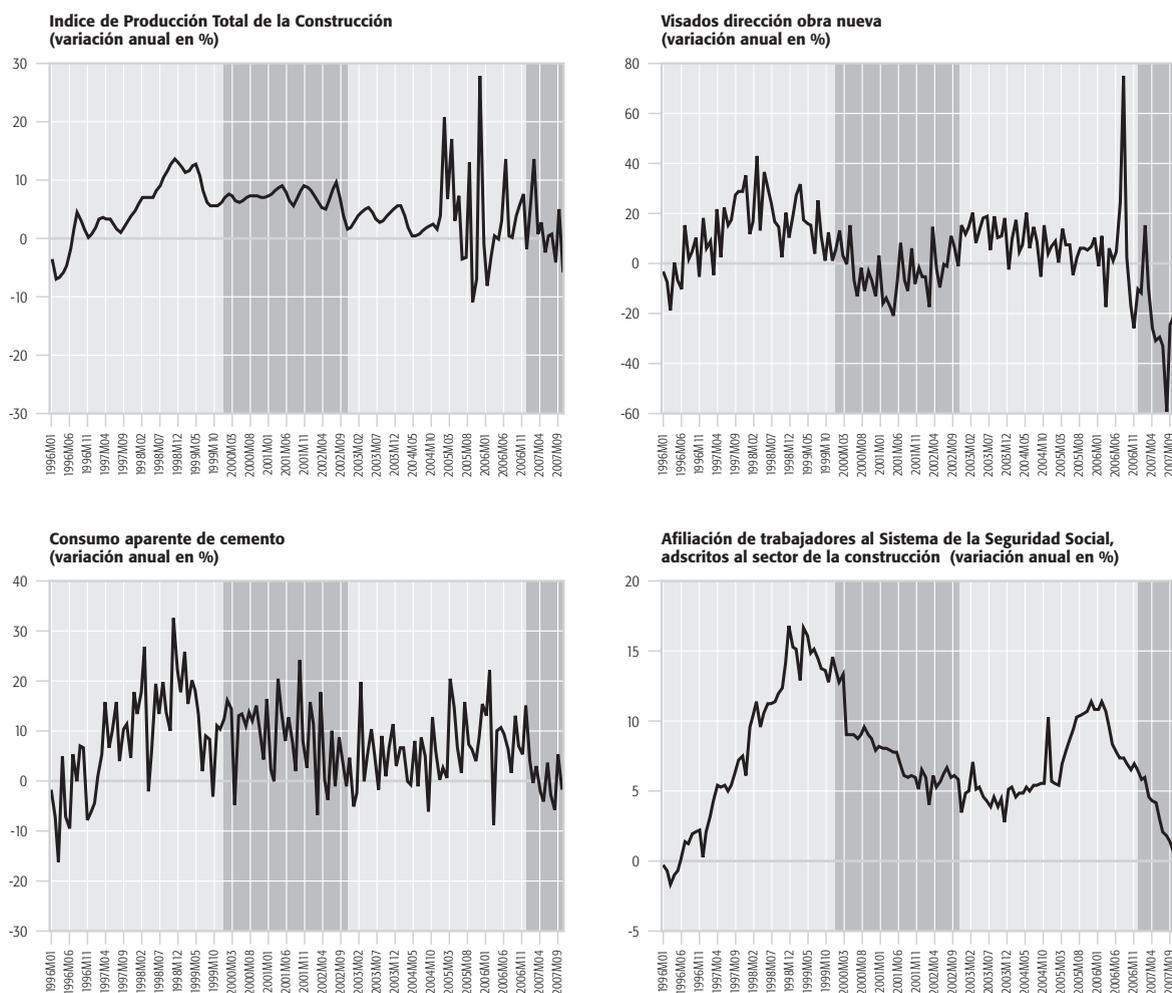
Pues bien, aunque la caída en este sector no es especialmente significativa, se empiezan a observar síntomas de un próximo estancamiento, que quizá ocurra mientras se elabora este artículo, ya que los datos disponibles abarcan hasta noviembre de 2007.

Así, se desprende de dos componentes de la inversión: la formación bruta de capital fijo en viviendas y en otras construcciones, aunque con un comportamiento de ambas claramente distinto. En concreto, si la primera está cayendo de forma moderada, la segunda —donde se incluye la obra pública— se mantiene con tasas de crecimiento elevadas, por lo que parece que esta última sostiene el descenso generalizado del sector (véase gráfico 5).

Por otro lado, tal y como muestra el gráfico 8, el Índice de Producción total del sector de la construcción a fi-

Gráfico 8

## INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



Fuente: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

nales de 2007 manifiesta tasas de crecimiento negativas. Del mismo modo, la tasa de variación del número de visados de dirección de obra nueva experimenta una caída brusca de este sector, retrocediendo a valores alcanzados en el año 1998.

En este mismo sentido se ha comportado el indicador del consumo aparente de cemento que ha descendido en 2007, si bien donde queda claramente reflejada la situación de ralentización de la construcción es en el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social, en el que se observa una intensa caída en las tasas de crecimiento, al pasar del valor del 6,5 por 100 en el mes de enero de 2007 al 0,53 por 100 en noviembre.

Ahora bien, esta situación podría verse agravada si la demanda del sector cayera de manera significativa. De hecho, el incremento del tipo de interés, la moderación en el número de hipotecas concedidas y el ajuste en los precios de las viviendas —en el último trimestre de 2007 alcanzaron una tasa de crecimiento interanual del 5,8 por 100 frente a tasas del 9,1 por 100 del año anterior, según datos del Banco de España—, podrían estar presagiando esta mayor desaceleración.

No obstante, desde hace algunos años se venía demandando una reducción del tamaño de este sector, si bien en la actualidad no existe una previsión clara de cuál lo va a sustituir y constituirse en motor de crecimiento de la economía.

#### 4. Conclusión ¿un resfriado o una gripe?

En este artículo se ha analizado el crecimiento de la economía española entre 1995 y 2007 con el objetivo de constatar lo acontecido en este último año, intentado discernir si la economía española está pasando por una simple desaceleración o si, por el contrario, se está dirigiendo hacia una recesión.

El estudio muestra que los indicadores coyunturales hacen presagiar una situación más crítica que la que se deriva de la observación de la evolución del crecimiento del PIB. Ahora bien, diagnosticar la actual situación económica española no es una tarea exenta de dificultades debido al corto período de tiempo transcurrido desde que se detecta la caída en las tasas de crecimiento —año 2007.

En este sentido, parecen existir síntomas de cierta reacción por parte de alguna rama industrial, y fundamentalmente del sector público que parece estar interviniendo en la economía para compensar la caída de la actividad privada. El superávit del 1,8 por 100 de las cuentas públi-

cas en 2007, permite disponer de un cierto margen de maniobra a los poderes públicos.

Parece, pues, que la situación económica en España no goza de la mejor salud y del mismo modo que cuando aparecen síntomas indicativos de un simple constipado o una fuerte gripe ha de visitarse al médico para comenzar un tratamiento, los indicios de enfermedad apuntados aconsejan mantener en observación a la economía española y tomar medidas para evitar que puedan desarrollarse.

#### Bibliografía

- Banco De España (2008): *Boletín Económico, enero 2008, Informe Trimestral de la Economía Española*, Banco de España.
- FUNCAS (2008): *Panel de Previsiones de la Economía Española, enero-febrero, 2008*, Gabinete de Coyuntura y Estadística, Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid.
- Ministerio de Economía y Hacienda (2008): *Síntesis de Indicadores Económicos. Informe Trimestral, Noviembre 2007*, Secretaría de Estado de Economía, Dirección General de Política Económica, Madrid.

# La construcción residencial en España: a la búsqueda de la mediocridad dorada

José Ramón Fontana Usón\*

El sector de edificación de nueva planta en España ha vivido una etapa expansiva cuya magnitud y duración han sobrepasado la mayoría de expectativas. Uno de los efectos secundarios de experimentar una fase tan larga de crecimiento es que se dispone de tiempo de sobra para analizar que es lo que está causando el fenómeno y se pueden ir poniendo a prueba las diferentes teorías para explicarlo y cuantificarlo. De hecho, en el caso del *boom* residencial español ha habido tiempo incluso para que dichas teorías fuesen reiteradas hasta la saciedad, hasta el punto de que han acabado convertidas en un lugar común, algo próximo a un estereotipo que a estas alturas ya empieza a resultar embarazoso dejar de nuevo por escrito. Son incontables las veces en las que durante los últimos años hemos leído y escuchado cómo la bonanza económica en España, unida a unos tipos de interés particularmente bajos, han despertado el gusanillo comprador a una parte sustancial del mercado, y el gusanillo inversor a otra parte no menos significativa. Igualmente, se ha repetido hasta la saciedad que la demanda ha conseguido esquivar los efectos enfriadores de la subida de los precios de la vivienda gracias a que el sector financiero se ha prestado a flexibilizar su producto, si bien a expensas de ir tensando el equilibrio de la accesibilidad hasta lo que parecen ser sus auténticos límites finales.

Tipos atractivos, financiación abundante, revalorización fuera de cuestión: en esencia, he aquí la conjunción de factores que se esgrimen como causas de que España haya sido responsable de una de cada cuatro viviendas construidas en Europa durante lo que llevamos de década, sin olvidar, por supuesto, a un sector de la construcción que ha estado a la altura del reto y conseguido aumentar muy significativamente su ritmo sin provocar disfunciones en las cadenas de suministro ni en el mercado laboral.

\* ITeC: Instituto de Tecnología de la Construcción de Cataluña.

Puesto que hay un consenso general de que los factores motrices del sector son los que se acaban de enunciar, a nadie le debería extrañar la situación actual del sector residencial español, a la vista de que los tres pilares en los que se ha sustentado la demanda hasta ahora —intereses, predisposición financiera y precios de la vivienda— están colapsando de manera simultánea. Todo aquel que busque una explicación concisa al empeoramiento del sector puede detener la lectura aquí, puesto que difícilmente nada de lo que se aporte a continuación va a desvirtuar la esencia de este diagnóstico tan sólidamente arraigado ya en la conciencia colectiva.

Si pese a todo se quiere profundizar más para intentar aportar algún matiz extra a ese razonamiento tan sintético, se pueden explorar dos vías que podríamos resumir en esencia en mirar al pasado y al futuro. Pese al riesgo de insistir en lo obvio, hay que decir que mirar al pasado es lo fácil, aunque hay que reconocer que no está exento de atractivo. Igual que los astrónomos cuando empiezan a recibir los datos de una sonda enviada a un cuerpo celeste remoto, las lecturas estadísticas del sector de la construcción de los últimos años abren un panorama interesante de análisis, que, sin duda, puede tener ocupado al mundo de la academia durante una larga temporada. Sólo por citar un par de candidatos a un estudio más a fondo, merecería la pena identificar a los *wunderstadt*, los “municipios-milagro” que han multiplicado su parque de vivienda y su población en un tiempo récord, o reflexionar con más detalle en que ha pasado con las tipologías constructivas (¿se ha reducido efectivamente el tamaño de la vivienda media española?, ¿hemos entrado en razón y va perdiendo peso definitivamente la vivienda unifamiliar?). Pero para todo esto hay tiempo, y demasiada probabilidad de padecer una sobredosis de cifras, algo poco recomendable en un país donde la estadística de cons-

trucción no está exenta, por decirlo de alguna manera, de peculiaridades chocantes (también otro tema merecedor de estudio).

La vía alternativa es la mirada al futuro, la que nos obliga a correr el riesgo de dejar por escrito qué es lo que va a pasar con el sector a partir de ahora. El territorio de las previsiones de la construcción no es muy grato de explorar, entre otras razones porque pesan seriamente los repetidos fracasos del pasado reciente a la hora de pronosticar el punto de inflexión del ciclo. Y es un territorio, además, en el que es un mal momento para adentrarse, ya no sólo porque las incertidumbres son ahora muy altas, sino porque llevamos tanto tiempo experimentando ritmos anormales de construcción que desconocemos por completo qué es lo que hay que entender como “normalidad”. Este debería ser el primer obstáculo a superar — conseguir definir cuál es el estándar de actividad para la vivienda de nueva planta en España— sin el cual resulta ocioso intentar lanzarse a adivinar a qué velocidad va a producirse el ajuste. En otras palabras, y explotando una expresión que ha hecho fortuna recientemente: tanto si el aterrizaje es suave o brusco, es imprescindible tener situada donde vamos a encontrar la pista.

## 1. La nueva normalidad

Durante los años de apogeo del ciclo, a nadie se le escapaba que el sector estaba viviendo una situación anómala. La anomalía era perceptible en diferentes contextos: en el mercado era difícil no percibir los ritmos exagerados de comercialización y la circulación de capitales cuyo origen daba qué pensar; en el territorio, los síntomas eran las disfunciones en el urbanismo y las infraestructuras. De tanto en tanto, se reflexionaba públicamente sobre lo conveniente de revertir al sector a unos niveles más sensatos y sostenibles, entendiendo sostenibilidad tanto en sus acepciones económicas como de impacto sobre el entorno.

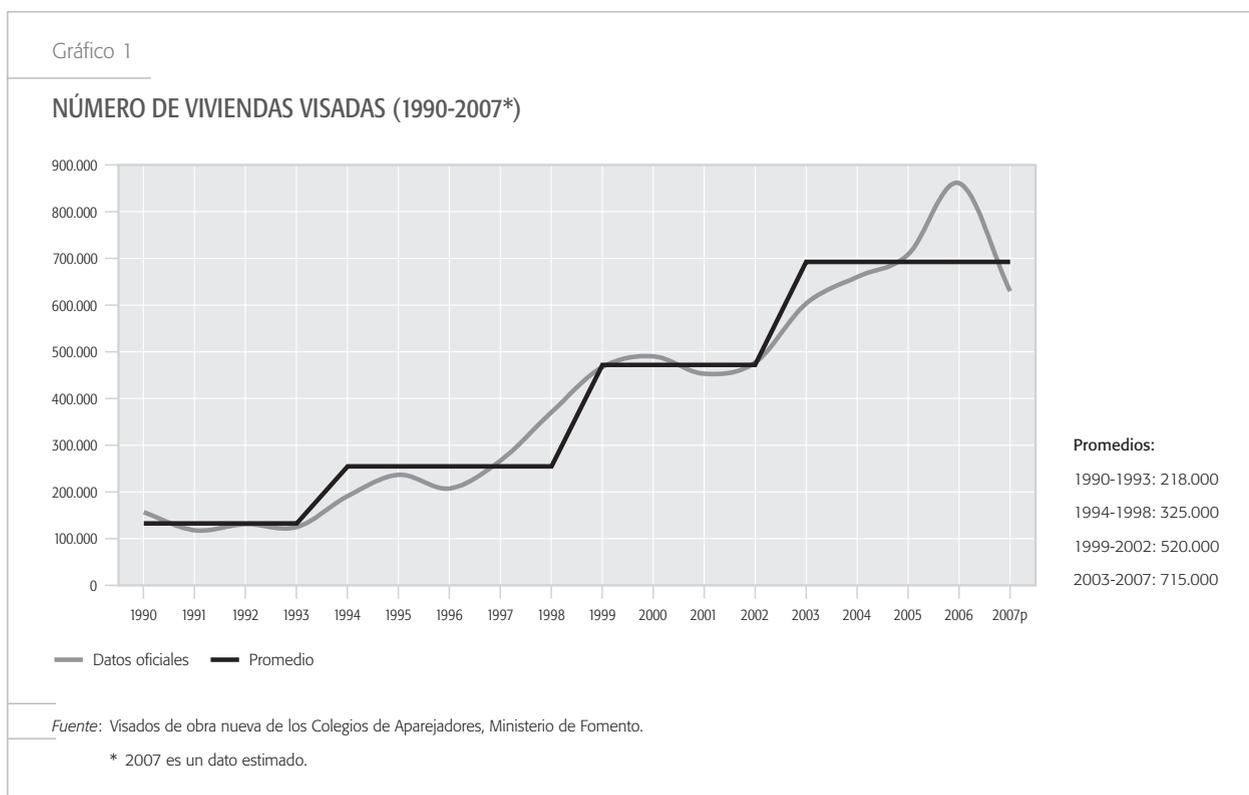
En semejante contexto, no faltó quien puso una cifra a ese nuevo orden: 500.000 viviendas al año. De acuerdo con esta línea de pensamiento, con este volumen de producción se estaría satisfaciendo la auténtica demanda del país, aquella que busca una vivienda por motivos meramente de uso —nuevas familias, disgregación de familias ya formadas, inmigrantes o usuarios que mejoran su vivienda actual— englobando tanto las primeras residencias como las de ocio. La primera deducción que podía hacerse de este enunciado es que todo el volumen construido más allá de la cota 500.000 eran viviendas que la demanda demográfica no explicaba y que, por lo tanto, debería ser considerado, por eliminación, como compra especulativa. Inme-

diatamente, se hacía evidente que la cantidad de vivienda que quedaba englobada en esa categoría no era en absoluto despreciable: recuérdese que el promedio anual de visados concedidos para la construcción de viviendas de nueva planta durante del período 2003-2006 sobrepasó claramente el listón de las 700.000 unidades. En cualquier caso, el argumento concluía postulando que España iba encaminada a irse deshaciendo poco a poco de ese mercado sobrepuesto artificialmente a la demanda natural para irse quedando con la demográficamente explicable.

Este razonamiento ha tenido una aceptación casi unánime. De hecho, se podría calificar de auténtica fórmula de éxito, y prueba de hasta qué punto ha quedado asimilada es que cuesta identificar quien o quienes fueron sus formuladores, y hasta incluso en qué supuestos demográficos y macroeconómicos se basaron para llegar a esta conclusión. Salvando las distancias, es una situación que recuerda a la de otros guarismos que hicieron mella en la opinión pública, como por ejemplo el caso de la reivindicación del 0,7 por 100 del PIB para la cooperación al desarrollo. ¿Alguien recuerda por qué en su momento se empezó a pedir exactamente un 0,7 por 100? ¿Se elaboró algún modelo para medir el impacto de una hipotética implantación de esta medida? Realmente importa poco el fondo teórico que pueda haber habido como respaldo a esa iniciativa ante su éxito a la hora de convertirse en parte del imaginario común. Y es que seguramente todos sentimos inclinación hacia las cifras redondas y fáciles de retener: el cero-siete tiene una resonancia cinematográfica y el medio millón es sencillamente contundente. En última instancia, el hecho de que el origen de ambas cifras sea difuso tampoco ha de mermar su validez.

En el caso concreto del horizonte de las 500.000 viviendas en España es posible que haya otra razón para haberse aceptado ampliamente como hipótesis de medio plazo, y no es otra que, en el fondo, se trata de una hipótesis optimista, de un “final feliz” al *boom* de la construcción residencial.

Para justificar por qué un mercado moviéndose a ritmos significativamente más bajos que los de los últimos años puede considerarse como una buena noticia, es necesario adquirir una cierta perspectiva temporal. Tomemos la serie histórica de visados de dirección de obra de los colegios de aparejadores y, a efectos de exposición, simplifiquémosla para llevarla a ese territorio de los números redondos en el que nos podemos mover con más soltura (gráfico 1). El gráfico nos recuerda cómo durante la recesión de inicio de los noventa, el sector estaba produciendo viviendas a un ritmo de poco más de 200.000 unidades al año. Una vez abandonado el bache, los ritmos se recuperaron y se movieron, durante un considerable lapso de



tiempo, alrededor de la cota de las 325.000 unidades. Para aquellos que no vivieron el período en primera persona, cabe recordar hasta qué punto el sector en general —empresas constructoras, fabricantes de materiales, ...— manifestaba por aquel entonces su satisfacción al comprobar que estos niveles de producción se podían mantener, puesto que sus puntos de referencia basados en lo que había pasado en los años ochenta les advertían que no había antecedentes de que la cota de las 300.000 viviendas fuese sobrepasable, ni mucho menos sostenible más allá de un par de años, que era todo lo que habían durado los ciclos de bonanza en la década anterior. Por último, a partir de 1999-2000 se inicia la escalada de actividad constructiva, la cual es ya historia reciente y de sobra conocida.

Esta rápida mirada hacia atrás sirve para situarnos en el contexto del significado de un retorno a niveles de medio millón de viviendas al año: ni más ni menos que volver a los ritmos del período 1999-2002, es decir, a una plataforma intermedia, prácticamente equidistante, entre los niveles de récord de 2003-2006, de precaria lógica de mercado, y los de 1994-1998, que fueron una satisfactoria velocidad de cruce para la época. Y es que no hay que perder de vista que 500.000 viviendas al año siguen siendo ritmos propios de fase de *boom* residencial: de aquellos momentos del inicio del ciclo (hagamos memoria de nuevo) en los que se creía que los ritmos de producción se habían desbocado por causa de la inminente introducción de la moneda única, tras la

cual no estaba claro que se pudiesen mantener y mucho menos aumentar. Y para despejar cualquier resto de duda sobre el orden de magnitud del que estamos hablando, merece la pena situarlo en el contexto de los ritmos productivos del resto de Europa durante esta década (cuadro 1).

A la vista de que si se cumple la teoría del medio millón de viviendas, el futuro que aguarda al sector residencial español es el equivalente al de la suma de producciones de Alemania e Italia, cabe preguntarse qué es exactamente lo que nos provoca tanta inquietud. Solamente vemos un factor intimidatorio: la velocidad con la que se produzca el paso a esta nueva normalidad.

## 2. Un catalizador inesperado: el Código Técnico de la Edificación

Posiblemente la peor noticia relacionada con los mercados de la construcción que se pueda recibir es que los permisos de construcción y los visados de nuevos proyectos están descendiendo, puesto que son signos bastante incontestables de que el futuro inmediato está empeorando: lo que no se tramita hoy no se podrá ejecutar mañana. Pues bien, ahora este tipo de noticias abundan y están trufadas de cifras de crecimiento negativo muy serias. Son preocupantes, pero de nuevo podemos relativizarlas.

Cuadro 1

VIVIENDAS ACABADAS (EN MILES) (2001-2006)

Pais	Promedio anual	Máximo durante el período	Mínimo durante el período	Pais	Promedio anual	Máximo durante el período	Mínimo durante el período
España	607	749	475	Austria	43	46	42
Francia	332	405	298	Hungría	36	44	28
Alemania	243	286	214	Suiza	34	42	29
Italia	231	293	175	Finlandia	31	35	27
Reino Unido	183	194	168	Rep. Checa	29	33	25
Polonia	117	163	98	Noruega	25	30	21
Portugal	83	111	58	Dinamarca	24	31	17
Irlanda	72	88	53	Suecia	24	32	16
Holanda	67	73	60	Eslovaquia	13	15	10
Bélgica	45	55	39				

Fuente: Euroconstruct.

El argumento aquí es el siguiente: los descensos en términos de variación interanual del cierre de 2007 son muy abruptos porque toman como referencia unos niveles de visado en 2006 anormalmente altos. La anomalía tiene nombre y apellidos: el nuevo Código Técnico de la Edificación (CTE).

Para los técnicos que se dedican a proyectar y ejecutar edificios, el CTE es sin duda el acontecimiento de la década: se trata de una reforma muy profunda de la normativa española de construcción que sustituye y pone al día un conjunto bastante heterogéneo de normas de gran calado —algunas de las cuales llevaban más de 25 años en vigor— y las compila en un único documento ligado a la Ley de Ordenación de la Edificación de 1999. El objetivo del nuevo CTE es muy claro: definir cómo se debe construir un edificio para conseguir que sea resistente, seguro, confortable y razonablemente respetuoso con el medio ambiente. Pero a nadie se le escapa que tras estos loables propósitos hay una contrapartida evidente en forma de palpables incrementos de costes.

Como toda normativa de esta envergadura, estaba previsto un período transitorio durante el que la Administración todavía admitiría proyectos redactados bajo los parámetros del anterior corpus legislativo y se esperaba que esta circunstancia fuera a animar a un buen número de promotores a adelantar los tramites de una porción de su cartera de proyectos para aprovechar las “ventajas” del régimen antiguo. La auténtica sorpresa llegó al recibir las cifras

que cuantificaban la magnitud del fenómeno. Observando tan sólo los dos meses clave de la agenda de entrada en vigor del CTE —septiembre de 2006 y marzo de 2007— se puede cuantificar este aumento de los visados en no menos de 80.000 viviendas extra<sup>1</sup>. Semejantes alzas en la oferta no respondían, ni mucho menos, a una demanda real: recordemos que por aquellas fechas los tipos hipotecarios ya habían abandonado su letargo hacía meses y estaba claro que no iban a interrumpir su tendencia alcista a corto plazo. En ese contexto de vientos de cambio y tempestad inminente, tan sólo se podía concluir que esos picos de visados eran artificiales, sin otra justificación que la de aprovechar la ventana de oportunidad que ofrecía el período de gracia previo a la aplicación ineludible del CTE. Por ello, las cifras oficiales de visados de este período reflejan una realidad desfigurada: por supuesto que esos visados estaban concedidos, pero existen dudas sustanciales sobre si todo ese paquete de proyectos se va a traducir efectivamente en viviendas en su totalidad, si una parte se van a posponer o si eventualmente se renunciará a ejecutarlos si se percibe un exceso de riesgo en el mercado inmobiliario.

<sup>1</sup> En septiembre de 2006 se acababa el plazo en el cual se aceptaban proyectos con el aislamiento térmico y contra incendios de acuerdo con las antiguas normas. Provocó que se visaran casi 127.000 viviendas, prácticamente el doble de las 64.500 de septiembre de 2005. En marzo de 2007 se acababa el período provisional respecto a una serie de normas sobre estructuras. Los visados del mes rozaron la marca de 98.500 viviendas frente a las 77.400 del mismo mes un año antes.

Por eso, cuando en la prensa se lee que en una determinada zona del país los visados han sufrido un descenso del 20 o del 30 por 100 en 2007 respecto a 2006, o incluso del segundo semestre de 2007 respecto al primero, hay que tener en cuenta que estamos comparando dos magnitudes significativamente heterogéneas: el estado auténtico del mercado contra el de los efectos distorsionadores del CTE. El resultado es un titular de prensa muy llamativo, pero que amplifica notablemente la percepción del auténtico ritmo del cambio de ciclo.

### 3. Condiciones para un aterrizaje suave

Hasta ahora hemos estado comentando las particularidades de los puntos extremos del ciclo: nos hemos consolado viendo la cara amable del punto bajo poniéndolo en el contexto de la teoría del medio millón de viviendas y hemos dado motivos para ser escépticos sobre el punto de pico a la vista de cómo el CTE ha actuado de revulsivo ajeno a las condiciones reales del mercado. Resta por ver la velocidad con la que se va a pasar de uno a otro punto; en otras palabras, si el aterrizaje va a ser brusco o si, por el contrario, se produce uno suave, escenario ampliamente admitido como el mal menor.

Para que el sector residencial español evolucione hacia un aterrizaje suave, lo más urgente, sin duda, sería invertir la situación anímica actual del mercado y que se volviese a crear un sentimiento colectivo de que vuelve a ser “el momento de comprar”. A ese respecto, un factor muy poderoso son los precios de la vivienda, aunque con algunos matices particulares. Por ejemplo, una depreciación significativa tendría globalmente más consecuencias negativas que las positivas que se pudiesen derivar de una reactivación coyuntural de las ventas. Incluso más que la auténtica magnitud del reajuste de precios, el factor que creemos crucial es el tiempo que se tarde en llegar a una situación de estabilidad. El comprador que busca una vivienda para su propio uso necesita indicios de que no se va a arrepentir si compra ahora en vez de posponer su decisión un poco más. Por supuesto que dará por bienvenido un buen precio, pero sobre todo lo que persigue es la tranquilidad psicológica —y económica— de haber tomado una decisión sensata comprando un bien que no se encuentra en plena depreciación. Este momento de reencuentro con la estabilidad sin duda llegará, pero el sector podría sufrir una erosión excesiva si finalmente esta llegada se retardara en el tiempo.

El segundo frente en el cual el comprador quiere contar con una cierta sensación de control sobre lo que pasa es en el frente de la financiación. Parte de los argumentos

sobre el precio de la vivienda se pueden aplicar también al precio del dinero: más allá de si los intereses están en un determinado nivel que históricamente pueda calificarse de alto o bajo, lo que promotores y compradores necesitan es percibir normalidad, que la evolución de las tasas de interés sea un asunto rutinario en vez de noticia de titular. Evidentemente que a muy corto plazo esto no es más que un deseo bienintencionado, pero nótese que hasta ahora hemos estado hablando de percepción y de sensaciones, es decir, que no ligamos el desarrollo de los acontecimientos en el mercado residencial a una determinada barrera numérica ni para los intereses ni para los precios, que se separe el éxito del fracaso. Unos intereses no tan atractivos como los de antaño y unos precios de la vivienda todavía en cotas absolutas altas pueden ser compatibles con una recuperación de la demanda si realmente se producen estas premisas de estabilidad.

El tercer pilar en el que argumentar las posibilidades de un aterrizaje suave del sector tiene que ver con la producción propiamente dicha. Tal como exponíamos en el punto anterior, bajo la sombra del CTE existe una bolsa muy sustancial de proyectos (equivalente a la producción de medio año en el Reino Unido) que han quedado en una especie de limbo, puesto que planea sobre ellos la duda de si se ejecutarán o no. Caso de que promotores y constructores quieran aprovechar esa última oportunidad de ahorrarse una fracción de su presupuesto al construir según las directrices anteriores al CTE, es posible que simplemente estén retrasando la ejecución de estos proyectos. Por tanto, las flojas cifras de visados de los tres últimos trimestres de 2007 podrían estar siendo compensadas con un goteo de proyectos procedentes de la bolsa del CTE y que estarían contribuyendo a amortiguar el ritmo de frenado. El efecto podría durar hasta bien entrado 2008, puesto que el período transitorio del CTE llegó hasta marzo de 2007.

Considerando todas estas premisas, es posible imaginarse un mercado en el que las cifras de inicios de vivienda tienden de una manera progresiva hacia el mítico medio millón, al cual se podría llegar en unos tres años. Desde el punto de vista de la evolución de la actividad en términos de valor, este escenario dibuja descensos de producción de un 10 por 100 para 2008, que se acentuarían en 2009 pudiendo llegar al 15 por 100, momento en el cual se acabaría el efecto balsámico de toda la obra que ha venido visada de antes. Eso situaría la producción del sector residencial de nueva planta en 2009 en la cota de los 59.000 millones de euros, 18.000 millones menos de la estimación del volumen del sector que ahora se tiene para el cierre de 2007<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Las cotas de variación están calculadas a precios constantes, los volúmenes están expresados a precios de 2007.

#### 4. Probabilidades de un aterrizaje menos suave

El escenario anteriormente dibujado tiene como premisa que simultáneamente se den las tres circunstancias descritas: entrada rápida en equilibrio de los precios, estabilización de los tipos y ejecución retardada en el tiempo del pico de proyectos visados con motivo del cambio de normativa. Si algo de ello no se cumple, tendría como resultado una precipitación del proceso y pendientes de descenso más abruptas.

Pero cabe contemplar un factor hasta ahora no muy explorado: el *stock* de viviendas. Cuando hemos expuesto la teoría de que la demanda de uso era de 500.000 viviendas al año, hemos señalado la implicación de que no era posible explicar qué tipo de uso se les daba a todas aquellas que sobrepasaban este número más allá de aventurar que se habían comprado meramente por su potencial de revalorización. Por lo tanto, es probable que exista un *stock* de viviendas nada despreciable, que podría salir al mercado a corto plazo y consecuentemente entrar en competencia con las nuevas viviendas que se acaben de construir. Dicho de otra manera: la hipótesis del medio millón cuantifica la demanda de vivienda nueva, pero es una demanda que se puede satisfacer tanto con un piso que se haya acabado en 2008 como con uno de 2004 que haya permanecido todos estos años en manos de un inversor. Evidentemente, sería pésimo que se confirmase la existencia de un *stock* de estas características, puesto que en determinadas situaciones pondría en duda la necesidad de ejecutar nuevos proyectos si la demanda se fuese cubriendo con ese *stock* de vivienda pseudo-nueva.

Semejante conjunción de circunstancias podría, en efecto, acelerar la llegada a la plataforma de 500.000 nuevos inicios, la cual podría materializarse en el propio 2008. Si en el escenario de aterrizaje suave se anticipaban descensos en términos de producción en la línea del 10-15 por 100, el escenario alternativo prácticamente duplica la velocidad de descenso. Cabe preguntarse si esta hipótesis que traza un futuro inmediato muy poco halagüeño concentra en poco tiempo todo el potencial recorrido descendente del sector o si, por el contrario, es la antesala de una crisis más profunda de lo que se creía y en la cual no

se materializaría el escenario del medio millón de viviendas en el que tantas esperanzas se han depositado. Apostar por una u otra posibilidad es casi un ejercicio a ciegas si se hace sin demasiado convencimiento sobre qué va a pasar en el contexto económico general del país y del mundo. Quedémonos, por el momento, con la imagen de que 2008 y 2009 van a ser años de cambio, ciertamente más traumático de lo que se creía a inicios de 2007, pero también con el mensaje de que la demanda va a volver, ciertamente con menos ímpetu que en los momentos álgidos del ciclo, y que, independientemente de su tamaño final, también será una demanda más madura y exigente.

#### 5. Conclusiones

Este artículo ha dado algunas vueltas de tuerca a la teoría del medio millón de viviendas como horizonte de normalidad para el sector residencial español. Primero, poniendo una nota de escepticismo sobre como ha sido aceptado unánimemente sin reparar en exceso en sus bases teóricas, insistiendo en que es un escenario sustancialmente mayor que el de la década pasada y sin duda más sensato que el de los momentos más tumultuosos del ciclo. Admitido esto, hemos propuesto un par de aproximaciones para ver cómo se puede alcanzar esa nueva normalidad, bien de manera progresiva o concentrando el impacto del reajuste a corto plazo. Incluso después de haber limado algo las asperezas de los picos causados por el nuevo CTE, es evidente que 2008 no puede escaparse de un retroceso severo, que aún puede manifestarse con más virulencia en 2009 cuando ya hayan desaparecido las inercias de toda la obra iniciada antes del cambio de fase.

Podríamos concluir que nos espera un futuro mediocre, pero entendiendo la mediocridad a la manera de Horacio y los romanos, para quienes "mediocritas" significaba "aquello que está en medio y es moderado". Si por moderado entendemos un mercado ausente de tensiones, propulsado por una demanda menos fundamentada en la inversión y más en la compra para uso, y que además no desplaza a España de la cabeza de la producción de viviendas en Europa, entonces la mediocridad no debería intimidarnos. Pero primero hay que sobrevivir al carrusel del reajuste.

# Rápida y fuerte caída del sentimiento económico de los españoles

Francisco Alvira Martín  
José García López

## 1. Introducción

En el sondeo de febrero del año 2008, el sentimiento económico de los consumidores (ISC) ha retrocedido al valor 64. Este dato comparado con el valor del anterior sondeo, 81, muestra una pérdida muy importante de la confianza económica de los españoles. El comportamiento de economía en los últimos meses se considera negativo y no se espera una rápida recuperación. Este es el mensaje de la última encuesta.

En el anterior sondeo, de noviembre de 2007, se señalaba la falta de correspondencia entre la opinión pública y los datos macroeconómicos más destacados por los medios de comunicación<sup>1</sup>. Aunque la economía española se había comportado bien durante un largo período, los ciudadanos no percibían un beneficio personal acorde con los buenos datos macroeconómicos. El sentimiento económico se ha venido manteniendo en torno al valor medio 83 del ISC con pequeñas variaciones desde el año 2003. Este valor es ligeramente inferior a la media histórica del ISC, 86, desde 1977 (gráfico 1).

Las expectativas del público en el tercer cuatrimestre del año 2007 adelantaban un retroceso de la economía nacional y también familiar. Para la opinión pública ese pronóstico se ha cumplido en los primeros meses del año. La situación económica de España es hoy peor que hace un año para la mayoría de la población. Lo más destacable ha sido la sensibilidad de los consumidores y la rapidez con la que han detectado el cambio producido.

<sup>1</sup> Factam: "Bajan las expectativas de los consumidores", *Cuadernos de Información Económica*, Fundación de las Cajas de Ahorros, núm. 201, noviembre-diciembre, pág. 57 y ss.

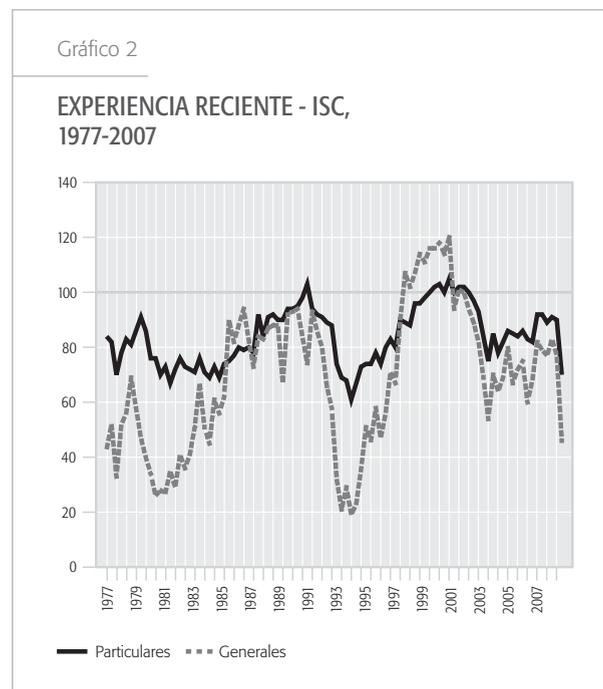
Los resultados de la encuesta de febrero de 2008 muestran un cambio de la percepción de estabilidad seguida por el ISC desde el año 2003 a 2007 (gráfico 2).

De la encuesta de febrero de 2008 interesa señalar:

1. La caída del índice entre noviembre de 2007 y febrero de 2008 ha sido de 17 puntos (cuadro 1). Una pérdida notable de confianza de la gente sobre la marcha de la economía. Este retroceso del ISC ha sido el segundo mayor de la serie iniciada en el año 1977, pero la rapidez del cambio del sentimiento económico al pasar de 81 a 64 puntos en cuatro meses es una circunstancia especial de la sensibilidad económica del público después de varios ejercicios de buena marcha de la economía.

2. El valor 64 del ISC no refleja una pérdida de confianza desconocida en la serie desde el año 1977. Al examinar la serie del ISC desde su comienzo se observan dos períodos con una opinión pública mayoritariamente pesimista y unos valores del ISC muy bajos (gráfico 1). El primero duró bastante tiempo. El fuerte pesimismo comenzó en la segunda mitad del año 1979 y se prolongó hasta el segundo cuatrimestre del año 1982. El segundo período, más corto, se presentó a finales del año 1992 y continuó hasta principios del año 1994. Desde ese último año, el ISC presenta una larga serie de valores bastante positivos hasta la presente caída. Por supuesto, la duración de esta fuerte desconfianza del público se desconoce. Las actuales expectativas de los ciudadanos son malas (gráfico 3), pero los resultados de un sondeo no permiten prever que se haya abierto una nueva etapa de falta de optimismo en los ciudadanos, ni tampoco su duración.

3. Un valor 100 del ISC traduce aritméticamente el equilibrio entre los entrevistados optimistas y pesimistas. Des-



de el año 1977, sólo en el período 1998-2001 el ISC superó ese valor. La experiencia ha enseñado que existe una cierta resistencia de los entrevistados a contestar de forma positiva sobre la economía general o personal. Para salvarla en el gráfico 1 se trazan dos líneas: la primera corresponde al valor 100, teórico equilibrio entre los optimistas y pesimistas; la segunda se sitúa en el valor 86 del ISC, como

media de los 46 sondeos realizados entre 1977 y 2008. En consecuencia, Los ISC superiores a 86 expresan una confianza “relativamente” buena. Lo contrario manifiestan los valores inferiores a 86. Por tanto, desde el último cuatrimestre del año 2002 al último de 2007, los valores “relativos” del ISC manifiestan un equilibrio entre optimistas y pesimistas, con escasos cambios, traduciendo un sentimiento

Cuadro 1

### EL ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR

	Febrero 2008	Noviembre 2007	Junio 2007	Febrero 2007	Noviembre 2006	Junio 2006	Febrero 2006	Febrero 2005
<b>ISC</b>	<b>64</b>	<b>81</b>	<b>85</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>80</b>	<b>85</b>
<b>Situación económica general:</b>								
Experiencia	46	77	83	77	79	82	68	72
Expectativas	62	84	91	87	89	88	82	94
<b>Situación económica familiar:</b>								
Experiencia	70	90	91	89	92	92	82	84
Expectativas	83	95	96	96	98	97	94	99
<b>Valoración del momento de compra</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>66</b>	<b>69</b>	<b>66</b>	<b>61</b>	<b>73</b>	<b>77</b>

Fuente: Encuestas febrero 2005 a 2008. Funcas-Investiga.

Pregunta: En su opinión, de un año a esta parte la situación económica general del país es mucho mejor, un poco mejor, estacionaria, un poco peor, mucho peor.  
 Pregunta: Durante los próximos doce meses la situación económica general...  
 Pregunta: En el curso de los últimos doce meses la situación económica de su hogar...  
 Pregunta: En su opinión en el curso de los próximos doce meses la situación económica de su hogar...  
 Pregunta: En vista de la situación económica general ¿piensa Vd. que ahora es el momento adecuado para hacer compras importantes como muebles, automóviles...?



estable y equilibrado entre los dos grupos de opiniones contrarias. El último sondeo, sin embargo, ha cambiado radicalmente el sentimiento económico de los españoles al retroceder muy por debajo del valor medio, 86.

4. Los cinco subíndices del ISC, incluso el que señala la opinión sobre el momento de compra (gráfico 4) han retrocedido. Hay una percepción general de los individuos sobre el empeoramiento de la situación económica gene-



ral y familiar. Sin embargo, en la pérdida de confianza hay diferencias según los ingresos o la edad.

5. La encuesta del ISC muestra la opinión de los españoles respecto a su experiencia en los últimos 12 meses y sus expectativas para los próximos. El índice expresa la opinión sobre un proceso y para completar la información interesa partir de la percepción actual. A la pregunta: "¿Cómo calificaría Vd. la situación económica en el presente?" (cuadro 2), un 36 por 100 la calificaba de mala o muy mala, frente a un 19 por 100 de buena o muy buena; el resto, de regular. Desde esta valoración del momento actual, las expectativas sobre la situación económica general en los próximos 12 meses es: empeorará, 35 por 100, mejorará, 10 por 100 y permanecerá estable, 42 por 100, con un 13 por 100 sin opinión.

6. Para interpretar el cuadro de la opinión pública sobre la coyuntura económica en el año 2008 es importante considerar los factores que pueden influir sobre esta percepción subjetiva y las previsiones de los ciudadanos. En primer lugar, el comportamiento de las variables macroeconómicas según las estadísticas oficiales es bastante positivo. El crecimiento del PIB con porcentajes anuales del 3,3 por 100 (año 2004) al 3,8 por 100 (año 2007) ha sido notable; la tasa de inflación se ha mantenido en tasas históricamente aceptables aunque con una aceleración en la última parte del año 2007; la tasa de paro ha descendido del 10,6 por 100 (año 2004) al 8,3 por 100 (año 2007); el aumento del empleo a una tasa media superior al 3 por 100 es otro dato favorable. Pero no toda la información económica es tan positiva: el PIB *per cápita* apenas ha crecido y la renta familiar disponible aún menos por un aumento de la presión fiscal; el crédito para la adquisición de viviendas se ha desacelerado, aunque alcanzó el 16,1 por 100 en septiembre de 2007; el endeudamiento de las familias ha ido acompañado de un aumento del euríbor desde un 2,19 por 100 (año 2005) al 4,79 por 100 (año 2007); la tasa de variación de la compra de automóviles (muy relacionada con el ISC) ha pasado de -1 por 100 (2006) a -1,6 por 100 (2007). En esta mezcla de datos positivos y negativos, el balance de las economías familiares aparece con sombras y luces. No resulta tan claro deducir que las familias no hayan sabido traducir correctamente los datos de la economía nacional para su bolsillo.

7. El sondeo de febrero de 2008 se ha realizado en un contexto socioeconómico especial marcado por las elecciones generales de 9 de marzo y por la amplia apertura y dependencia internacional de la economía española. La coyuntura económica y, sobre todo, la percepción que los ciudadanos tienen de la misma está relacionada con sus previsiones sobre el resultado de las convocatorias electo-

Cuadro 2

Situación económica*				Situación política**				Situación internacional***	
Actual		Dentro de un año		Actual		Dentro de un año		Le afecta personalmente	
Buena, muy buena	19	Mejor	10	Buena, muy buena	16	Mejor	13	Mucho + bastante	57
Regular	44	Igual	42	Regular	40	Igual	45		
Mala, muy mala	36	Peor	35	Mala, muy mala	37	Peor	16	Poco + nada	41
NS/NC	1	NS/NC	13	NS/NC	7	NS/NC	26	NS/NC	2
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>

Fuente: Barómetro del CIS, núm. 2.745, diciembre 2007.

\* *Pregunta:* Refiriéndonos a la situación económica general en España, ¿cómo la calificaría?

\* *Pregunta:* Y ¿cree Vd. que dentro de un año la situación económica...?

\*\* *Pregunta:* Refiriéndonos a la situación política general en España, ¿cómo la calificaría?

\*\* *Pregunta:* Y ¿cree Vd. que dentro de un año la situación política...?

\*\*\* *Pregunta:* ¿Hasta qué punto: mucho, bastante, poco o nada, siente que las cosas que ocurren en otros países le afecta a Vd. personalmente?

rales. La imagen de los candidatos, la identificación con los partidos y el posicionamiento personal sobre aspectos políticos influyen en la valoración de la situación económica<sup>2</sup>. Puede ocurrir que los individuos voten más por su ideología que por sus intereses<sup>3</sup> y la percepción de la coyuntura económica esté teñida por su identificación con los valores de un partido. Estos factores se refuerzan en el tiempo de elecciones generales e introducen un factor distinto a la hora de analizar la sensibilidad económica de los ciudadanos. En las elecciones generales celebradas en España, desde el establecimiento del sistema democrático actual, el período de campaña ha coincidido con un aumento positivo del sentimiento económico. Así sucedió en las primeras elecciones generales del 15 de junio de 1977, en el referendo constitucional del 6 de diciembre de 1978, en las generales del 1 de marzo de 1979, en las de octubre de 1982 el aumento fue de 28 puntos, el más alto al tiempo que fue muy alta la diferencia de votos del partido (PSOE) ganador; en las del 22 de junio de 1986 se repitió el aumento del ISC, en las del 29 de octubre de 1989 no hubo cambio y volvió a mejorar el ISC con las elecciones de junio de 1993. Desde 1977 a 1993 la pauta se mantuvo. En el primer triunfo electoral del PP, marzo de 1996, también hubo un aumento del ISC que se repitió en marzo de 2000. El cambio de partido en La Moncloa en marzo de 2004 estuvo acompañado de una mejora del optimismo económico. El primer

cuatrimestre del año 2008, un mes antes de las próximas elecciones generales del 9 de marzo, el ISC aparece con el segundo mayor retroceso de la serie. ¿Qué hay de nuevo respecto a las elecciones generales anteriores? Probablemente una desaceleración excesivamente repentina de los buenos datos económicos; pero no parece haber transcurrido tiempo suficiente para afirmar que se haya producido un cambio tan importante del ciclo económico como el ISC señala. Al tratar de explicar las relaciones entre los valores del ISC y su contexto sociológico se ha mostrado el aumento de los optimistas en las elecciones generales. Esa experiencia no se ha cumplido en el último sondeo. Excepcionalmente se ha producido un fuerte retroceso del ISC. Además de la presencia de nuevos datos económicos poco favorables, el debate sobre el significado de los mismos es muy intenso, con posiciones, aparentemente, muy diferentes, lo que probablemente esté aumentando el desconcierto de los consumidores que son, además, ciudadanos electores.

8. Otro aspecto nuevo es la incertidumbre que crea el estrecho margen de maniobra que tiene cualquier gobierno nacional para tomar decisiones económicas con un grado suficiente de libertad. El proceso de globalización señala una franja de separación en el antes y el después del mismo. El grado de libertad para llevar a cabo políticas económicas (fiscales, monetarias, industriales, de inmigración, etc.) se ha reducido. Por primera vez la mayoría de los españoles, 57 por 100, percibe que las cosas que ocurren en otros países le afectan personalmente y un 68 por 100 dice que presta atención a las noticias del extranjero<sup>4</sup>. La "aldea global" no es una quimera; es una realidad y los

<sup>2</sup> Ver F. ALVIRA MARTÍN, Cristina VELÁZQUEZ y Francisca BLANCO: "El Índice del Sentimiento del Consumidor: su elaboración, características básicas y evolución en España", trabajo no publicado realizado para el CIS en el año 2003.

<sup>3</sup> George LAKOFF: "No pienses en un elefante", pág. 42 y ss. Editorial UCM 2007.

<sup>4</sup> Barómetro del CIS, núm. 2746. Diciembre de 2007.

gobiernos nacionales están constreñidos por decisiones y políticas económicas externas para salvaguardar intereses internacionales. La incertidumbre aumenta a medida que los españoles perciben que las cosas que ocurren en otros países afectan muy directamente a su vida: desde el precio de la gasolina, a la caída de valor de sus acciones o al tipo de interés que debe pagar a su banco y el temor a una crisis económica internacional añade un elemento más para el pesimismo por los problemas nacionales.

En resumen, el nuevo dato, 64, del ISC muestra un importante retroceso respecto a su anterior valor y manifiesta un pesimismo de la población que tendrá efectos reales sobre la economía, esté o no dicho temor basado en datos objetivos.

Varias clases de factores parecen contribuir a la caída del índice al comienzo de una desaceleración económica:

- la opinión de segmentos de población respecto a que los particulares no han logrado un beneficio tan amplio como cabría esperar del largo período de crecimiento,
- la aparición de señales de estancamiento en el retroceso del paro y de la evolución de los precios, que han despertado nuevos temores en la población,
- las próximas elecciones generales que arrastran un largo período de enfrentamiento apoyándose unos y otros en una información económica interpretada de forma radicalmente opuesta,
- el ciudadano medio ha comenzado a preocuparse por las cosas que pasan en el extranjero y cree que le afectarán personalmente,
- la mezcla de ideología e intereses personales, la incertidumbre ante noticias contrarias sobre decisiones económicas tomadas en centros internacionales constituyen una mezcla difícil de asimilar subjetivamente.

Se ha creado así un marco sociopolítico de gran incertidumbre para los ciudadanos afectando negativamente al sentimiento y confianza económica de los consumidores.

## 2. Los optimistas

El cuadro 3 presenta los porcentajes de individuos que perciben que en los diferentes aspectos económicos planteados se ha producido un cambio positivo. De

la lectura de los datos se deduce: primero, el pequeño tamaño de los grupos de individuos optimistas en la mayoría de las cuestiones expuestas. Segundo, las respuestas sobre la inflación son relativamente las más optimistas. Un 20 por 100 de consumidores cree que los precios han aumentado poco y un 35 por 100 confía en que la inflación se mantendrá en tasas parecidas a la media de los últimos ejercicios. Tercero, el porcentaje de personas optimistas sobre la evolución del paro se ha reducido sensiblemente respecto a un año antes. Cuarto, una tercera parte de los españoles espera ahorrar en los próximos 12 meses.

En relación a la evolución de la economía nacional y familiar el segmento de la población optimista ha disminuido bastante respecto a los resultados de hace un año. Las expectativas favorables a una tendencia positiva de la economía son escasas: un 9 por 100 de la población prevé una mejora de la economía nacional, un 12 por 100 lo espera respecto a su propia situación y solo un 5 por 100 cree que aumentarán sus compras de bienes duraderos.

El grado de optimismo ha descendido, los consumidores perciben que su situación económica y sus expectativas son relativamente algo peores que hace un año y también lo son las previsiones sobre la economía nacional. En todos los aspectos económicos planteados, el grupo de los optimistas se ha reducido sin excepción.

## 3. Los tipos de opinión económica y su evolución

Al cruzar las tres posibilidades de respuesta de los entrevistados sobre su *percepción* de la reciente evolución de la economía nacional y familiar con las tres opciones de *previsiones* en los próximos doce meses, los individuos aparecen distribuidos en nueve grupos, que se pueden agrupar en tres:

- Los **optimistas**: este grupo está formado por los individuos que dicen que la situación económica: ha mejorado y mejorará; ha mejorado y seguirá igual; ha estado estancada y mejorará, y ha empeorado y mejorará.
- Quienes expresan una situación **sin cambio**: la economía permanecerá estancada y el entrevistado no espera cambios.
- Los **pesimistas**: la situación ha empeorado y se agravará; ha empeorado y seguirá igual; ha estado estancada y empeorará, y ha mejorado y empeorará.

Cuadro 3

**TAMAÑO DE LOS GRUPOS OPTIMISTAS 2000-2008**

En porcentajes

	2008		2007		2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Media						
<b>A. Situación económica del país:</b>											
1. Ha mejorado	7	10	13	10	13	13	14	13	18	26	31
2. Mejorará	9	11	12	14	15	20	20	15	19	21	28
<b>B. Situación económica familiar:</b>											
1. Ha mejorado	8	12	12	12	15	13	12	12	15	19	17
2. Mejorará	12	12	13	15	17	19	17	17	19	22	24
<b>C. Demanda: consumo familiar:</b>											
1. Buen momento de compra	8	9	10	11	10	13	13	11	11	25	33
2. Comprará más	5	9	6	7	7	9	10	7	9	11	14
<b>D. El paro:</b>											
1. Disminuirá	11	11	17	16	16	17	15	16	12	20	32
<b>E. La inflación:</b>											
1. Ha aumentado poco	20	23	24	25	22	22	18	16	31	43	54
2. Aumentará poco	25	32	40	34	36	37	53	55	39	52	61
<b>F. Ahorro:</b>											
1. Aumentará	33	39	36	35	37	37	35	35	41	46	49

Fuente: Encuestas Funcas-Investiga.

*Nota:* Las cifras del cuadro señalan los porcentajes de individuos optimistas. Se han redistribuido los porcentajes de NS/NC M; el resto a 100 está formado por quienes consideran la respuesta "sigue igual" + "empeorará". Los valores Media corresponden a la media de los tres cuatrimestres de cada año.

### 3.1. Economía nacional

El tipo de opinión más numeroso sobre la evolución de la economía nacional es pesimista. El porcentaje total de estos consumidores, 63 por 100, se distribuye entre: un 41 por 100 de individuos que expresa una opinión radicalmente pesimista: "la economía nacional ha tenido un mal comportamiento en los últimos doce meses y espera que esta tendencia continúe en los próximos meses"; un 16 por 100 menos pesimista considera que: "la situación de la economía nacional ha empeorado y seguirá igual". Otro 5 por 100 cree que "no ha cambiado pero empeorará" y un pequeño 1 por 100 manifiesta una opinión más ambigua: "la economía nacional ha mejorado, pero empeorará en el futuro inmediato" (cuadro 4A).

Los individuos que no aprecian cambios y tampoco los esperan; "la economía nacional permanece estancada", representan un 24 por 100 de la población encuestada. Este

porcentaje de individuos es sensiblemente menor al de febrero de 2007 (cuadro 4).

Por último, un 13 por 100 aprecia una evolución favorable de la economía. Entre estas personas, el tamaño del grupo radicalmente optimista es sólo de un 3 por 100 de la población. Por cada individuo radicalmente optimista: "La economía nacional muestra una tendencia positiva, ha mejorado y seguirá haciéndolo en los próximos meses", más de 13 opinan que la economía nacional ha empeorado y continuará su retroceso. La relación entre pesimistas y optimistas radicales ha empeorado en los últimos doce meses.

El gráfico 5 muestra la evolución de los tipos de opinión sobre la economía nacional desde noviembre del año 1993. El mayor porcentaje de **pesimistas** de la serie corresponde a noviembre de 1993. Durante los siguientes sondeos, el pesimismo se fue reduciendo hasta un mínimo en el año 2000. El pesimismo ha recobrado un destacado primer puesto.

Cuadro 4

TIPOS DE OPINIÓN ECONÓMICA. FEBRERO 2007/2008

Experiencia	A								Experiencia	B							
	Expectativas sobre la economía nacional									Expectativas sobre la economía familiar							
	Mejorará		Seguirá igual		Empeorará		Suma			Mejorará		Seguirá igual		Empeorará		Suma	
	Febrero 2008	Febrero 2007	Febrero 2008	Febrero 2007	Febrero 2008	Febrero 2007	Febrero 2008	Febrero 2007		Febrero 2008	Febrero 2007	Febrero 2008	Febrero 2007	Febrero 2008	Febrero 2007	Febrero 2008	Febrero 2007
<b>Ha mejorado</b>	3	6	3	4	1	—	7	10	<b>Ha mejorado</b>	4	6	5	5	—	1	9	12
<b>Estacionaria</b>	3	6	24	31	5	4	32	41	<b>Estacionaria</b>	5	7	44	48	5	5	54	60
<b>Ha empeorado</b>	4	3	16	15	41	31	61	49	<b>Ha empeorado</b>	3	4	11	9	23	15	37	28
<b>Suma</b>	10	15	43	50	47	35	100	100	<b>Suma</b>	12	17	60	62	28	21	100	100

Fuente: Encuestas Funcas-Investiga febrero 2007 y febrero 2008.

En el último sondeo, el grupo de pesimistas supera a quienes perciben una situación de estabilidad. Con relación a febrero del año anterior, el dato más destacado es el aumento del grupo radicalmente pesimista que supera el tamaño de quienes no perciben cambios.

vé para el año próximo. Los **pesimistas**, 39 por 100, superan en veintidós puntos a los optimistas, 17 por 100. El grupo de los individuos **radicalmente pesimistas**, 23 por 100, es más de cinco veces superior al de los **radicalmente optimistas**, 4 por 100 (cuadro 4B).

3.2. Economía familiar

Respecto a la economía familiar, el grupo de opinión más amplio, 44 por 100, considera que su situación no ha experimentado cambios importantes y tampoco los pre-

El gráfico 6 muestra la evolución de los tres tipos de opinión sobre la economía familiar.

Entre junio de 1996 y noviembre del año 2002, el porcentaje de individuos optimistas superaba a los pesimistas. Desde ese sondeo, el último grupo ha sido más numero-

Gráfico 5

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL

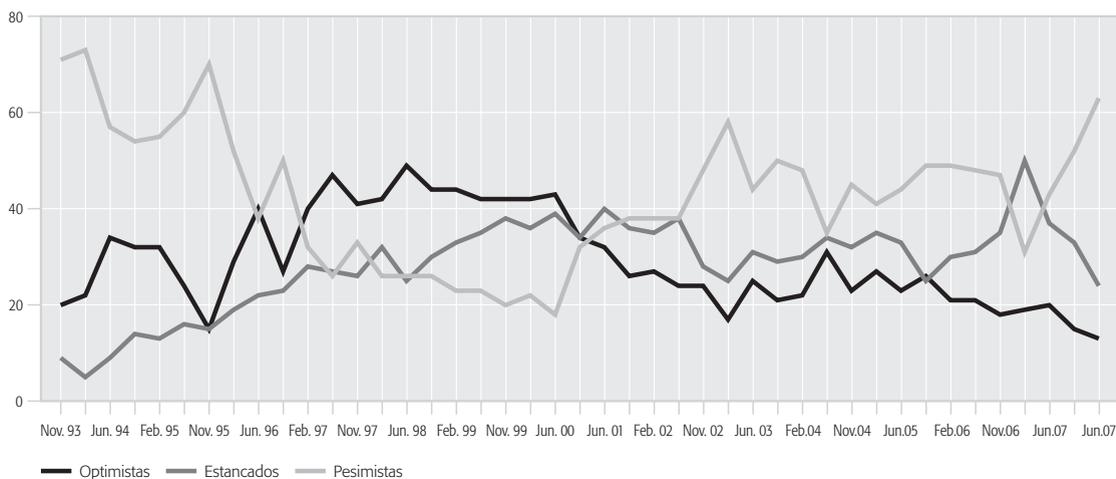
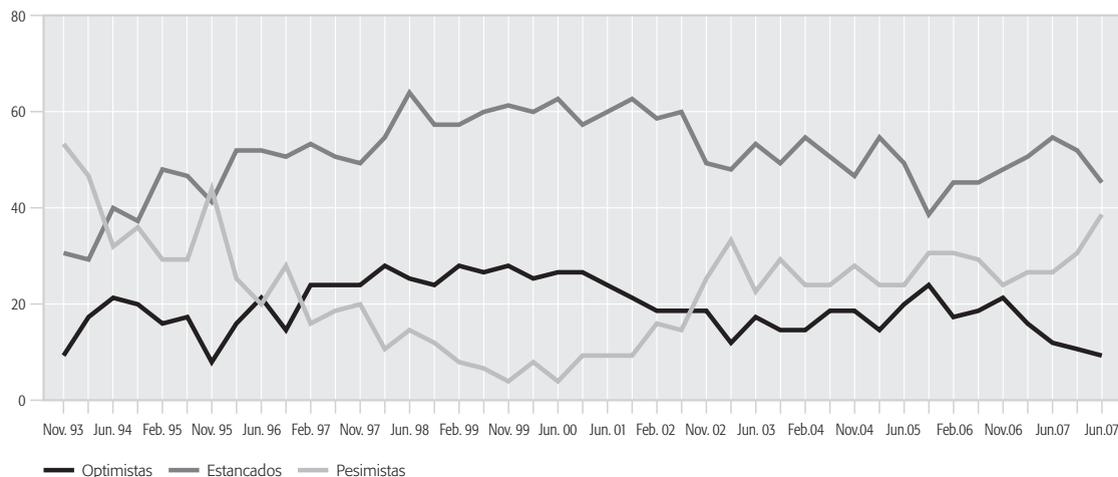


Gráfico 6

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR



so y se ha aproximado al grupo que expresaba un sentimiento de estabilidad.

Entre febrero del año 2007 y el último sondeo, la diferencia entre pesimistas y optimistas ha aumentado de forma importante.

4. Ingresos, edad y sentimiento económico

Las variables de renta y edad de los consumidores se relacionan con los valores del ISC. En el cuadro 5 aparecen los datos del ISC correspondientes a los sondeos de febrero del período 2004-2008.

El ISC de los individuos con rentas altas, 78, es catorce puntos superior a la media,64, y se sitúa 24 puntos por encima del índice del grupo con ingresos bajos. Respecto a la situación de febrero de 2007, los individuos de rentas más bajas pierden un 29 por 100 del valor de su índice; un 21 por 100 los de rentas medias y un 17 por 100 los de rentas altas. Se ha producido un importante descenso en los tres tramos.

Según la edad, los individuos de 55 y más años son relativamente más pesimistas y los jóvenes, 18 a 34 años, los más optimistas. Respecto a los valores de febrero del año 2007, los más jóvenes han retrocedido un 20 por 100, las personas con edad media un 23 por 100, y los mayores con un 29 por 100 muestran la mayor pérdida de sentimiento económico.

Cuadro 5

RENTA, EDAD Y SENTIMIENTO ECONÓMICO (ISC)

Rentas	Febrero 2008	Febrero 2007	Febrero 2006	Febrero 2005	Febrero 2004	Edad	Febrero 2008	Febrero 2007	Febrero 2006	Febrero 2005	Febrero 2004
Bajas	54	76	61	70	60	18/34 años	71	89	90	95	94
Medias	66	84	80	87	78	35/54 años	65	84	81	87	80
Altas	78	94	79	92	91	55/+ años	54	77	68	83	74
<b>ISC</b>	<b>64</b>	<b>84</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>82</b>	<b>ISC</b>	<b>57</b>	<b>84</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>82</b>

Fuente: Encuestas Funcas-Investiga, febrero 2008.

En el último sondeo, los individuos de rentas bajas y más edad muestran el ISC más bajo, constituyen el segmento relativamente más pesimista de la población. Pero las diferencias son menores que en otros sondeos.

### 5. Evolución del paro

En febrero de 2008, un 10 por 100 de los entrevistados espera que el paro disminuya, un 58 por 100 que aumente y un 32 por 100 no cree que se vayan a producir cambios significativos en los próximos meses (cuadro 6). La diferencia entre respuestas positivas y negativas es alta, mientras que las discrepancias por renta y edad son pequeñas. Los grupos relativamente más pesimistas son los de más edad y rentas medias.

La comparación de los datos sobre las expectativas de paro desde febrero de 2003 muestra un rápido descenso del grupo pesimista entre ese sondeo y el de 2007. Sin embargo, los últimos datos parecen indicar otro cambio de tendencia al aumentar veinte puntos el grupo de quienes esperan que el paro aumente. En un cuatrimestre se ha perdido la mejora de las expectativas de los últimos cuatro años (gráfico 7).

### 6. La inflación

Durante los últimos ejercicios, las tasas anuales de inflación se han mantenido dentro de una estrecha horquilla con pequeños aumentos anuales. Este comportamiento



de los precios se ha traducido en la escasa importancia que ha tenido para los consumidores la inflación dentro de la lista de los principales problemas de la economía nacional o personal. Sin embargo, el porcentaje de individuos optimistas respecto al aumento de los precios (cuadro 3) ha ido descendiendo lentamente desde un 54 por 100 del año 2000 a un 20 por 100 en febrero de 2008. No obstante, las expectativas son relativamente favorables, puesto que la mayoría espera que los precios se mantengan en niveles similares, incluso bajen respecto al nivel alcanzado en el año 2007. Un buen dato del último sondeo es que no se espera un acelerado crecimiento de la inflación.

Cuadro 6

#### EXPECTATIVAS DE PARO SEGÚN RENTA Y EDAD. FEBRERO 2007/2008

El paro en los próximos 12 meses	Total		Ingresos						Edad					
			Bajos		Medios		Altos		18-34		35-54		55 y +	
	Febrero 2008	Febrero 2007												
Aumentará	58	38	59	41	61	39	50	30	53	39	58	38	60	38
Seguirá igual	32	45	30	48	31	44	34	40	33	44	32	46	30	47
Disminuirá	10	17	11	11	8	17	16	30	14	17	10	16	10	15
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Encuesta Funcas-Investiga, febrero 2008.

Pregunta: "El paro en los próximos 12 meses: aumentará...".

Los recientes aumentos, según el sondeo, no han variado la opinión de que los precios están relativamente controlados (gráfico 8).

## 7. Ahorro y situación del hogar

Un 33 por 100 de los consumidores declara que ha podido ahorrar en los últimos doce meses. La mayoría, 62 por 100, manifiesta que necesita todos sus ingresos para los pagos de sus créditos y las necesidades diarias de su hogar: no pueden ahorrar. Un 5 por 100, sin embargo, se endeuda. Esta distribución de los consumidores muestra una situación muy próxima a la de hace 12 meses (gráfico 9).

La proporción de ahorradores cambia con el nivel de renta. La mayoría, un 62 por 100, de las personas con rentas altas ahorra, mientras que sólo el 19 por 100 con rentas bajas consigue hacerlo. La edad influye también en el ahorro familiar. Los individuos entre 18 y 34 años consiguen ahorrar en un porcentaje, 39 por 100, superior al resto de la población. Sólo un 27 por 100 de los mayores de 55 años consigue ahorrar.

En el gráfico 9 aparece la situación de los hogares españoles en el período 2003-2008. En estos años, el porcentaje de individuos que necesita endeudarse ha sido pe-

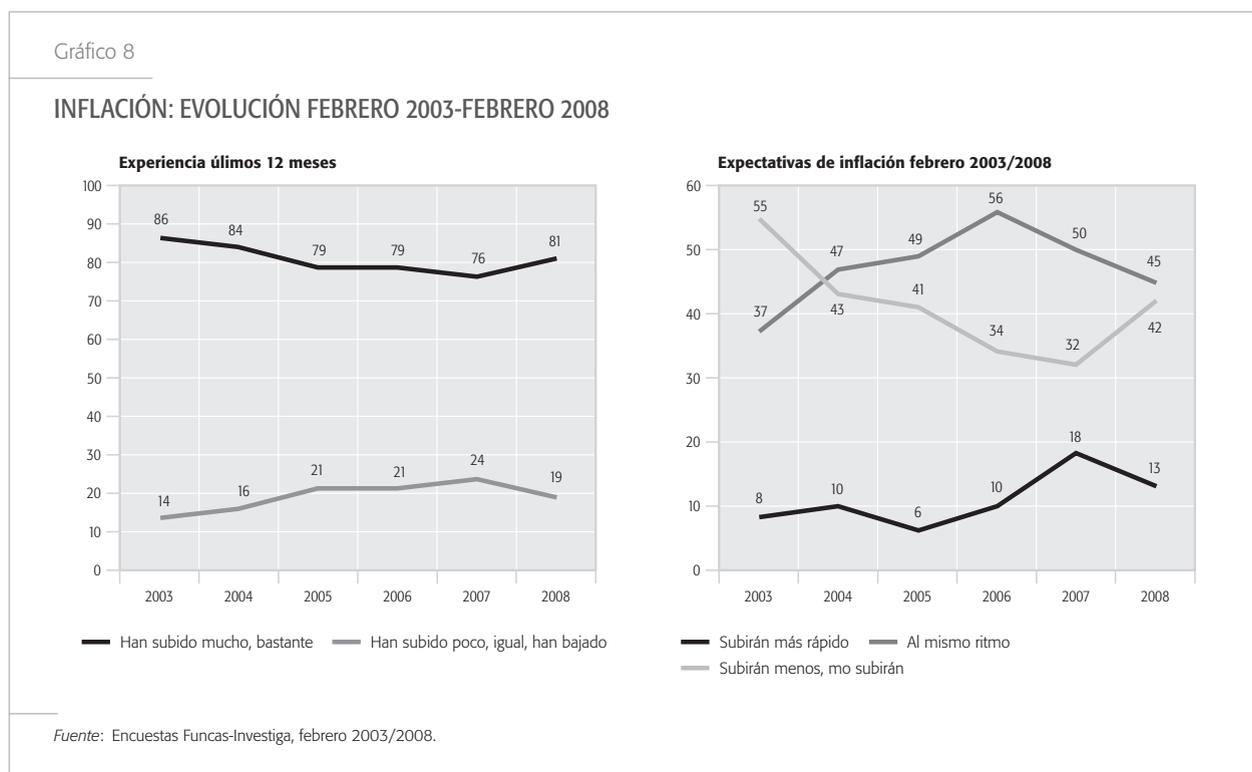
queño, entre un 7 y un 5 por 100, respectivamente. Por otra parte, el porcentaje de la población ahorradora ha sufrido un pequeño descenso desde un 36 hasta un 33 por 100.

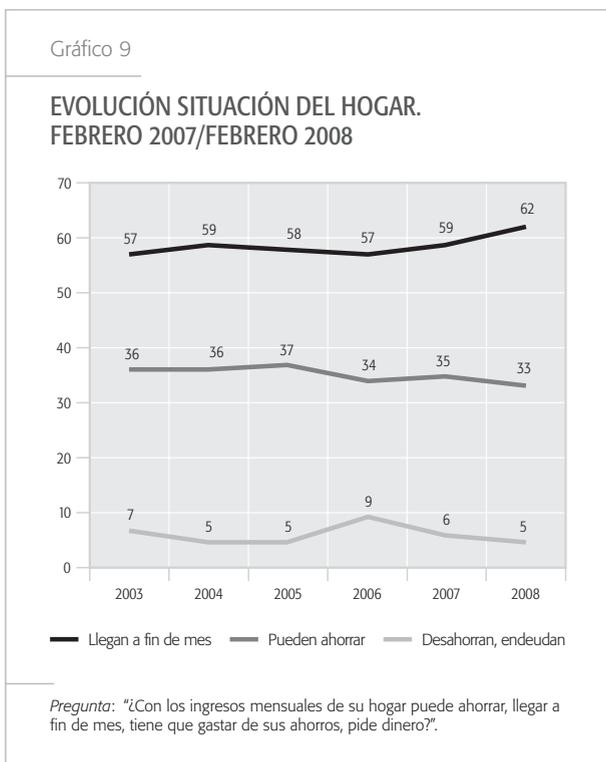
El ahorro se ha considerado tradicionalmente una virtud por las familias. Sin embargo, en los últimos sondeos, un porcentaje muy elevado de individuos, 76 por 100, no lo considera razonable. Un segmento de población de rentas altas, 67 por 100, se sitúa en este escaso aprecio por el ahorro (cuadro 7).

## 8. Los problemas de los españoles

El cuadro 8 muestra los problemas que los ciudadanos consideran más importantes en España en el primer trimestre del año 2008.

El terrorismo, ETA ocupa el primer puesto en la relación de los problemas nacionales. Un 40 por 100 de los españoles sitúa esta cuestión como uno de los tres problemas más importantes que actualmente existen en España. En la segunda posición, y con un porcentaje muy próximo, un 39 por 100 aparece el paro y en tercer lugar, los problemas de índole económica, con un 33 por 100. La consideración de la vivienda como una cuestión importante para España ha seguido una tendencia creciente,





de tal forma, que ha crecido durante los últimos años pasando desde un 4 por 100 en el año 2001 hasta un 29 por 100 en el último sondeo.

El **paro** ha venido ocupando el primer puesto en los anteriores barómetros del CIS, con dos excepciones: en diciembre de 2004, por efecto del atentado del 11 de marzo, y en diciembre de 2007 como consecuencia del asesinato de los dos guardias civiles en Francia. En estos sondeos, ocupó la primera posición. Con estas dos excepciones se ha manifestado un notable descenso del

porcentaje de individuos desde el año 2001, 67 por 100 hasta el 39 por 100 en el año 2007 en que los ciudadanos mencionaban al paro como una de los principales problemas. El retroceso de la tasa de paro, según la EPA, se ha reflejado indudablemente en la opinión pública y su distancia con los otros problemas ha ido retrocediendo. La economía, en general, ha dado un salto en la ordenación de los problemas nacionales. Un 33 por 100 lo sitúa entre los tres principales problemas. Doce meses antes sólo un 16 por 100 de la población encuestada tenía esa opinión. Hay que recordar que el trabajo de campo del CIS se realizó antes de los datos de paro registrados en enero del año 2008.

La **vivienda** ocupa el cuarto puesto y la sensibilidad del público por este problema no ha dejado de aumentar desde el año 2001, acelerándose en los dos últimos años. El crecimiento del endeudamiento de las familias como consecuencia de los créditos para la compra de vivienda y el aumento del euríbor ha hecho que la carga económica periódica sea muy importante para un segmento amplio de la población.

La **inmigración** ha cobrado importancia debido al aumento de la población inmigrante, a su distribución desproporcionada entre las comunidades y a la rapidez del proceso.

El cuadro 9 muestra el orden de los problemas que más afectan personalmente a los españoles. Esta relación sólo en parte coincide con la de los problemas nacionales. Personalmente en primer lugar se colocan los problemas económicos de las familias.

Al comparar los problemas nacionales más importantes con los del hogar se pueden constatar diferencias en

Cuadro 7

### ACTITUD HACIA EL AHORRO

¿Es razonable ahorrar?	Total		Rentas						Edad					
			Bajas		Medias		Altas		18-34		35-54		55 y +	
	Febrero 2008	Febrero 2007												
Sí	24	28	13	21	24	28	33	42	29	37	24	26	18	21
No	76	72	87	79	76	72	67	58	71	63	76	74	82	79
<b>Suma</b>	<b>100</b>													

Pregunta: Teniendo en cuenta la situación económica general ¿considera Vd. que ahora es un buen momento para ahorrar?

Cuadro 8

## LOS PROBLEMAS NACIONALES

Problemas nacionales	Diciembre 2007	Diciembre 2006	Diciembre 2005	Diciembre 2004	Diciembre 2003	Diciembre 2002	Diciembre 2001
1. Terrorismo, ETA	40	25	28	58	43	47	66
2. El Paro	39	40	49	57	63	65	67
3. Economía	33	16	17	12	13	12	11
4. Vivienda	29	25	18	17	19	8	4
5. Inmigración	27	40	29	19	15	13	10
6. Inseguridad ciudadana	14	21	23	19	23	19	15
7. Clase Política	10	10	10	11	10	10	7

Fuente: Barómetros núms. 2.630, 2.584, 2.474, 2.441 y 2.405 del CIS.

Pregunta: ¿Cuáles son los tres problemas principales que existen actualmente en España? Respuesta espontánea. Máximo tres respuestas.

el paro y el terrorismo. La tasa de paro se ha reducido, pero un 18 por 100 de la población sitúa esta cuestión entre los tres problemas que más les preocupan, además, hay que destacar el 13 por 100 que se muestra preocupado por las condiciones del empleo: temporalidad y bajos ingresos. El 31 por 100, resultado de la suma de los dos porcentajes, refleja que la preocupación a causa del empleo en las familias no dista mucho del 39 por 100 en el nivel nacional.

El dato más destacable en las dos ordenaciones es el 33 y 36 por 100 de individuos que, respectivamente, per-

ciben problemas económicos en España y son sensibles a sus efectos sobre las economías domésticas.

A pesar que las respuestas eran espontáneas y podían aparecer cuestiones con un amplio tratamiento en los medios de comunicación de las mismas, el público no las reconoce como problemas en el ámbito nacional y familiar, o no se señalan por la relativa escasa importancia frente a otras cuestiones:

1. Los problemas medioambientales (1,6 por 100).
2. Los nacionalismos (0,6 por 100).

Cuadro 9

## LOS PROBLEMAS PERSONALES

Problemas personales	Diciembre 2007	Diciembre 2006	Diciembre 2005	Diciembre 2004	Diciembre 2003	Diciembre 2002	Diciembre 2001
1. Economía	36	17	21	19	20	18	18
2. Vivienda	24	20	17	16	19	10	6
3. El Paro	18	19	24	30	34	40	40
4. Calidad del empleo	13	9	10	6	5	3	2
5. Inseguridad ciudadana	11	13	24	14	16	15	12
6. Inmigración	9	12	10	9	6	6	4
7. Pensiones	8	7	9	9	10	8	8
8. Terrorismo, ETA	8	5	4	20	10	13	24

Fuente: Barómetros núms. 2.630, 2.584, 2.474, 2.441 y 2.405 del CIS.

Pregunta: ¿Cuáles son los tres problemas que a Ud. personalmente le afectan más? Respuesta espontánea. Máximo tres respuestas.

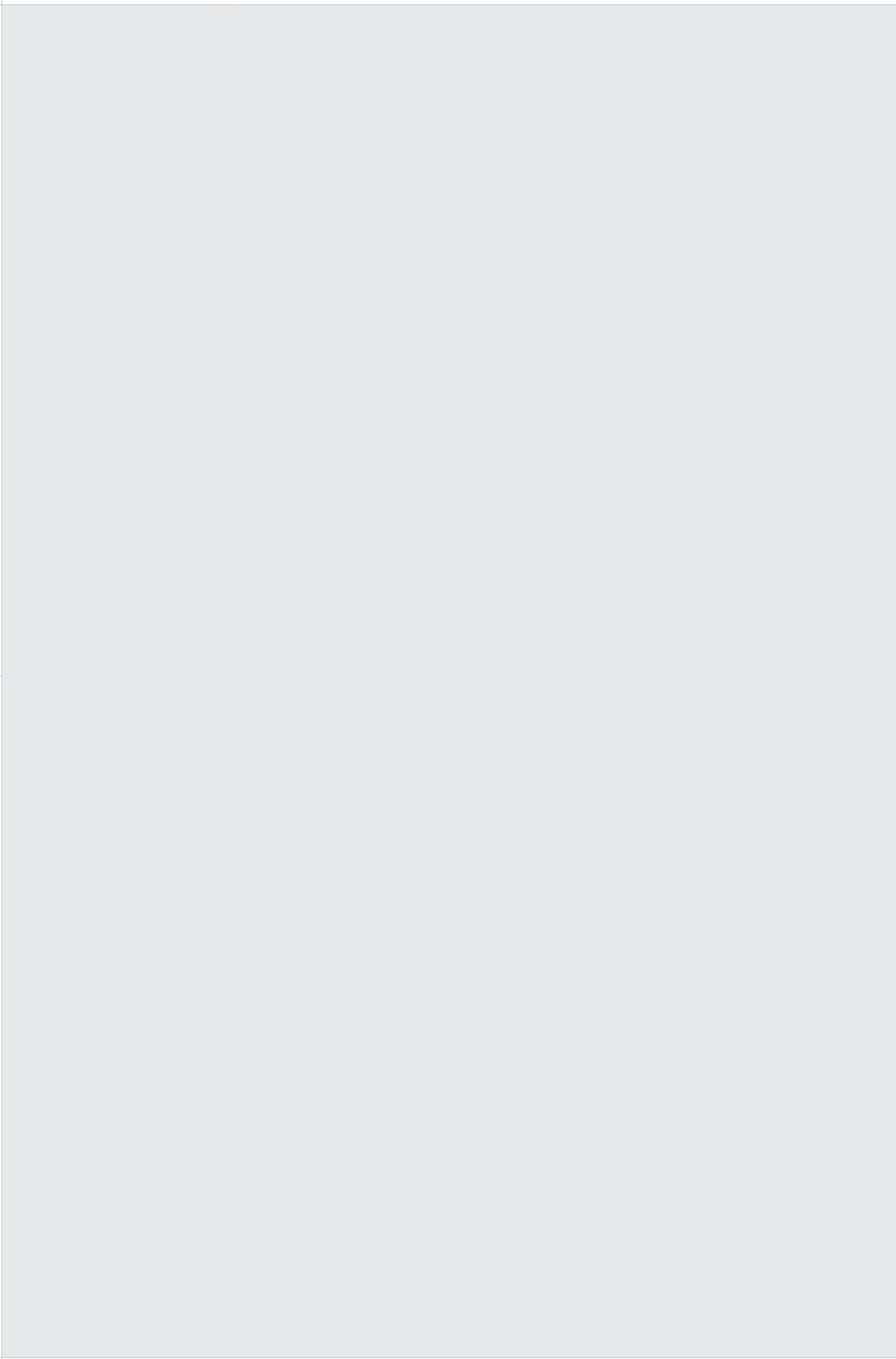
3. El Estatuto de Cataluña (0,2 por 100).
4. Los problemas de violencia de género (3 por 100).
5. La crisis de valores (1,6 por 100).

Los problemas anteriores puede que sean muy importantes; pero la gente no es consciente de ello o no los percibe como amenazas inmediatas.

### Fuentes estadísticas

La empresa Investiga realizó el trabajo de campo para FUNCAS en la primera semana de febrero de 2008. Universo: la población mayor de 18 años con selección de individuos mediante cuotas de edad y sexo. Selección de viviendas mediante método de secciones censales. Muestra 2.000 entrevistas.

Se han utilizado los datos marginales de los Barómetros del CIS de los meses de diciembre de 2000 a 2007, Estudios núms. 2.630, 2.584, 2.474, 2.441, 2.405, 2.654, 2.732 y 2.746.



# Entrevista con Eduardo Bautista y Juan E. Iranzo

Por Carlos Humanes

## Cuestionario

**1. ¿Es el canon digital la única fórmula para defender los derechos de propiedad de los autores de producciones artísticas o existe otra alternativa más eficaz?**

**2. El canon digital aprobado en España, ¿está en línea con el que se viene aplicando en otros países de la UE?**

**3. ¿Sabe usted si hay ya datos, o en su defecto estimaciones, sobre el aumento de ingresos que va a suponer el nuevo canon digital para los artistas y creadores?**

**4. ¿No resulta atípico que un impuesto de ámbito nacional esté gestionado por instituciones privadas (SGAE, CEDRO)?**

**5. Dado que cabe suponer que una parte significativa de las descargas de Internet procede de películas extranjeras, básicamente estadounidenses, ¿no resulta paradójico que el canon correspondiente vaya a parar a manos de los creadores españoles?**

**6. ¿Cuáles son los criterios de reparto de los ingresos derivados del canon digital? (sólo se plantea a Eduardo Bautista)**

## Eduardo Bautista

Presidente del Consejo de Dirección de la Sociedad General de Autores y Editores (SGAE)

**1.** En primer lugar querría puntualizar que canon digital es la denominación con la que comúnmente se conoce la remuneración compensatoria por copia privada, como se denomina a este sistema en la Ley de Propiedad Intelectual (LPI). Ahora mismo es la alternativa que han escogido 25 de los 27 países de la UE como mecanismo para compensar a los creadores por las grabaciones que terceros hacen de sus obras. Beneficia claramente al consumidor, ya que, gracias a ella, tiene un acceso más fácil y menos gravoso a la cultura, por la posibilidad que se le concede de hacer copias en el ámbito doméstico sin necesidad de solicitar en cada caso autorización al titular de las creaciones. Asimismo, potencia las ventas de dispositivos y soportes electrónicos, lo que redundará en beneficio de los fabricantes de los mismos.

**2.** Sí, en la casi totalidad de los países de la Unión Europea cuya legislación permite la realización de copias en el ámbito doméstico, está regulada la remuneración compensatoria. En Alemania, por ejemplo, existe desde mediados de los años sesenta del siglo pasado. No es, pues, un sistema exclusivo de España, sino que está ampliamente extendido.

**3.** Para la SGAE sólo supone el 10 por 100 del total recaudado por derechos de autor en música, cine, teatro y danza.

**4.** No se trata, en ningún caso, de un impuesto, sino de un derecho de los autores reconocido en la LPI. Las entidades de gestión de derechos de Propiedad Intelectual

son entidades sin ánimo de lucro cuya actividad y competencias están reguladas por las leyes y están sometidas a estrictos trámites de observación y vigilancia por los poderes públicos. En el cumplimiento escrupuloso de sus obligaciones legales, la SGAE realiza una gestión transparente y audita sus cuentas, que pone a disposición del Ministerio de Cultura.

**5.** No, va a las manos de los creadores de las obras, sea cual sea su nacionalidad. La SGAE envía una parte importante de este dinero a las entidades de gestión extranjeras.

**6.** Se trata de un proceso, realizado con absoluta fiabilidad, a través de sondeos, estudios, identificación directa de programas y encuestas.

---

**Juan E. Iranzo**  
Director General del Instituto de Estudios Económicos

**1.** El canon digital es un instrumento inapropiado para defender los derechos de propiedad de las producciones artísticas porque no identifica ni grava a los verdaderos consumidores de las producciones que se desea defender, ni tampoco tiene capacidad para controlar los productos consumidos y retribuir equitativamente a los artistas o creadores afectados.

En las redes abiertas de información y comunicación que hoy existen no es fácil imponer el orden del mercado sin restringir la libertad de acceso, cuando se trata de bienes intangibles, como la información o los productos intelectuales o artísticos. Además, las redes difunden estos productos a todo el mundo, mientras las legislaciones que regulan los sistemas de retribución corresponden a un ámbito territorial limitado.

A pesar de estas dificultades, también en este ámbito se puede avanzar hacia sistemas más aceptables que el canon digital, con el desarrollo de tecnologías ya conocidas, como el Digital Rights Management (DRM), que aportan mejores soluciones para el control del consumo de estos productos, y promoviendo acuerdos internacionales en esta materia.

**2.** El pasado 19 de septiembre, el comisario europeo McCreevy afirmó que sólo deberían gravarse con cánones los soportes y equipos que puedan utilizarse, y que efectivamente se utilicen en medida apreciable, para hacer copias realmente destinadas a "uso privado". Y añadió que "los equipos utilizados con fines comerciales (en em-

presas o en administraciones públicas, por ejemplo) no deberían gravarse con cánones, pues ello supone ir claramente más allá de la necesaria compensación por actos autorizados (es decir, la copia privada), con arreglo a lo dispuesto en la directiva" (2001/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo).

Las palabras de McCreevy ponen de manifiesto que Bruselas considera que el canon digital aplicado indiscriminadamente, sobre todo tipo de soportes digitales, e independientemente del uso final que se le vaya a dar, es "un abuso fuera de toda norma legal", que además supone un "grave retraso" para la Sociedad de la Información.

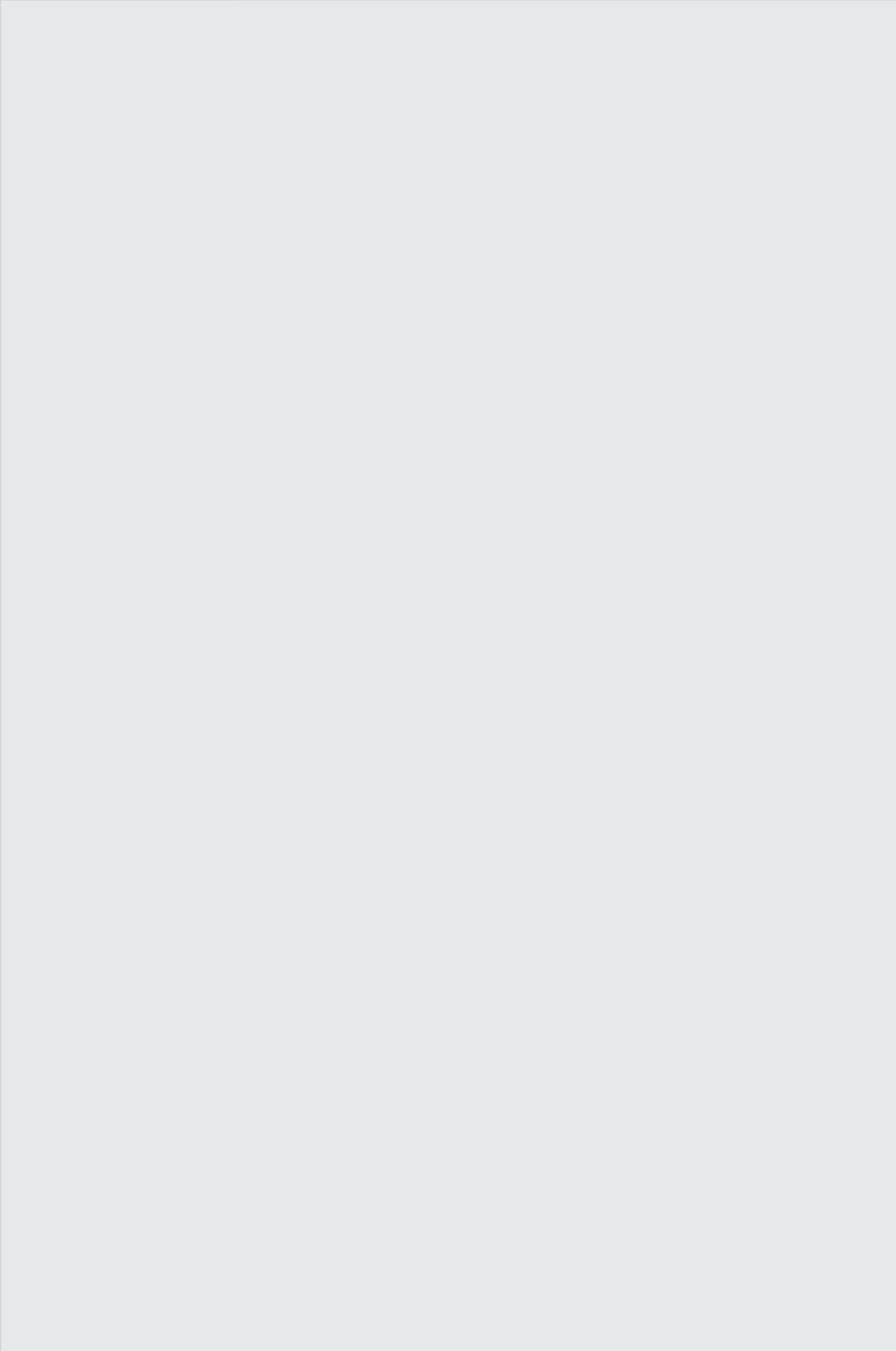
**3.** Las estimaciones de ingresos que se han hecho suponen, cuando menos, incrementos anuales que pueden doblar o triplicar el incremento del IPC anual (en algunos casos se llega a considerar incrementos anuales del 25 por 100, según el Dictamen sobre el canon de la Comisión Asesora de la Sociedad de la Información del Ministro de Industria), de tal manera que, en no muchos años, los ingresos derivados del canon digital superarían a los obtenidos por la venta de contenidos, generando con ello una grave perturbación en los estímulos comerciales y en los mecanismos de asignación de este mercado.

**4.** La participación de instituciones privadas en actividades de interés colectivo es posible e incluso deseable siempre que se efectúen de acuerdo con una normativa que garantice los fines de interés público que se desean alcanzar. En todo caso, las instituciones o empresas que participen están obligadas a efectuar una gestión transparente, sometida a un control regular de la Administración y de la opinión pública. En este caso, sin embargo, es mejor otra solución, dado que las instituciones privadas que van a gestionar el canon son precisamente las más interesadas en mantener e incluso incrementar este impuesto y, como se sabe, han ejercido (y probablemente seguirán ejerciendo) una fuerte presión sobre el poder legislativo para conseguir una ley cada vez más favorable a sus intereses.

**5.** Ya he comentado antes que el canon digital es un procedimiento muy deficiente para satisfacer los derechos de propiedad intelectual, hasta el punto de que apenas podría considerarse siquiera un mal menor. Con el canon digital no sólo pueden ir a manos de algunos creadores españoles posibles derechos de propiedad de autores extranjeros, sino también una parte significativa del coste de herramientas informáticas compradas por personas que no hacen ningún uso de propiedad intelectual alguna.

Me ha parecido muy sugerente la advertencia del Profesor Carrillo sobre el efecto del canon digital sobre el aumento de los abusos de la propiedad artística. Dice, con razón, que “con el cobro del canon de forma coactiva se van a reducir de manera radical los escrúpulos que un usuario

medio de Internet pueda sentir cuando descarga una película o una canción y la difunde entre sus amigos”. Muchos pensarán que ya han pagado por ello. De esta manera, sin pretenderlo, el canon digital puede servir de coartada moral para comportamientos poco correctos.



## La apreciación del euro: un factor de riesgo para la economía europea, pero menos que en el pasado

Pablo Guijarro Segado  
Álvaro Francisco Lissón Aguiar (\*)

### 1. Introducción

2007 será recordado por ser el año en el que el euro rebasó todas las barreras históricas frente a sus principales cruces. La fortaleza de la divisa única ha provocado muchas reacciones en el seno de las autoridades europeas: los gobiernos, especialmente el francés, se han mostrado muy beligerantes y han demandado activamente al BCE que interviniese para detener la fortaleza del euro. En contraposición, el BCE se ha mostrado muy tranquilo con respecto a los movimientos de la divisa, reflejando su confianza en la capacidad de resistencia del ciclo económico y también, razonablemente, su alivio en la medida en la que el movimiento del euro ha permitido compensar parte del encarecimiento del crudo.

En el presente artículo desarrollamos dos puntos de análisis: el primero lo dedicamos a examinar las causas que han determinado la extrema fortaleza del euro durante los últimos trimestres, así como las perspectivas para el futuro más inmediato. En el segundo, estudiamos la composición de las exportaciones alemanas y españolas con el fin de justificar el menor impacto que ha tenido la apreciación del euro sobre las exportaciones frente a etapas anteriores de la historia económica. En ambos casos, el estudio se completa con una simulación del impacto que hubiera tenido sobre la inflación, estabilidad o depreciación del euro, para concluir que, pese al potencial deterioro de la competitividad de las exportaciones europeas, el movimiento del euro también ha tenido una contrapartida positiva en materia de estabilidad de precios.

\* Economistas de Analistas Financieros Internacionales.

### 2. Evolución reciente del euro

#### 2.1. Comportamiento reciente de la cotización dólar/euro y condicionantes de su evolución

Desde 2004 el dólar estadounidense (USD) ha registrado una depreciación recurrente global. La pérdida de valor del índice DXY<sup>1</sup> ha sido de un 12 por 100 en este período de tiempo. Frente al euro (EUR) se ha depreciado más de un 25 por 100, tras alcanzar un mínimo relativo en noviembre de 2005 al cotizar en la cota de 1,1725 USD/EUR.

El intenso castigo al USD ha venido condicionado por tres factores:

1. La debilidad del ciclo económico en Estados Unidos, en contraposición con la reactivación cíclica de la UME, y el estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés que ello ha motivado. La Reserva Federal ha reducido el nivel objetivo de los fondos federales en 225 puntos básicos hasta el 3,0 por 100 desde que en septiembre de 2007 comenzó con la relajación de las condiciones monetarias. Desde entonces, el BCE ha mantenido el tipo *repo* en el 4 por 100, tras haberlo elevado 200 puntos básicos desde diciembre de 2005.

2. La crisis del mercado hipotecario y de crédito en EE.UU. Aunque se ha extendido globalmente, puesto que los problemas de funcionamiento del mercado interbancario no son exclusivos de EE.UU., el mercado está recu-

<sup>1</sup> Índice que aglutina el valor del dólar frente al euro, al yen japonés, a la libra esterlina, al dólar canadiense, a la corona sueca y al franco suizo. Cotiza en el NYBOT (New York Board of Trade).

riendo a la UME como refugio en el pasado más reciente, lo que ha impulsado la cotización del EUR hasta niveles de 1,49 USD/EUR.

3. El déficit por cuenta corriente en EE.UU., que a finales de 2006 llegó a alcanzar el 6 por 100 del PIB. Para corregir este desequilibrio es preciso un menor dinamismo de las importaciones (que ya estamos observando fruto de la desaceleración económica) o una menor entrada de inversión extranjera (también se observa en los últimos trimestres). En este último caso, la menor demanda de activos de EE.UU. ha contribuido a debilitar al USD.

## 2.2. Evolución reciente del euro frente a otras divisas

El movimiento del euro frente al dólar ha sido el más llamativo, pero no por ello debe restar importancia a la evolución que ha seguido el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina (GBP) y al yen japonés (JPY). En ambos casos la divisa única se ha fortalecido de forma continuada:

1. En el caso de la GBP, debido al deterioro de las perspectivas macroeconómicas para el Reino Unido a raíz de la desaceleración de su mercado inmobiliario y de los problemas generados por la crisis financiera desatada el pasado verano. El descuento de bajadas de tipos de interés para el Banco de Inglaterra se ha trasladado a la cotización de la GBP, que ha cedido más de un 8 por 100 en el año frente al EUR. No hay que olvidar que el Reino Unido también es una economía donde el endeudamiento es elevado y el déficit por cuenta corriente se ha venido incrementando de forma continuada durante los últimos años (hasta alcanzar el 3,6 por 100 del PIB en 2007).

2. En el caso del JPY, la apreciación del EUR ha sido consecuencia del recurso a la divisa nipona para financiar las denominadas estrategias de *carry trade* (financiación en yenes para adquirir activos con expectativas de rentabilidad superior o en divisas con tipos de interés más altos, como el dólar australiano o el dólar neozelandés). Sin embargo, la inestabilidad de los mercados financieros, presente desde el pasado mes de agosto, ha supuesto un lastre para estas estrategias, motivando su abandono y una apreciación recurrente del yen frente a todas las divisas.

## 2.3. Evolución del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro

El tipo de cambio real es la cantidad de bienes locales que se tienen que comercializar para recibir una unidad

de bienes extranjeros. Esta variable ajusta el tipo de cambio nominal bilateral por inflación: la variación del tipo de cambio real mide cuanto más (menos) caro es un bien de un país para otro teniendo en cuenta la inflación y el tipo de cambio nominal. Por su parte, el tipo de cambio efectivo real (TCER) mide la evolución del tipo de cambio de la moneda de un país frente a la de los países con los que comercia, ponderando cada una de ellas por el peso que tiene en el comercio exterior del país en cuestión, y considerando el diferencial medio ponderado de inflación entre el país local y los extranjeros.

En el caso del euro, el tipo de cambio efectivo nominal se ha apreciado en 2007 un 5,5 por 100, y en términos reales un 5 por 100, hasta situarse en niveles máximos de los últimos años (que en muchos cruces bilaterales han sido máximos históricos, como es el caso del USD y de la GBP).

¿Por qué la fortaleza del EUR frente a USD y GBP no se ha trasladado con toda intensidad al TCEN? Debido a que las divisas de las economías de Europa Central y del Este han registrado una notable fortaleza frente al EUR, en particular el zloty polaco (PLN), la corona checa (CZK) y la corona eslovaca (SKK). Ha sido también un año de fortaleza para el rublo y la lira turca, pese a la incertidumbre política presente en este último caso. Con ello se ha compensado la apreciación frente a las principales divisas comentadas en la primera parte.

Esta fortaleza de las divisas emergentes es meritoria si tenemos en cuenta el escenario de incertidumbre que reina en el panorama internacional a raíz de la crisis *subprime*, y resulta aún más llamativa teniendo en cuenta los pará-

Gráfico 1

### VARIACIÓN ANUAL DEL TCEN DEL EUR



Cuadro 1

**MOVIMIENTOS DE LAS PRINCIPALES DIVISAS DEL TCER Y COMPOSICIÓN DEL ÍNDICE**

	Variación entre		
	Porcentaje TCEN 12	1999-2001	2005-act
AUD	1,13	-9,5	4,3
CAD	2,22	<b>-21,8</b>	<b>10,2</b>
DKK	2,72	-0,2	-0,2
JPY	14,52	<b>-13,8</b>	<b>13,2</b>
NOK	1,35	-10,2	-0,5
SGD	3,45	Nd	7,7
SEK	5,07	-1,8	0,3
CHF	7,08	-8,3	3,8
GBP	21,48	<b>-14,4</b>	<b>10,0</b>
USD	30,91	<b>-25,2</b>	<b>25,4</b>

Positivo: apreciación del EUR.

metros de las economías de Europa Central, donde los déficit por cuenta corriente y fiscales están a la orden del día. Sin embargo, la pertenencia a la UE, las transferencias corrientes y las expectativas de gradual convergencia en los próximos años evitan, al menos, que estas divisas se vean muy presionadas.

#### 2.4. Perspectivas para el euro

De cara a los próximos meses existe acuerdo a la hora de plantear las expectativas para el tipo de cambio del EUR, en particular en su cruce frente al USD. El consenso de mercado prevé una gradual apreciación de la divisa de EE.UU. frente al EUR, aunque no será intensa. Las claves para justificar este movimiento residen en tres factores:

1. La progresiva reducción del déficit por cuenta corriente en EE.UU.: en los últimos meses hemos observado una significativa moderación del mismo, que ha pasado del 6 al 5,2 por 100 en septiembre de 2007. La previsible debilidad del consumo privado en EE.UU. durante

Cuadro 2

**DEUDA EXTERNA Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN ECONOMÍAS EMERGENTES**

(Porcentaje del PIB)

	1980	1998	2001	2006	2007 (p)
Emergentes	17,1	40,4	36,9	26,3	25,3
África	29,1	69,3	61,9	28,1	25,5
África subsahariana	25,1	72,2	67	30,9	27,6
Europa Central y Oriental	24,9	43,2	52,9	52,9	50,9
Antigua CEI	2,3	58,2	45,7	30	28,6
Asia en desarrollo	14,4	35,1	27,7	19,1	18,2
Oriente Medio	14,2	32,3	25,4	24	25,3
Latinoamérica	28,5	37,4	39,6	24,6	23,4
Emergentes	1,2	-1,9	0,6	4,4	3,3
África	-0,4	-4,5	0,1	2,2	0,1
África subsahariana	-0,1	-5,4	-2,2	-1,3	-2,2
Europa Central y Oriental	-4	-3,2	-2,8	-6,7	-6,6
Antigua CEI	1,4	-1,9	8	7,7	5
Asia en desarrollo	-1	2,5	1,5	5,4	5,8
Oriente Medio	19,6	-5,1	6,2	18,1	12,1
Latinoamérica	-3,4	-4,4	-2,8	1,7	0,5

Fuente: FMI.



los próximos meses y el incremento de la tasa de ahorro de aquella economía deben consolidar esta mejora en los desequilibrios exteriores y llevar el déficit por cuenta corriente a cotas próximas al 4 por 100.

2. El final de las bajadas de tipos de interés en EE.UU., que podría tener lugar en la primera parte del ejercicio, y de forma simultánea, el posible estímulo monetario que introduzca el BCE en la segunda mitad del ejercicio. Con ello, el diferencial de tipos de interés favorable al EUR se reducirá.

3. La infravaloración del USD, que en los niveles actuales ronda el 20 por 100. Este elemento reduce el margen de castigo adicional a la divisa de EE.UU. en un contexto donde además el crecimiento del Área Euro tenderá a ir a menos durante los próximos meses.

Con ello, el tipo de cambio debe finalizar el ejercicio en la parte baja del rango 1,40-1,50 USD/EUR, reflejando la acción combinada de todos estos factores. Adicionalmente, el incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales favorecerá la continuada apreciación de CHF y JPY frente a EUR. Más difícil resulta plantear un escenario para la GBP, puesto que en el Reino Unido la ralentización del mercado inmobiliario es todavía muy incipiente y podría forzar bajadas de tipos de interés más agresivas por parte del Banco de Inglaterra de lo descontado actualmente por el mercado, manteniendo débil a su divisa.

Esto supone que el techo del EUR en términos de TCEN y TCER ha podido quedar atrás, lo que, en principio, debería suponer un elemento de alivio para las instituciones europeas. Sin embargo, como veremos en el punto 2,



el movimiento del EUR constituye un arma de doble filo: lo que pueda aportar de crecimiento del sector exterior puede quitarlo en materia de estabilidad de precios.

### 3. ¿La fortaleza del EUR puede resultar lesiva para el crecimiento europeo?

#### 3.1. Evolución y composición de las exportaciones en el Área Euro

Por su parte, el BCE se ha mostrado tranquilo con la evolución del euro, apostando por la continuidad de un escenario de crecimiento generalizado en la UME. Adicionalmente, la apreciación del EUR puede resultar un aliado para reducir los riesgos al alza sobre la inflación de los que el BCE ha alertado de forma insistente en todos sus comunicados de prensa.

En este sentido, si hacemos un ejercicio de simulación en el que asumimos estabilidad del tipo de cambio del dólar frente al euro durante 2007 en 1,30 (cotización de la divisa en enero de 2007), obtenemos que la inflación de la zona euro se habría situado a cierre de 2007 en el 3,7 por 100 interanual, lejos del 3,1 por 100 observado con un tipo de cambio en 1,45.

La segunda reflexión que planteamos es si esta fortaleza del EUR puede resultar lesiva para el crecimiento europeo o no. En primer lugar, conviene destacar que la importancia



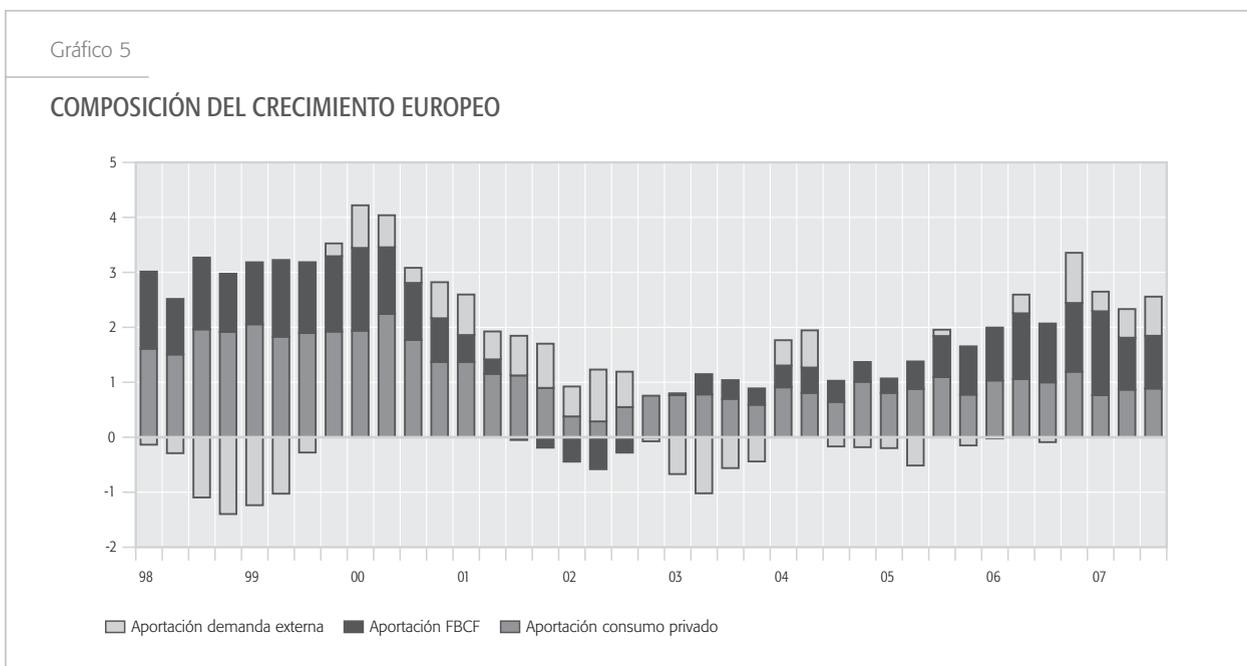
del sector exterior sobre el crecimiento europeo no es tan elevada como hace algunos años, ya que la demanda interna está aportando más crecimiento y de esta manera la sensibilidad al tipo de cambio debe ser inferior. Esta sería una de las razones por las cuales el BCE no se ha mostrado excesivamente preocupado por la cotización del EUR.

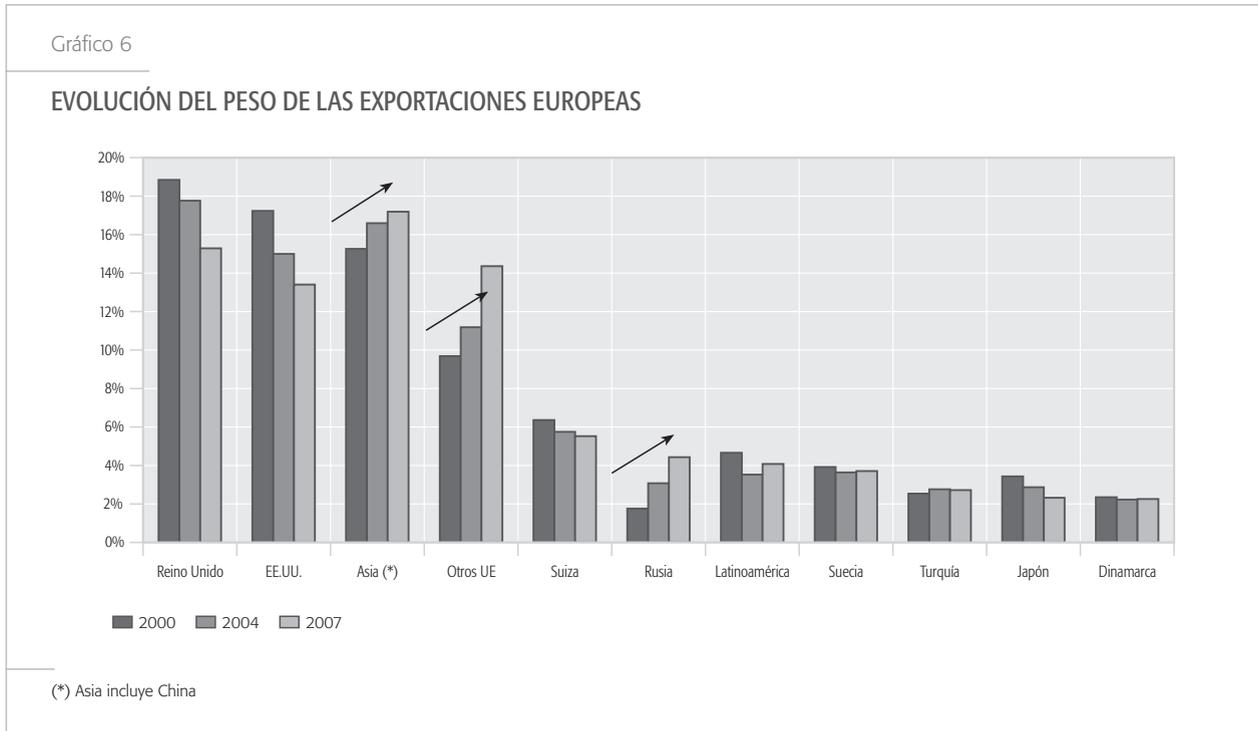
Si bien pensamos que la apreciación del EUR no “amenaza” en su totalidad a la capacidad de expansión

de la economía de la UME, sí puede intuirse que existe riesgo de que resulte lesiva para el dinamismo del sector exterior. ¿Es un riesgo cierto en el momento actual? Para responder a esta cuestión recurriremos al análisis de la composición de las exportaciones europeas así como la evolución que han experimentado sus tasas de crecimiento en los últimos años a distintas áreas geográficas.

Para el cálculo de la cuota que cada país representa sobre el total europeo de exportaciones utilizamos los saldos acumulados a 12 meses. Del análisis de la estructura de las exportaciones europeas encontramos que el peso de economías como Reino Unido, EE.UU. o Japón se ha reducido de forma persistente desde el año 2000. En compensación, la región asiática (incluyendo a China) y Europa Central y Oriental han incrementado su peso en el total de exportaciones europeas.

Podría pensarse que, dado que el EUR se ha apreciado en términos reales y de forma continuada, desde el año 2000 (cerca de un 30 por 100), esta reducción de la cuota ha originado una pérdida de competitividad derivada de la apreciación de la divisa. Sin embargo, el crecimiento de las exportaciones a las distintas áreas geográficas no ha dejado de acelerarse desde el suelo observado en el año 2003, circunstancia que permite rechazar, al menos parcialmente, la hipótesis de la pérdida de competitividad derivada de la apreciación del euro (por el encarecimiento que ello supone para los no residentes la compra de productos denominados en la moneda única).

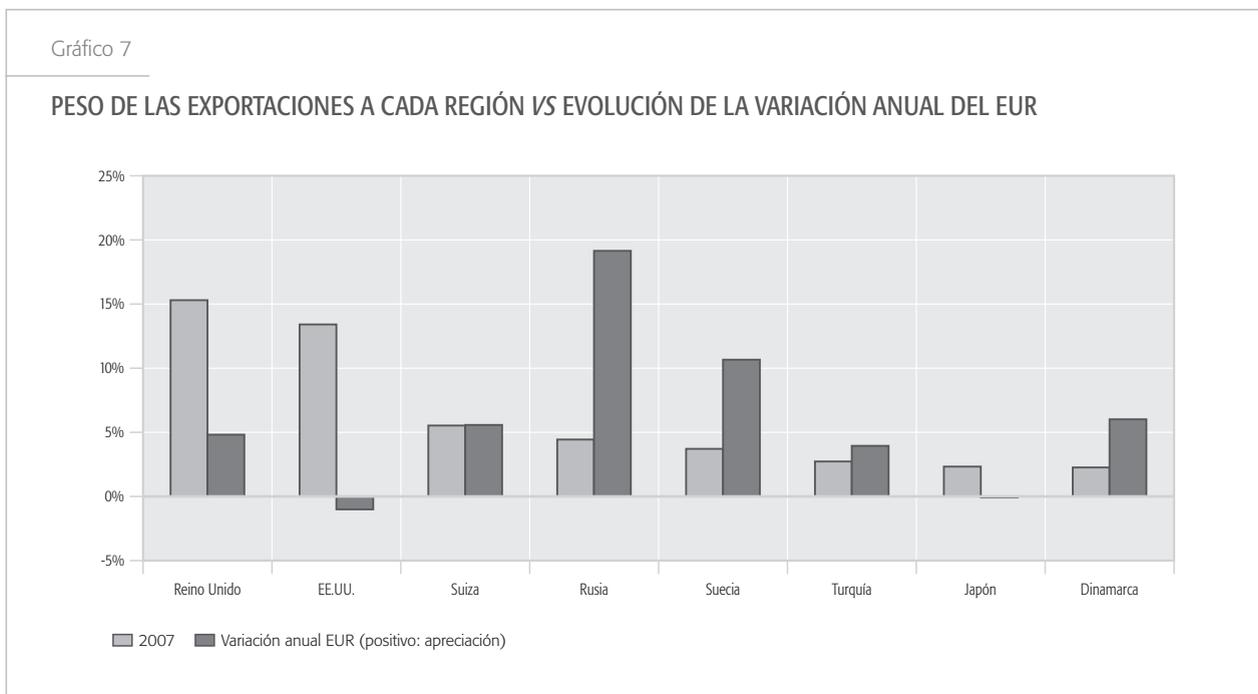


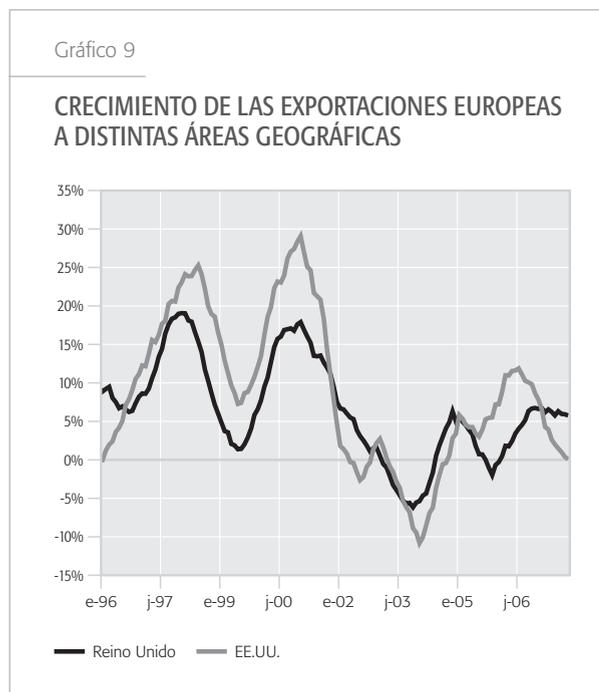


En el mismo sentido, encontramos que en el sector exterior alemán las exportaciones intracomunitarias siguen siendo las más importantes (42 por 100), seguidas a mucha distancia por EE.UU. (8,7 por 100) y Reino Unido (7,3 por 100). En cuanto a la evolución reciente, tanto las exportaciones a Reino Unido, EE.UU. y Japón han visto reducido su peso sobre el total de las exportaciones ale-

manas (ver gráfico 11: “peso de las exportaciones alemanas a distintas áreas geográficas”), siendo los principales beneficiados los países emergentes, en especial Rusia, China y Europa Central.

De la misma manera que ocurre con Europa, podría pensarse que esta reducción de la cuota se debe a una





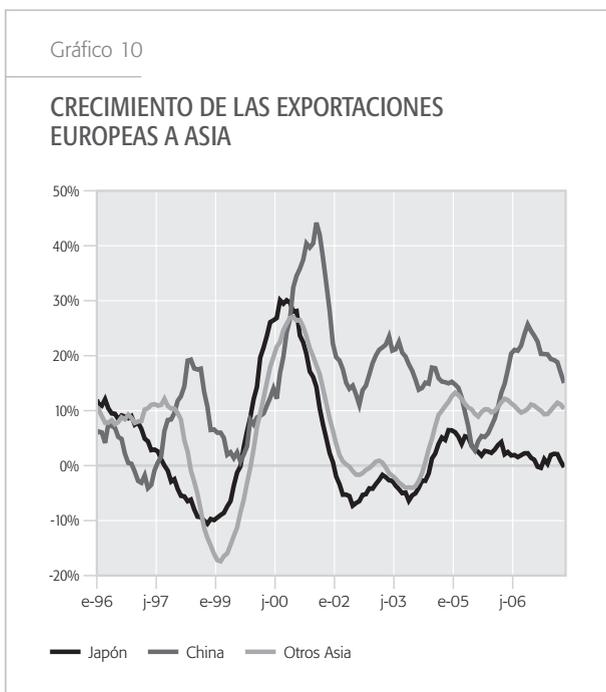
pérdida de competitividad alemana, derivada de la fortaleza del EUR. Sin embargo, de nuevo se observa que el crecimiento (no la cuota) de las exportaciones alemanas hacia estos países se ha recuperado en los dos últimos años, en particular hacia China (y en menor medida, a EE.UU. y Reino Unido). Sólo el crecimiento de las exportaciones hacia Japón se ha mantenido relativamente estable en torno al 4 por 100, aunque en este caso la de-

bilidad económica de Japón también puede justificar esta falta de "dinamismo".

Por lo tanto, el comercio exterior europeo, aunque paulatinamente, se ha ido diversificando en los últimos años, reduciendo la exposición a una sola divisa y reforzando los vínculos con los países de la región europea, circunstancia positiva en el futuro ya que recordemos que existen doce países que podrían adoptar el EUR a lo largo de los próximos años, y reduciendo la vulnerabilidad a la evolución del mercado cambiario.

Así, encontramos que el comercio exterior europeo es menos dependiente de EE.UU., está más diversificado por áreas geográficas y, en particular, no está tan condicionado por la evolución del cruce USD/EUR como podría observarse en épocas pasadas.

Adicionalmente, la fortaleza registrada por el EUR frente a las divisas del G7 se ha visto compensada por la mayoritaria apreciación que están experimentando las divisas de Europa del Este (el TCEN del EUR se ha apreciado en lo que va de año un 2,4 por 100), evitando un deterioro significativo de las relaciones comerciales con estos países.

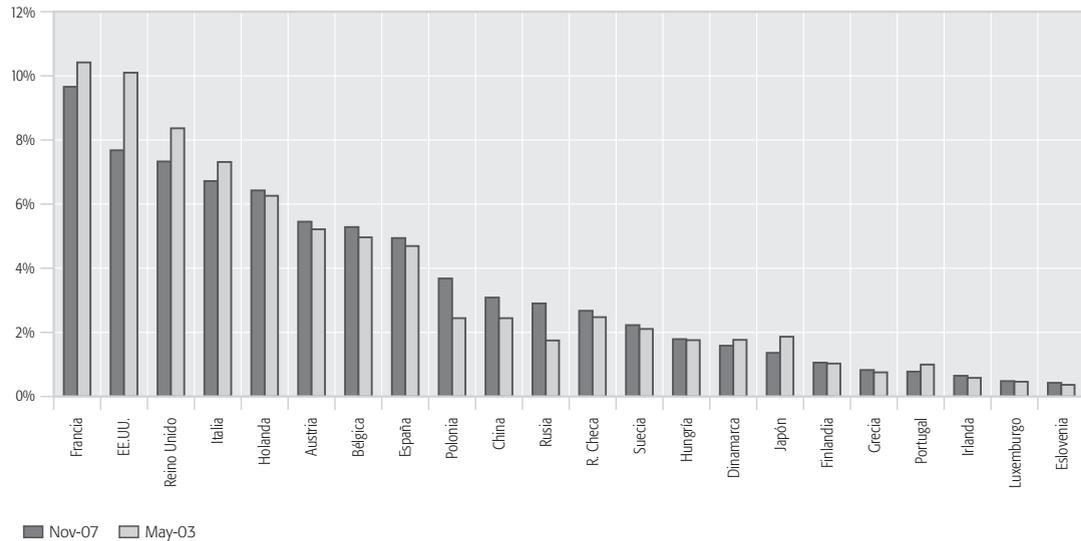


### 3.2. Evolución y composición de las exportaciones en España

Como consecuencia de la reactivación económica de los países del Área Euro, las exportaciones de la economía

Gráfico 11

PESO DE LAS EXPORTACIONES ALEMANAS A DISTINTAS ECONOMÍAS (NOVIEMBRE DE 2007)



española han registrado en los últimos años un dinamismo excepcional, tan sólo superado por el sólido crecimiento registrado en los años 2000-2001, etapa que coincide con el proceso de integración europea.

Por su parte, las importaciones han mostrado una evolución muy pareja con el ciclo económico: se observa la ralentización que tiene lugar tras los años 1992-1993, período de recesión económica, y el impulso que reciben

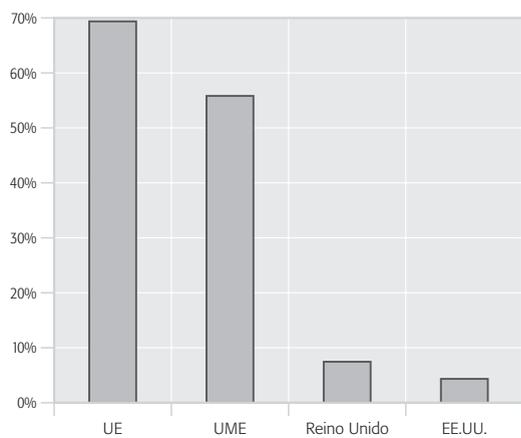
con el actual ciclo. Recordemos que el actual ciclo expansivo es distinto al de final de los años ochenta ya que ha habido un incremento poblacional de un 10 por 100, mientras la oferta no ha sufrido un impacto de tal magnitud, al crecer de forma más estable.

En este sentido, la brecha entre exportaciones e importaciones no es de la misma magnitud que en el anterior ciclo económico: el déficit de la balanza comercial se ha ampliado con gran intensidad en los últimos años y el sector exterior de la economía española ha drenado crecimiento del PIB de forma sistemática.

Tradicionalmente, las exportaciones españolas han evolucionado más en función de la capacidad de arrastre de nuestros principales socios comerciales que por una cuestión de precio. Esto es debido a que más del 70 por 100 de las exportaciones españolas tienen como destino la Unión Europea, y el 80 por 100 de las mismas se debe al comercio con los países de la zona euro. De hecho, el peso de las exportaciones hacia economías como Reino Unido, EE.UU. o Japón sobre el total se ha reducido de forma persistente desde el año 2000, en favor de una mayor vinculación con los países europeos. Por lo tanto, el comercio exterior de la economía española se ha diversificado en los últimos años, reduciendo su vulnerabilidad a las fluctuaciones en el mercado cambiario, y en especial, a sus cruces frente al dólar y libra esterlina, divisas de nuestros principales socios comerciales tras el Área Euro.

Gráfico 12

PESO DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS A DISTINTAS ECONOMÍAS SOBRE EL TOTAL (2007)



---

## 4. Conclusiones

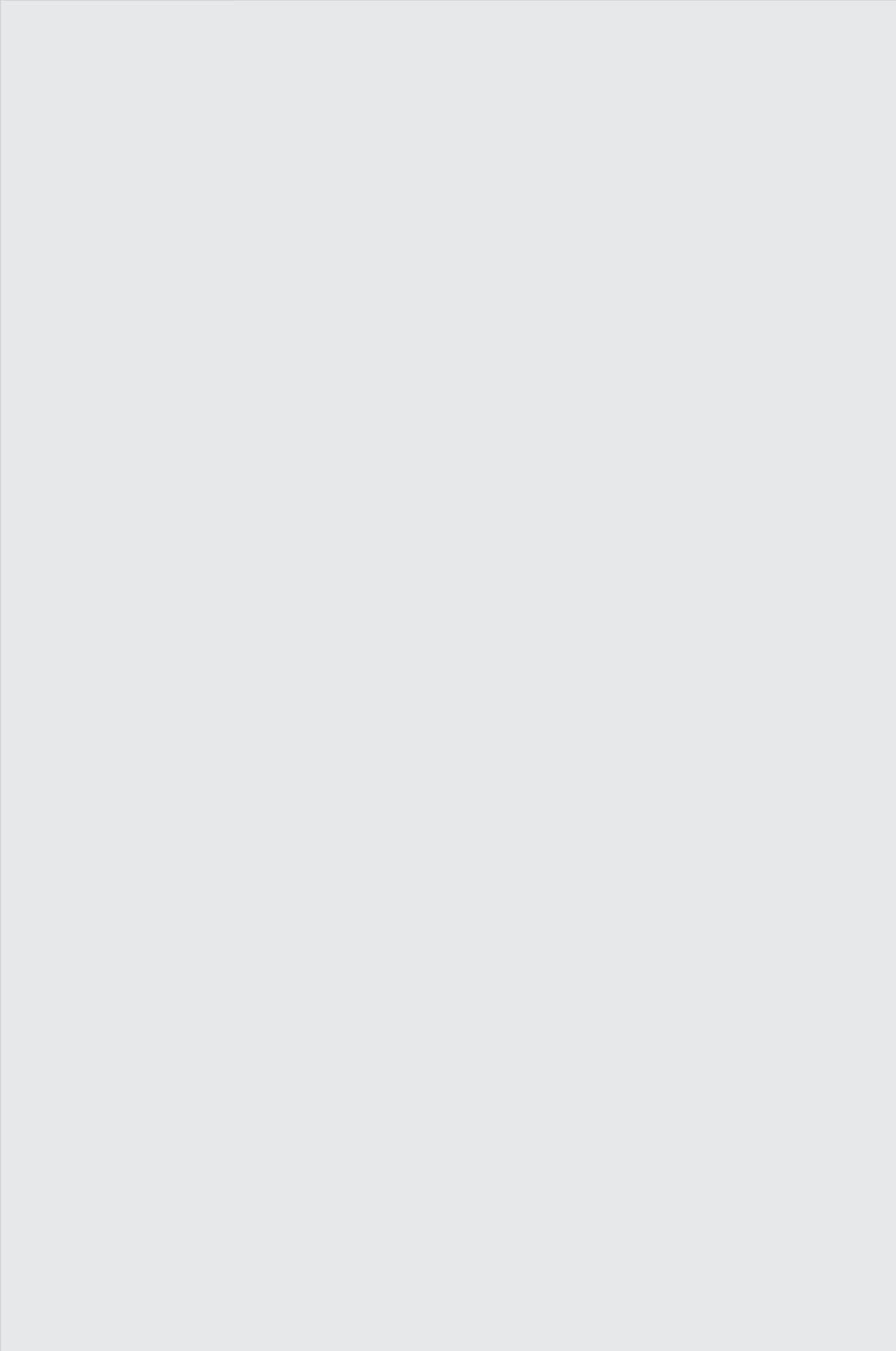
A pesar de la intensa apreciación registrada por el euro de forma generalizada y con mayor intensidad en 2007, la expansión de las exportaciones europeas no se ha visto resentida. En este sentido, la menor dependencia del ciclo económico europeo a la evolución del sector exterior, en comparación con otras etapas, la mayor diversificación por áreas geográficas de las exportaciones y el aumento de la relevancia del comercio intra-europeo han hecho a la economía del Área Euro menos vulnerable a las fluctuaciones del tipo de cambio. Un aspecto adicional y no menos importante: la apreciación del EUR frente al dólar ayuda a reducir los riesgos al alza sobre la inflación, en la medida

que permite abaratar el precio de las importaciones, en concreto de las materias primas industriales (especialmente de petróleo).

---

## Bibliografía

- GUIJARRO, Pablo (2007): "¿Está afectando la apreciación del EUR al sector exterior de la UME?", *Analistas Financieros Internacionales*, septiembre.
- MARAVALL, Carlos (2007): "España es actor protagonista de la integración financiera en la eurozona", *Empresa Global*, febrero.
- ONTIVEROS, Emilio y MARAVALL Carlos (2007): "Financiación exterior de la economía española: el final de la bonanza", noviembre de 2007.



# La calidad de las instituciones. Una panorámica internacional

Carlos Garcimartín\*

José Antonio Alonso\*\*

## 1. Introducción

Aunque la importancia de las instituciones en la vida económica ya fue anticipada por los economistas clásicos, a lo largo de los últimos años su estudio ha ido cobrando un mayor protagonismo. Se considera que las buenas instituciones hacen posible una asignación más eficiente de los esfuerzos colectivos, contribuyendo a explicar las diferencias observadas en el comportamiento de las distintas economías. La teoría del crecimiento explica la dinámica económica a partir de la acumulación de factores y de la eficiencia con la que estos son combinados en el proceso de producción. Sin embargo, no explica por qué existen diferencias tan notables en los procesos de acumulación y de eficiencia productiva entre los distintos países. Se trata de buscar la causa profunda del crecimiento de largo plazo de las economías. Para algunos autores, las instituciones son la variable clave que explica esa dinámica económica de largo plazo.

Por razones no enteramente coincidentes con las señaladas en el párrafo anterior, los organismos internacionales descubrieron que sin instituciones de calidad era difícil avanzar en el proceso de reforma y desarrollo económico en los países. Aunque la gobernabilidad no se incluía como factor relevante en el llamado Consenso de Washington, el Banco Mundial, en la reunión anual celebrada en 1996 con el FMI, situó la corrupción y la gobernabilidad en el centro del análisis del desarrollo, siendo su ejemplo seguido con posterioridad por el FMI y otros organismos multilaterales, así como por numerosos donantes bilaterales.

\* URJC.

\*\* UCM e ICEI.

Como consecuencia de este interés, ha surgido la necesidad de contar con indicadores de calidad institucional que permitan profundizar en los desarrollos teóricos y en el diseño de políticas de reforma. Se ha estimulado el análisis del marco institucional, de sus componentes fundamentales y de los modos de aproximar empíricamente sus características y dimensiones más relevantes. Este esfuerzo ha dado lugar a numerosos indicadores de calidad institucional, elaborados por organismos multilaterales, agencias calificadoras de riesgos, instituciones académicas y organizaciones no gubernamentales. La publicidad dada a algunos de estos indicadores ha tenido un impacto político creciente, creando presiones a favor de un mayor control social o sirviendo como fuente de información a los protagonistas del debate político.

Sin embargo, a pesar de los avances realizados en el estudio de las instituciones, aún quedan numerosos interrogantes abiertos y son notables las discrepancias entre los especialistas. En primer lugar, respecto a la propia delimitación de lo que se entiende por instituciones, pues existen varias definiciones en la literatura especializada. En segundo lugar, existe cierto debate sobre el sentido de causalidad entre la calidad de las instituciones y el progreso económico. Finalmente, pese a su indudable utilidad, los indicadores de calidad institucional en que se basan las investigaciones empíricas presentan problemas metodológicos y conceptuales importantes, como su adecuación al aspecto institucional que pretenden medir, la calidad de los datos o su cobertura temporal y espacial.

El objetivo del presente trabajo consiste en ofrecer una panorámica de la calidad de las instituciones en el ámbito internacional, agrupando los diversos países según

su nivel de renta y situación geográfica<sup>1</sup>. Para ello, se analizará, en primer lugar, el marco conceptual de las instituciones, planteando brevemente los principales elementos del debate que existe al respecto. En segundo lugar, se expondrán los resultados de una serie de indicadores sobre diversos aspectos de la calidad institucional de los distintos países. Por último, se estudiará la relación entre calidad institucional, desarrollo y competitividad.

## 2. Instituciones. Concepto y características

Lejos de ser un concepto unívoco, son numerosas las discrepancias acerca de lo que se entiende por instituciones, existiendo diversas acepciones al respecto. Así, para North (1993) u Ostrom (1990), son las reglas de juego que en una sociedad dan forma a la interacción humana; para Nelson (1994), son las organizaciones formales e informales que articulan la respuesta colectiva; Lal (1998) y Aoki (2001) insisten en el papel que desempeñan a la hora de determinar las creencias sobre el comportamiento de los demás o los vínculos que puedan existir entre las acciones y los resultados; Parsons (1990) y Elster (1989) las entienden como normas de comportamiento interiorizadas en los individuos; el mismo North (1990) y Hurwicz (1996) subrayan su papel como restricciones de origen social que se imponen a la conducta de los agentes; en la medida en que son productos sociales, pueden ser entendidas como equilibrios en la acción estratégica de los agentes, sean derivados de un proceso evolutivo (Bowles, 2004) o de una estructura de juegos repetidos (Greif, 1994); y, para Williamson (1985) y Young (1998) lo relevante es que encierran prácticas sociales reiteradas, incluidas aquellas que son expresadas a través de formas contractuales o de estructuras jerárquicas.

En realidad, resulta central a buena parte de las acepciones ofrecidas sobre el concepto de instituciones, la idea de tratarse de un marco de restricciones socialmente diseñado, e interiorizado en el tejido social, que condiciona la conducta humana y estructura las interacciones entre los agentes (Hodgson, 2004). De semejante concepción pueden extraerse algunas consecuencias que permiten identificar las características que definen a las instituciones. En primer lugar, estas remiten a sistemas que generan (o promueven) *comportamientos regulares* y relativamente previsibles de los individuos, generando certidumbres en la conducta de unos agentes que tienen limitada capacidad para captar y procesar toda la infor-

mación requerida, y que operan en una realidad compleja y cambiante. En segundo lugar, las instituciones son creaciones humanas de *carácter relacional*, siendo los componentes materiales subsidiarios en la promoción de un determinado comportamiento institucional. En tercer lugar, las instituciones son *creaciones sociales* (deliberadas o no), no sólo porque son un producto de la dinámica colectiva, sino también porque su incidencia es socialmente compartida. No obstante, pese a ser creaciones humanas, las instituciones *son exógenas a cada individuo*. En cuarto lugar, en la medida en que modulan comportamientos, las instituciones definen *equilibrios estratégicos* entre los agentes. De ello se deduce que no necesariamente conforman respuestas eficientes a los problemas de coordinación a los que se enfrenta una sociedad, sino que en muchos casos son el producto del equilibrio de fuerzas que existe entre los diversos intereses que operan en el ámbito al que la institución se refiere. Por último, existe una cierta *estructura jerárquica* de instituciones, de modo que las de ámbito superior condicionan e influyen sobre la conformación y la capacidad operativa de las de nivel inferior, lo que, a su vez, hace más complejo el cambio institucional.

Como se ha señalado, el surgimiento de las instituciones no necesariamente responde al objetivo de lograr la eficiencia social, sino que con frecuencia son creadas para servir a los intereses de aquellos que tienen poder de negociación para imponer nuevas reglas o como consecuencia de la interacción de agentes que operan con racionalidad limitada en un entorno de información imperfecta y asimétrica (North, 1993). Nada, pues, garantiza que una sociedad disponga de instituciones que promuevan comportamientos socialmente óptimos. Por otro lado, la dinámica auto-reproducible, que está en la base de toda estructura institucional, sugiere que el cambio institucional raramente obedece a una decisión espontánea o deliberada, sino que, en la mayor parte de los casos, se trata más bien de lentos procesos de adaptación gradual a las circunstancias cambiantes en las que las instituciones operan. Como consecuencia de ello, el cambio institucional aparece como un fenómeno evolutivo, donde el pasado condiciona las posibilidades de futuro, aunque eso no significa ni que exista determinismo alguno en el cambio institucional, ni que este por fuerza tenga que ser gradual. En primer lugar, la senda previa condiciona las opciones de futuro, pero no las determina, como demuestra, por ejemplo, el caso de las dos coreas. Y, en segundo lugar, que el cambio institucional suela producirse de forma gradual y prolongada no quiere decir que, en ocasiones, no haya cambios institucionales abruptos y radicales.

<sup>1</sup> Los contenidos de este artículo anticipan algunos resultados presentados en ALONSO, GARCIMARTÍN y MAESO (2008).

Aunque, en realidad, es poco lo que se sabe acerca de los factores que determinan el cambio institucional y no

parece que exista una teoría comprensiva que resulte convincente (Lin y Nugent, 1995), hay cinco cuestiones que caben ser subrayadas. En primer lugar, no existen diseños institucionales universalmente óptimos, sino que las respuestas institucionales son *altamente específicas al contexto*, aunque puede aprenderse de la experiencia ajena y cabe considerar las "buenas prácticas" como parte de un proceso de aprendizaje autóctono. En segundo lugar, la prueba adecuada para promover el cambio institucional no es tanto la detección de un fallo en la estructura precedente, cuanto el *carácter remediable* de ese fallo, lo que se relaciona con la existencia de una alternativa viable que logre suscitar el respaldo social. En tercer lugar, tan relevante es la eficiencia de una institución como su *credibilidad social*. En cuarto lugar, cuando se pretende juzgar una institución, más importante que su eficiencia estática es su *eficiencia dinámica*: es decir, su disposición al cambio. Por último, la sostenibilidad de una política de reformas depende de que genere un número de perdedores reducido y amplíe con el tiempo el colectivo de los beneficiarios del cambio: la *economía política de las reformas* es, por tanto, muy relevante.

### 3. Una panorámica internacional de la calidad de las instituciones

Los indicadores de calidad institucional se enfrentan a un primer problema: el carácter multidimensional de las instituciones y de sus resultados en términos de gobernanza. Tratar de encerrar todas esas dimensiones en un único indicador sintético es una tarea difícil; de ahí que en la mayor parte de los casos se haya recurrido a elaborar indicadores alusivos a cada una de ellas en particular. A este respecto, las dimensiones que con más frecuencia se han considerado son las siguientes: 1) estabilidad política, 2) estado de derecho, 3) eficiencia en la gestión pública, 4) control de la corrupción, 5) capacidad del gobierno para desarrollar y aplicar políticas, 6) eficacia de las políticas distributivas y 7) participación ciudadana y rendición de cuentas por parte del gobierno.

A su vez, los indicadores deben cumplir una serie de requisitos para poder ser empleados en el análisis de la calidad institucional. Entre ellos, reflejar con cierta exactitud el concepto que se pretende medir, construirse a partir de datos que tengan la suficiente calidad, tener una muestra temporal lo bastante extensa como para permitir apreciar la dinámica institucional, ser homologables entre países y ser sencillos en su construcción y en su interpretación. No son requisitos fáciles de cumplir y la mayor parte de indicadores existentes presentan numerosos problemas que deben ser tenidos en cuenta a la hora de servir de soporte a los análisis empíricos (Arndt y Oman, 2006).

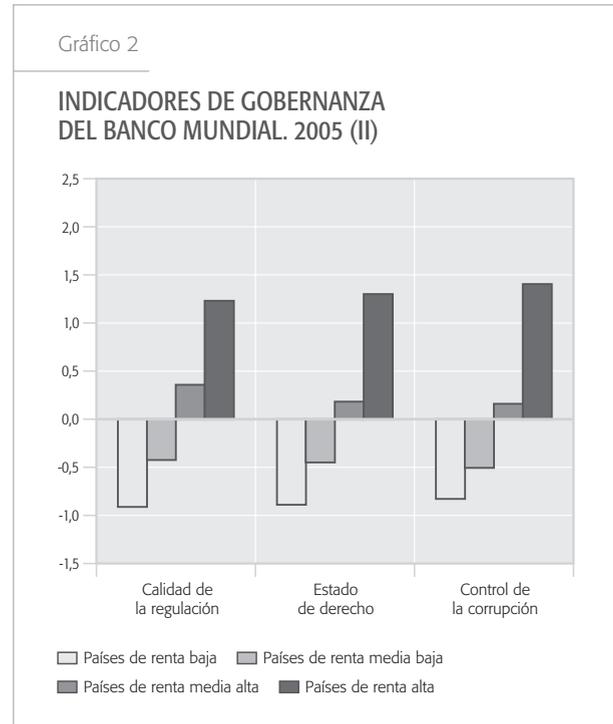
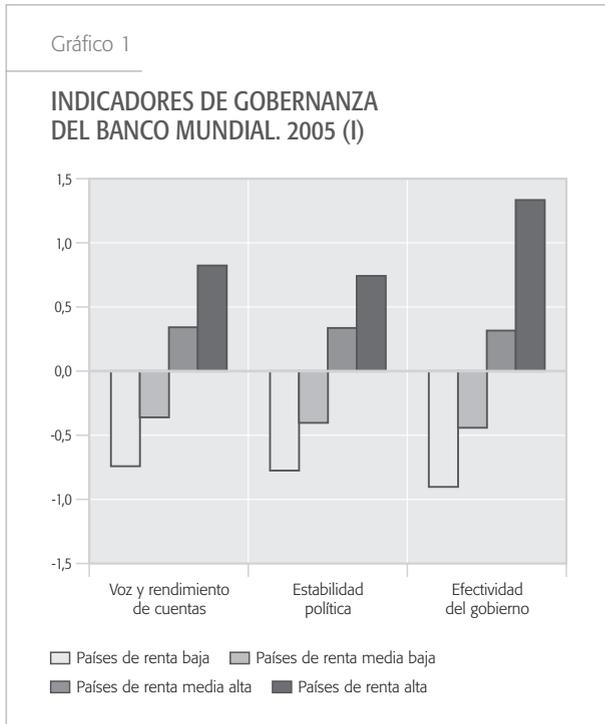
Son diversos los indicadores, también, en función de la información de partida o de los procedimientos utilizados. En concreto, en cuanto a la generación de datos, cabe distinguir entre *indicadores objetivos*, que son una *proxy* del concepto institucional analizado, e *indicadores subjetivos*, basados en opiniones de los actores implicados. En segundo lugar, en cuanto al nivel de agregación, existen *indicadores simples*, elaborados de forma individual, e *indicadores agregados*, que consisten en una combinación de diversos indicadores. Finalmente, en cuanto a la función de producción institucional, puede diferenciarse entre *indicadores de input*, que miden la disponibilidad de recursos de las instituciones utilizando datos objetivos; *indicadores de procesos*, que distinguen entre los diversos modos en que los *input* se introducen en la función de producción institucional; *indicadores de output*, que miden el producto de las diversas instituciones basándose en datos objetivos; e *indicadores de resultados*, que también miden el producto institucional, pero relacionado con las necesidades y preferencias sociales.

A continuación se recogen los resultados ofrecidos por algunos de los principales indicadores de calidad institucional. Para ello, se han ordenado los diferentes países en función de su nivel de renta, siguiendo la clasificación del Banco Mundial, y del área geográfica a la que pertenecen. Además, conviene señalar que las medias de cada grupo que aparecen en los distintos cuadros y gráficos son medias simples.

#### 3.1. Los indicadores agregados de gobernanza

Se trata de un conjunto de indicadores agregados, elaborados por el Banco Mundial, que se encuentran divididos en seis apartados: *voz y rendición de cuentas*; *estabilidad política y ausencia de violencia*; *efectividad del gobierno*; *calidad de la regulación*; *estado de derecho*; y *control de la corrupción*. A su vez, para elaborar cada uno de ellos se utilizan alrededor de 350 indicadores subjetivos por país procedentes de unas treinta fuentes distintas<sup>2</sup>. El rango de los distintos indicadores se sitúa entre -2,5 y +2,5, mejorando la calidad institucional a medida que aumenta este valor. Como puede apreciarse en los gráficos 1 y 2, en todos los indicadores la calidad institucional mejora con el nivel de renta de los diferentes grupos de países. No obstante, debe señalarse que la variabilidad es alta en todos ellos, de modo que, aunque en

<sup>2</sup> Para una descripción metodológica de los indicadores de gobernanza del Banco Mundial, véase KAUFMAN *et al.* (2006) y para una exposición de las deficiencias de estos indicadores véase (ARNDT y OMAN, 2006).



el ámbito agregado parece existir una relación clara entre el nivel de renta de un país y la calidad de sus instituciones, lo cierto es que las diferencias dentro de cada grupo son muy grandes. Así, por ejemplo, un país de renta alta como Arabia Saudí presenta valores muy inferiores a otro de renta media como Chile.

Desde un punto de vista geográfico, se incluyen como países desarrollados únicamente a Estados Unidos, la Unión Europea y Japón, mientras que los países en desarrollo se han dividido en seis regiones, de acuerdo a la clasificación efectuada por el Banco Mundial. Respecto a los primeros, Estados Unidos presenta mejores resultados que la Unión Europea y Japón en cuatro de los seis indicadores, quedando en último lugar en *estabilidad política*. Por su parte, Japón ocupa el primer puesto en dicho indicador y el último en el resto, mientras que la UE tiene una posición intermedia, mostrando los segundos mejores resultados en cinco de los seis indicadores y el nivel más alto en *voz y rendición de cuentas* (gráficos 3 y 4). En el caso de los países en desarrollo, en general puede decirse que Asia Oriental, Europa y Asia Central, y América Latina y Caribe presentan unos resultados notablemente mejores que Oriente Medio y África del Norte, Asia Meridional y África Subsahariana. En particular, esta última región muestra los peores resultados en cuatro de los seis indicadores. No obstante, la variabilidad es muy elevada en todas las regiones, especialmente en Europa y Asia Central, de modo que, junto a países como Estonia, de elevada calidad institucional, se

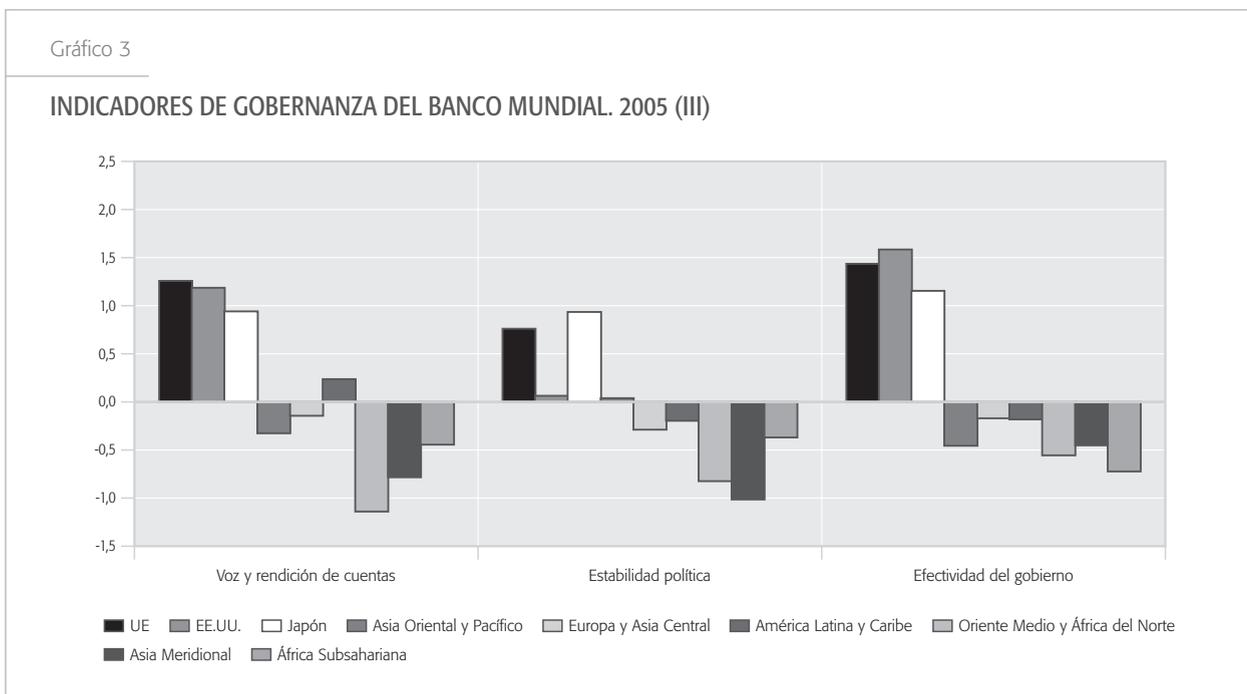
encuentran otros, como Uzbekistán, donde sucede lo contrario<sup>3</sup>.

### 3.2. Doing Business Indicators

Se trata de un conjunto de 39 indicadores, también realizados por el Banco Mundial, que reflejan los efectos de la regulación sobre el mundo empresarial, encontrándose divididos en diez categorías con varios indicadores cada una. Aparentemente son indicadores objetivos, en el sentido de que no consisten en opiniones sobre el funcionamiento institucional de los diferentes países. Sin embargo, lo cierto es que se elaboran mediante datos obtenidos de dirigentes empresariales, abogados, consultores o funcionarios que, a menudo, requieren un elemento de juicio<sup>4</sup>. De entre las diversas categorías en que están divididos estos indicadores, hemos seleccionado el *coste* que supone en cada país *comenzar un negocio, construir un establecimiento empresarial, registrar la propiedad y cumplir con los trámites necesarios en las operaciones de comercio exterior*. Como puede observarse, existe una fuerte conexión entre los niveles de ingresos de los distintos grupos y la calidad de sus instituciones, aunque la variabilidad es elevada dentro de cada grupo.

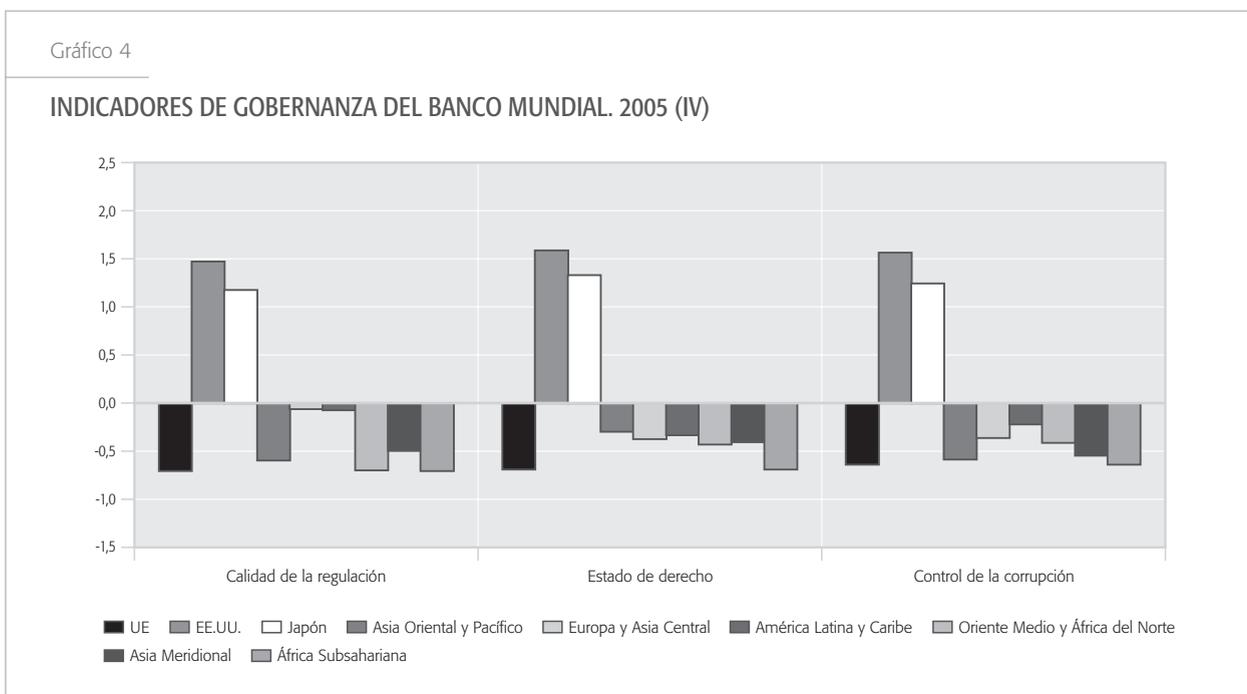
<sup>3</sup> Se incluye a Estonia en esta región, pese a haber ingresado unos meses antes en la UE.

<sup>4</sup> Para la descripción metodológica véase <http://rui.worldbank.org/DoingBusiness/>.



Desde un punto de vista geográfico (cuadro 2), respecto a los tres países desarrollados considerados, Estados Unidos muestra los mejores resultados en todos los casos. Japón, por su parte, muestra las peores cifras en tres de los seis indicadores (coste de los trámites necesarios para registrar una empresa y de los requisitos exigidos para exportar e importar), mientras que la UE presenta los peores valores en los tres restantes (costes de

los trámites necesarios para construir un establecimiento empresarial, para registrar la propiedad y para resolver una demanda judicial por incumplimiento de contrato). En el caso de los países en desarrollo, África Subsahariana muestra los peores resultados en cinco de los seis indicadores, perteneciendo el restante a Asia Oriental y Pacífico. Los mejores resultados, por el contrario, están algo más repartidos, pues esta última región tiene los meno-



Cuadro 1

## DOING BUSINESS INDICATORS. 2006

	Coste de					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Países de renta baja	144,15	971,86	9,70	972,52	1.250,15	44,52
Países de renta medio baja	57,89	411,41	5,85	790,90	929,06	26,47
Países de renta medio alta	25,67	171,69	5,19	776,45	995,10	18,02
Países de renta alta	7,81	82,14	3,84	652,60	697,50	12,58

- (1) Cada trámite necesario para registrar una empresa (en porcentaje de la renta *per cápita*).  
 (2) Cada trámite necesario para construir un establecimiento empresarial (en porcentaje de la renta *per cápita*).  
 (3) Cada trámite necesario para registrar la propiedad (en porcentaje del valor de la propiedad).  
 (4)-(5) Cumplir los requisitos exigidos para exportar/importar (en dólares por contenedor).  
 (6) Coste de resolver una demanda judicial por incumplimiento de contrato (en porcentaje del valor de la deuda).

res costes en dos casos, Europa y Asia Central en tres y Asia Meridional en uno. Si se asignara a cada región una cantidad de puntos inversa al lugar que ocupan en la clasificación de cada indicador, es decir, seis puntos a la de mayor calidad y uno a la de menor, la clasificación co-

respondiente quedaría como sigue: Europa y Asia Central (31 puntos), Asia Oriental y Pacífico (26), Asia Meridional (25), América Latina y Caribe (22), Oriente Medio y África del Norte (15) y, en último lugar, África Subsahariana (7).

Cuadro 2

## DOING BUSINESS INDICATORS. 2006

	Coste de					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PD	7,81	82,14	3,84	652,60	697,50	12,58
UE	6,25	82,99	5,44	730,29	782,93	12,39
EE.UU.	0,70	16,00	0,50	625,00	625,00	7,70
Japón	7,50	19,80	4,10	789,00	847,00	9,50
PED	84,99	574,66	7,26	859,05	1072,66	31,75
Asia Oriental y Pacífico	48,57	247,32	4,81	750,24	719,22	53,22
Europa y Asia Central	14,73	315,13	2,67	709,00	831,24	15,07
América Latina y Caribe	52,57	286,60	5,60	831,08	980,27	23,73
Orte. Med. y África Norte	89,54	609,00	8,26	880,69	984,54	17,41
Asia Meridional	46,55	375,70	6,24	663,38	792,88	26,39
África Subsahariana	162,85	1.047,76	11,56	1.028,66	1.476,73	42,16

- (1) Cada trámite necesario para registrar una empresa (en porcentaje de la renta *per cápita*).  
 (2) Cada trámite necesario para construir un establecimiento empresarial (en porcentaje de la renta *per cápita*).  
 (3) Cada trámite necesario para registrar la propiedad (en porcentaje del valor de la propiedad).  
 (4)-(5) Cumplir los requisitos exigidos para exportar/importar (en dólares por contenedor).  
 (6) Coste de resolver una demanda judicial por incumplimiento de contrato (en porcentaje del valor de la deuda).

### 3.3. Corrupción Perception Index

Es un indicador elaborado por *Transparency International* que mide la corrupción como una media de los valores originales reescalados de los índices provenientes de diversas fuentes de indicadores subjetivos<sup>5</sup>. Estos indicadores proceden de encuestas realizadas a empresas y analistas y su número varía entre países, exigiéndose un mínimo de tres. Debe subrayarse que el indicador únicamente ordena los países, pero no mide la corrupción, es decir, que la posición de un país puede cambiar incluso aunque el nivel de corrupción permanezca constante. El rango del indicador se sitúa entre 10 y 0, siendo mayor la corrupción cuanto menor es su valor. Como puede observarse, la corrupción aumenta a medida que disminuye la renta (gráfico 5), aunque existe una fuerte dispersión en los distintos grupos, en especial en los países de rentas alta y medio alta. Por ejemplo, el "grado" de corrupción en Grecia duplica al de Dinamarca.

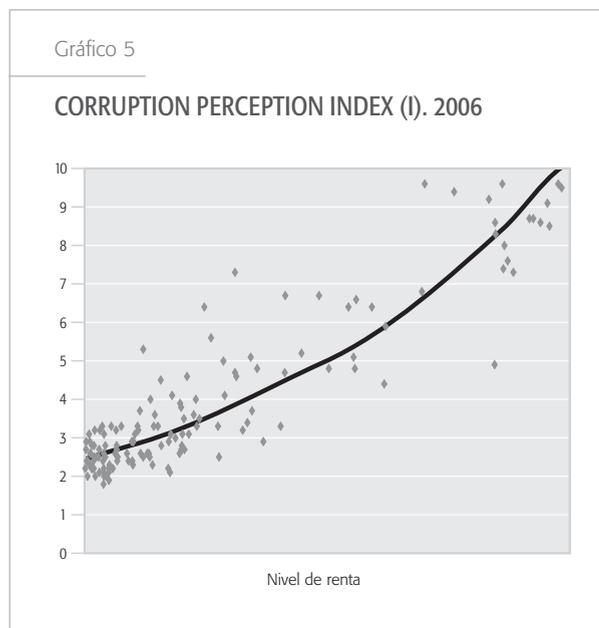
En lo referente al análisis geográfico, Japón muestra los menores niveles de corrupción de los tres países desarrollados considerados, quedando la Unión Europea en una posición intermedia y Estados Unidos en el último lugar. En el caso de los países en desarrollo, las regiones que presentan los peores resultados son África Subsahariana y Asia Oriental, mientras que los mejores valores se hallan en América Latina y Caribe, Oriente Medio y África del Norte y Europa y Asia Central (gráfico 6).

### 3.4. Index of Economic Freedom

Es un índice elaborado por *Heritage Foundation* como una media simple de cincuenta variables, que en su mayor parte son datos objetivos e incluyen corrupción, barreras al comercio, cargas regulatorias o derechos de propiedad<sup>6</sup>. A su vez, dichas variables se encuentran agrupadas en diez categorías: *política comercial, carga fiscal, intervencionismo del gobierno, política monetaria, inversión extranjera, banca y finanzas, precios y salarios, derechos de propiedad, regulación y mercado informal*. El objetivo de este índice es medir el grado de libertad económica de un país, tanto de forma global como en las diferentes categorías mencionadas. Ahora bien, no debe relacionarse de forma directa dicha libertad con la calidad institucional de una nación, pues no siempre una mayor libertad corresponde a una mayor calidad de sus instituciones. Buena prueba de ello es que en el índice global, Armenia presenta mejores resultados que Francia o El Salvador que

<sup>5</sup> Para la descripción metodológica véase LAMBSDORFF (2006).

<sup>6</sup> Para la descripción metodológica, véase MILES *et al.* (2006).



Italia. De hecho, la relación entre el *Índice de libertad económica* y el desarrollo ha sido ampliamente criticada<sup>7</sup>.

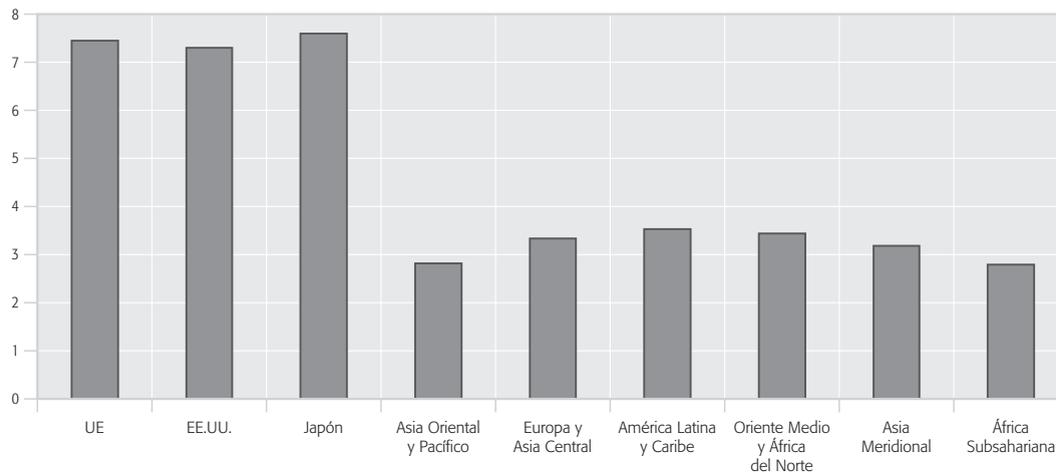
El rango de este índice varía entre 1 y 5, disminuyendo la libertad económica a medida que aumenta este valor. Como se observa en el gráfico 7, tanto el *índice global* como el correspondiente a *derechos de propiedad, regulación y mercado informal* mejoran a medida que aumenta la renta, aunque la dispersión dentro de cada grupo es elevada. Además, mientras que en el caso de *regulación*, las diferencias crecen a un ritmo similar entre los distintos grupos, en *derechos de propiedad* las diferencias entre los países de ingreso alto y medio alto son reducidas, aumentando entre estos, el grupo de ingreso medio bajo y, especialmente, el de ingreso bajo. Asimismo, en el caso de *mercado informal*, las diferencias más importantes se encuentran entre los grupos de rentas baja y media baja.

En lo que respecta a las diferencias geográficas, Estados Unidos muestra los mejores resultados de los tres países desarrollados en todos los indicadores, seguido por la Unión Europea y, finalmente, Japón. En el caso del mundo en desarrollo, el mejor índice global pertenece a Europa y Asia Central, seguida de América Latina y Caribe, quedando el resto de áreas a un nivel parecido. En lo referente a *derechos de propiedad, regulación y mercado informal*, América Latina y Caribe muestra los mejores resultados y Asia Oriental los peores. No obstante, conviene subrayar que en estos tres indicadores es América Latina y Caribe la región con mayor variabilidad entre sus miembros (gráfico 8).

<sup>7</sup> Véase, por ejemplo, SACHS (2005).

Gráfico 6

**CORRUPTION PERCEPTION INDEX (II). 2006**



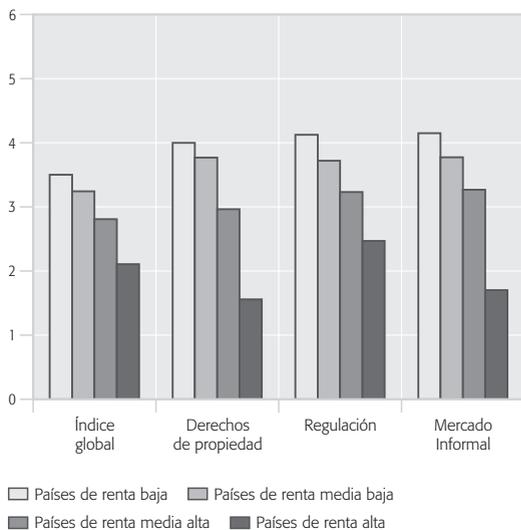
**4. Desarrollo, competitividad y calidad institucional**

Aunque existen problemas econométricos importantes a la hora de analizar la relación entre calidad institucional y desarrollo (dirección de causalidad, calidad de los datos empleados, etc.) y el debate dista de estar

cerrado, lo cierto es que las instituciones han venido ganando protagonismo como factor de desarrollo en los análisis empíricos. Más allá de dichos problemas, consideramos interesante efectuar un breve análisis de dicha relación a partir de algunos de los indicadores presentados. Así, los gráficos 9 a 11 recogen en el eje de abscisas el PIB *per cápita* en paridad de poder adquisitivo de los distintos países<sup>8</sup> y en el eje de ordenadas tres de los indicadores de gobernanza del Banco Mundial. Como puede comprobarse, en todos los casos existe una relación clara entre ambas variables, de manera que un mayor nivel de desarrollo corresponde a una mayor calidad de las instituciones en sus aspectos aquí contemplados.

Gráfico 7

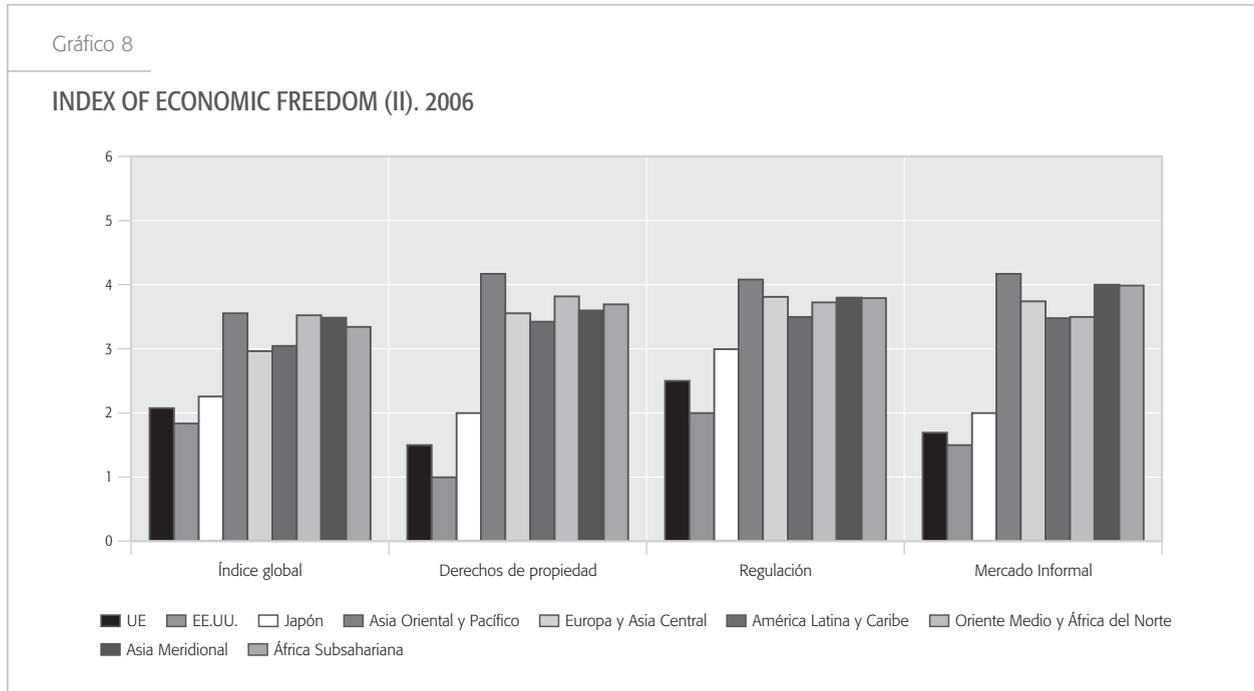
**INDEX OF ECONOMIC FREEDOM (I). 2006**



Una forma sencilla de aproximarse a la relación que existe entre la competitividad de un país y su calidad institucional es mediante el *Global Competitiveness Index*. Se trata de un indicador de competitividad elaborado por *World Economic Forum* a partir de noventa variables organizadas en nueve categorías, entre las cuales se encuentra la calidad de las instituciones<sup>9</sup>. A la hora de construir el índice, los diferentes países se dividen en tres grupos según su etapa de desarrollo: el de menor nivel, que basa su competitividad en la dotación de factores y cuya renta *per cápita* es inferior a 2.000 dólares; el de

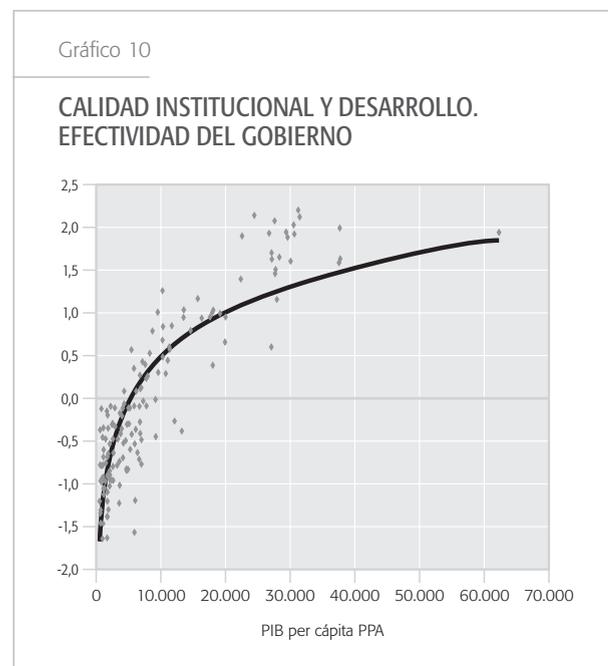
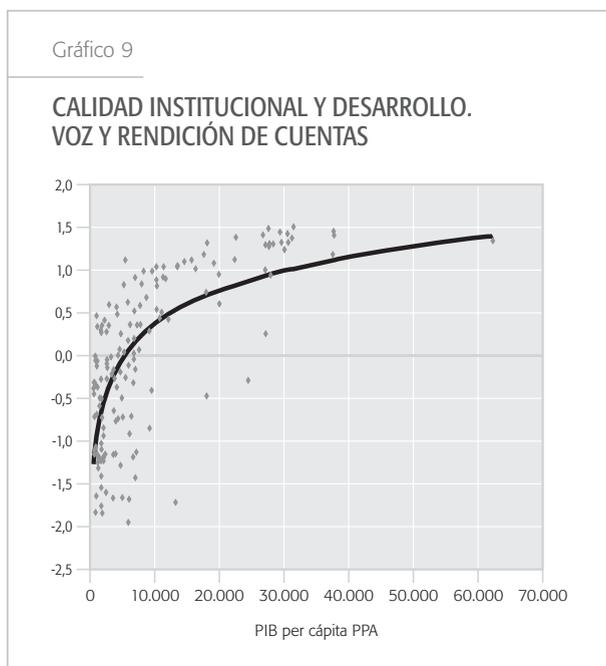
<sup>8</sup> En dólares corrientes de 2003. Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators*.

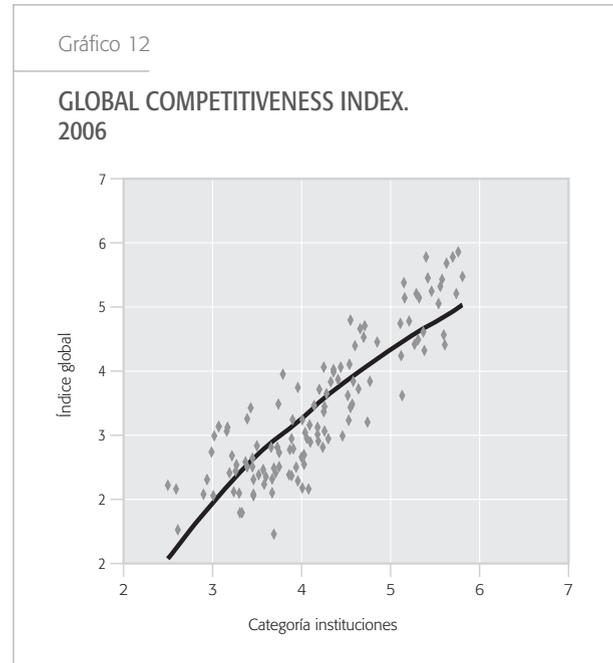
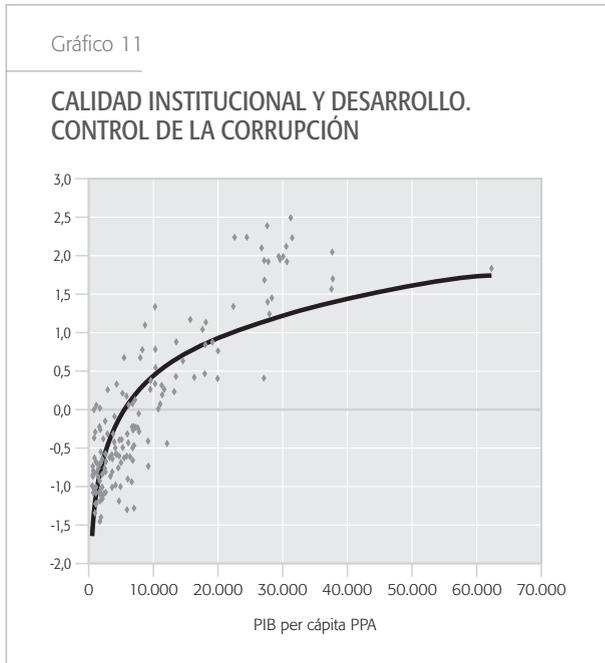
<sup>9</sup> Para la descripción metodológica véase [http://www.weforum.org/fweblive/groups/public/documents/wef\\_member\\_pdf/gcr\\_0607\\_1\\_1\\_gcindexes.pdf](http://www.weforum.org/fweblive/groups/public/documents/wef_member_pdf/gcr_0607_1_1_gcindexes.pdf).



nivel medio, que basa su competitividad en la eficiencia y cuya renta *per cápita* se sitúa entre 3.000 y 9.000 dólares; y el de nivel alto, que basa su competitividad en la innovación y cuya renta *per cápita* supera los 17.000 dólares. De este modo, los pesos de las distintas categorías varían en función del grupo al que pertenezca cada país. El rango del índice y sus categorías se sitúa entre 1 y 7, correspondiendo una mayor competitividad a mayores valores del mismo.

Como puede contemplarse en el gráfico 12, existe una fuerte relación entre el índice global y la categoría instituciones. Dicho de otro modo, a medida que mejora la calidad institucional de un país, aumenta su competitividad. En cuanto al análisis geográfico, en el caso de los países desarrollados, Japón y Estados Unidos muestran un grado de competitividad global equivalente y superior al de la Unión Europea. Por el contrario, la calidad institucional es superior en esta, aunque muy cercana a

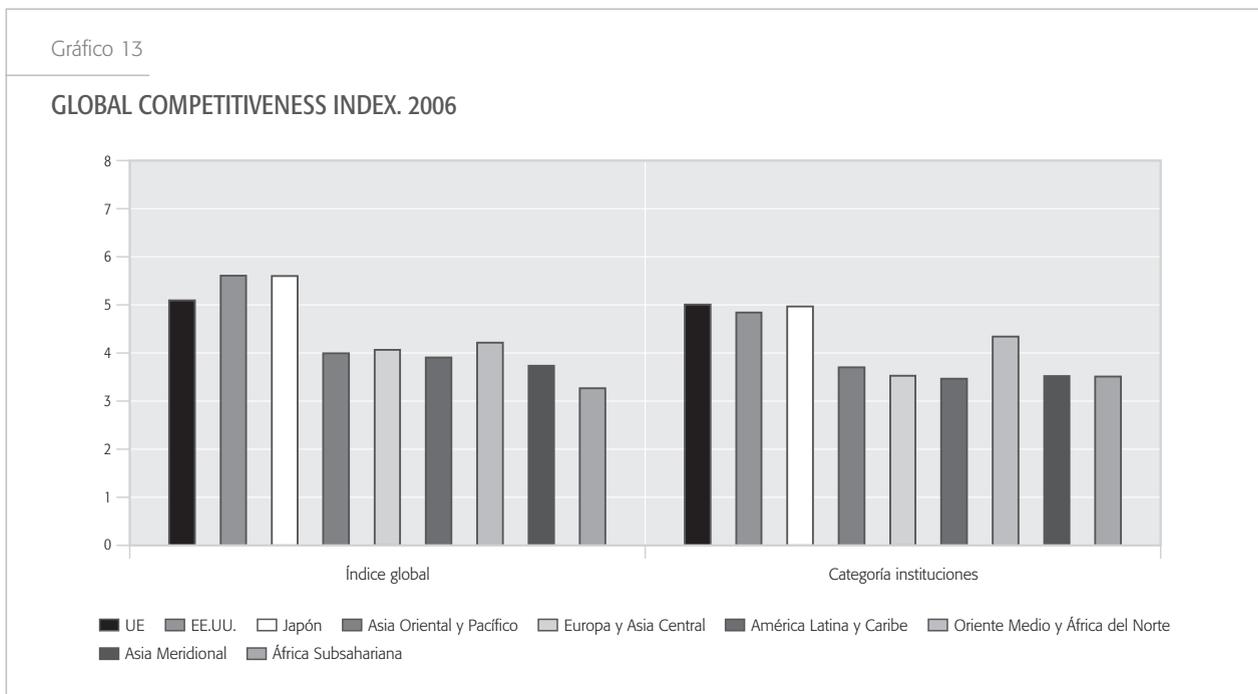




la de EE.UU. Respecto a los países en desarrollo, Oriente Medio y Norte de África muestran los mejores resultados en el índice global y África Subsahariana, los peores. En cuanto a la calidad institucional, de nuevo Oriente Medio y Norte de África presenta el nivel más alto, mientras que el más bajo se encuentra en América Latina y Caribe, aunque con valores muy cercanos también se hallan África Subsahariana, Europa y Asia Central y Asia Meridional (gráfico 13).

## 5. Conclusiones

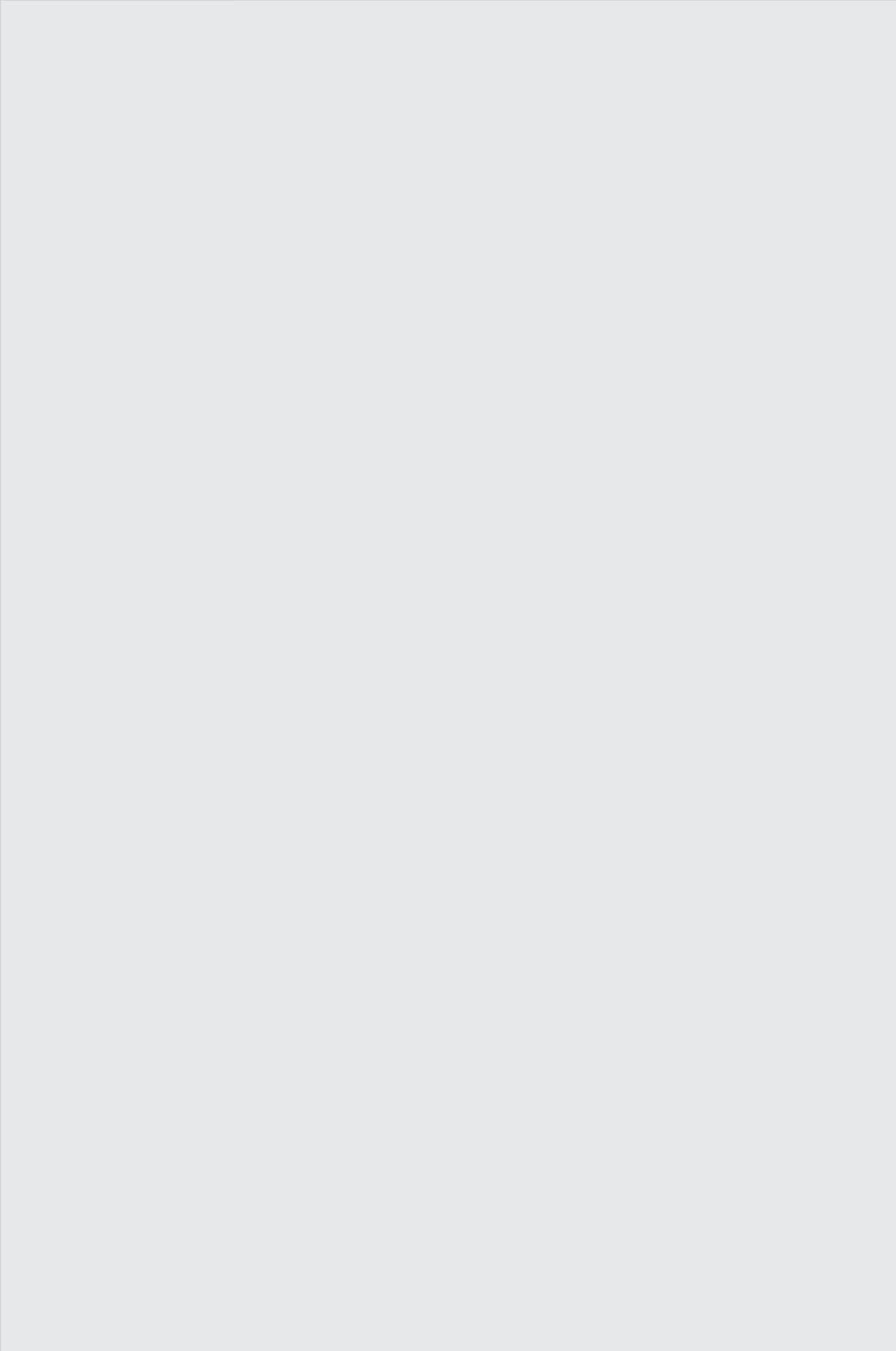
Como se ha puesto de manifiesto en las páginas anteriores, el estudio de la calidad institucional como factor explicativo del desempeño económico de los países ha ido ganando protagonismo con el paso del tiempo. Sin embargo, tanto el debate teórico como el empírico continúan abiertos. En primer lugar, porque no existe consen-



so acerca del concepto instituciones, de los determinantes del cambio institucional ni de las instituciones óptimas. En segundo lugar, porque la relación de causalidad entre calidad institucional y desempeño económico es en cierto modo confusa, pues probablemente ambas variables sean interdependientes. En tercer lugar, porque pese al gran esfuerzo realizado, los indicadores existentes de calidad institucional presentan limitaciones a la hora de medir con precisión su objeto de estudio. No obstante, pese a todo ello, se observan regularidades empíricas entre las que cabe resaltar, por un lado, la fuerte relación que existe entre la calidad institucional y el nivel de renta *per cápita* de un país y, por otro, que en algunos casos aparecen importantes particularidades regionales.

## Bibliografía

- ALONSO, J. A.; GARCIMARTÍN, C. y MAESO, F. (2008): *Desarrollo e instituciones: una Introducción*, Editorial Complutense, Madrid (en prensa).
- AOKI, M. (2001): *Toward a comparative institutional analysis*, Cambridge Mass., MIT Press.
- ARNDT, C. y OMAN, C. (2006): *Uses and Abuses of Governance Indicators*, OECD, Paris.
- BOWLES, S. (2004): *Microeconomics. Behavior, Institutions, and Evolution*, Princeton University Press, New Jersey.
- ELSTER, J. (1989): *Nuts and Bolts for the Social Sciences*, Cambridge, Cambridge University Press.
- GREIF, A. (1994): "Cultural Beliefs and the Organization of Society: A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies", *The Journal of Political Economy*, vol. 102, núm. 5 (October), págs. 912-5.
- HODGSON, G. M. (2004): *The Evolution of Institutional Economics: Agency, Structure, and Darwinism in American. Institutionalism*, London and New York: Routledge.
- HURWICZ, L. (1996): "Institutions as Families of Game-forms", *Japanese Economic Review*, 47: 13-132.
- KAUFMANN, D.; KRAAY, A. y MASTRUZZI, M. (2006): "Governance Matters V: Aggregate and Individual Governance Indicators for 1996-2005", The World Bank. Disponible en [http://siteresources.worldbank.org/INTWBIGOVANTCOR/Resources/1740479-1150402582357/2661829-1158008871017/gov\\_matters\\_5\\_no\\_annex.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTWBIGOVANTCOR/Resources/1740479-1150402582357/2661829-1158008871017/gov_matters_5_no_annex.pdf).
- LAL, D. (1998): *Unintended Consequences: The Impact of Factor Endowments, Culture, and Politics on Long-Run Economic Performance*, Cambridge, Mass., MIT Press.
- LAMBSDORFF, J. G. (2006): "The Methodology of the TI Corruption Perceptions Index 2006" ([http://www.transparency.org/content/download/10854/93146/version/1/file/CPI\\_2006\\_long\\_methodology.pdf](http://www.transparency.org/content/download/10854/93146/version/1/file/CPI_2006_long_methodology.pdf)).
- LIN, J. Y. y NUGENT, J. B. (1995): "Institutions and economic development", en BEHRMAN, J. y SRINIVASAN, T. N. (eds.), *Handbook of Economic Development*, vol. 3, Amsterdam, North-Holland.
- MILES, M. A.; HOLMES, K. R. y O'GRADY, M. A. (2006): "2006 Index of Economic Freedom". The Heritage Foundation and Dow Jones & Company, Inc. Nueva York. Disponible en <http://www.heritage.org/index/downloads/Index2006.pdf>.
- NORTH, D. C. (1990): *Institutions, institutional change and economic performance*, New York, Cambridge University Press.
- NORTH, D. (1993): *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*, México, Fondo de Cultura Económica.
- OSTROM, E. (1990): *Governing the Commons: The Evolution of Institutions for Collective Action*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990.
- PARSONS, T. (1990): "Prolegomena to a Theory of Social Institutions" *American Sociological Review*, 55, págs. 319-39.
- SACHS, J. (2005): *El fin de la pobreza: como conseguirlo en nuestro tiempo*, Editorial Debate, Madrid.
- WILLIAMSON, O. E. (1985): *The Economics Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Nueva York, The Free Press.
- YOUNG, H. P. (1998): *Individual Strategy and Social Structure. An Evolutionary Theory of Institutions*, Princeton University Press.



# Informes de los organismos económicos internacionales

Ricardo Cortes

*Como ya viene siendo habitual, recogemos en este apartado los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que consideramos relevantes para nuestros lectores, emitidos por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen de los más recientes y/o más destacados que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Los resúmenes y comentarios los realiza **Ricardo Cortes**.*

En este número se ofrecen los siguientes:

1. Actualización de las Perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI).
2. Perspectivas para la economía mundial 2008 del Banco Mundial.
3. Riesgos globales 2008 del World Economic Forum.

## **1. Actualización de las Perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional**

El Fondo Monetario Internacional ha decidido actualizar sus "Perspectivas de la economía mundial", que se publican en abril y octubre. Resumimos aquí la actualización del 29 de enero pasado.

Las condiciones de los mercados financieros mundiales siguen deteriorándose por la propagación de la crisis de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo que comenzó el pasado mes de agosto. Aunque las operaciones de los bancos centrales, unidas a rebajas de los tipos de interés, han reducido las tensiones de liquidez en el mer-

cado bancario, las presiones persisten y probablemente las primas de inversión a largo plazo se mantendrán elevadas algún tiempo al reflejar problemas generalizados en el sistema financiero, tales como la valoración de productos complejos, la reducción del crédito, la desconfianza de las contrapartes y las presiones sobre los balances. Los riesgos de crédito y de mercado siguen aumentando y las perspectivas macroeconómicas mundiales son menos favorables. En consecuencia, se prevé una desaceleración mundial. Los mercados emergentes, por el momento, mantienen su capacidad de recuperación, gracias a que el crecimiento subyacente y políticas apropiadas han permitido que sigan entrando fuertes afluencias de capital, aunque las recientes caídas en las cotizaciones de las acciones hacen prever que algunos mercados quizá no puedan evitar el contagio.

La reducción del crédito se ha extendido más allá del sector de hipotecas de alto riesgo, con la consiguiente presión sobre los balances de algunas instituciones financieras. La situación podría empeorar tanto en EE.UU. como en Europa Occidental. Probablemente el endurecimiento de las condiciones del crédito en economías más frágiles se agravará a medida que aumente el paro y se frene la creación de puestos de trabajo.

Los mercados financieros hasta ahora han resistido, pero se enfrentan con retos futuros. El síntoma más claro de la propagación de la crisis es la notable disminución de las emisiones privadas de bonos en los mercados emergentes, sobre todo las del Este de Europa, donde los bancos han recurrido, en buena medida, a la financiación exterior para apoyar el rápido crecimiento del crédito externo. Hasta ahora la financiación del crédito en Europa Oriental mediante bancos extranjeros continúa firme, pero esos fondos podrían disminuir si la situación mundial se deteriora

y se endurecen las condiciones mundiales de financiación. Si bien con excepciones, la mayoría de los mercados emergentes siguen atrayendo inversiones de cartera de modo que sus mercados financieros han resultado menos afectados que en episodios anteriores.

Son necesarias políticas para hacer frente a las tensiones a corto plazo y asegurar la estabilidad financiera a largo plazo. A corto plazo, el objetivo consiste en restablecer la confianza de las contrapartes y la solidez financiera de las instituciones, para aliviar las actuales tensiones de liquidez, permitiendo volver al funcionamiento normal de los mercados interbancarios y la continuación de las actividades de intermediación. Un dato favorable es que las grandes instituciones cuyos balances se han deteriorado están reduciendo sus dividendos y captan capital, en parte procedente de los fondos soberanos de inversión de los países del Medio Oriente exportadores de petróleo, China y Singapur, lo que ha despertado recelos en los gobiernos occidentales ante una posible utilización de los mismos con fines políticos. Los bancos centrales tendrán que seguir gestionando las variables necesidades de liquidez de los mercados monetarios durante el tiempo que sea necesario para garantizar su funcionamiento fluido y reducir al mínimo sus repercusiones sobre la economía real. Es muy importante que los bancos centrales mantengan su flexibilidad para poder adaptarse a las necesidades del mercado mediante la adopción de iniciativas conjuntas, tales como el servicio de subasta de fondos a plazo (*Term Auction Facility*) anunciado el pasado mes de diciembre conjuntamente por la Reserva Federal de EE.UU., el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza.

A largo plazo habría que mejorar los métodos de las entidades calificadoras del riesgo crediticio para que puedan presentar calificaciones diferenciadas, y hacer que las instituciones financieras no reguladas (o poco reguladas) que conceden hipotecas y productos de crédito de consumo similares a los de instituciones reguladas estén sometidas a condiciones y requisitos semejantes a las aplicadas a estas últimas.

El crecimiento mundial se reducirá hasta el 4,1 por 100 en 2008, frente al 4,9 por 100 en 2007. En EE.UU. las previsiones de crecimiento en el último trimestre de 2008 es de un 0,8 frente al 2,6 por 100 en el mismo período de 2007. En la eurozona será de un 1,3 por 100 en dicho período en 2008, frente al 2,6 por 100 registrado en 2007.

Es posible que el crecimiento en 2008 sea todavía menor que el previsto si las actuales turbulencias de los mercados financieros reducen aún más la demanda interna en las economías avanzadas y siguen afectando negativa-

mente a las economías emergentes y en desarrollo. El crecimiento en las economías emergentes que dependan en gran medida de entradas de capital puede verse especialmente afectado, aunque en algunas de ellas el fuerte incremento de su demanda interna puede hacer que su crecimiento sea mayor de lo previsto. La política monetaria se enfrenta con la difícil tarea de equilibrar los riesgos de un aumento de la inflación y de una desaceleración de la actividad económica, aunque una reducción del precio del petróleo podría moderar las presiones inflacionistas. Asimismo, preocupa la persistencia de los actuales desequilibrios mundiales por cuenta corriente.

## 2. Perspectivas para la economía mundial 2008, del Banco Mundial

El Banco Mundial dedica este informe al desarrollo económico de los países pobres y con rentas medias y, en especial, a las condiciones necesarias para mejorar su tecnología, cuyo avance es el determinante clave para conseguir un desarrollo sostenido y eliminar la pobreza. El informe constata que, desde el inicio de los años noventa, el progreso tecnológico de esos países ha sido mayor que el de los países ricos, pero aún así la brecha entre el nivel tecnológico de los países ricos y en desarrollo, aunque se ha reducido, continúa siendo importante. La globalización ha fomentado el progreso tecnológico de los países en desarrollo mediante el aumento de sus importaciones de bienes de consumo de alta tecnología, de bienes capital y de bienes intermedios. También se han beneficiado del aumento de las inversiones directas extranjeras que con frecuencia lleva consigo la aplicación de importantes tecnologías y el conocimiento de mercados extranjeros. Y, por último, la diáspora de científicos y expertos industriales está introduciendo nuevas tecnologías en los países en desarrollo gracias al comercio, a los contactos derivados del mismo y al retorno de miembros de la diáspora a sus países en desarrollo de origen.

Desafortunadamente, la mejora en la capacidad de los países en desarrollo para absorber y utilizar nuevas tecnologías debería aumentar, puesto que sólo si estos países la mejoran podrán disminuir la brecha que los separa de los países ricos. El obstáculo principal para el progreso no es la falta de acceso a las tecnologías, sino deficiencias en los conocimientos técnicos y en la cualificación de la mano de obra nacional que les impide aplicarlas, así como la rigidez de la administración pública que dificulta o hace imposible la creación o la expansión de empresas innovadoras. Además, la mayoría de la población y de las empresas opera en un ambiente de baja tecnología, de modo que, a pesar de tener empresas de

categoría mundial y ciudades muy sofisticadas, países como China e India tienen un nivel medio de desarrollo tecnológico no muy diferente del de otros países similares.

El informe sugiere una serie de medidas para mejorar la difusión y absorción de tecnologías por los países en desarrollo, entre ellas destaca: 1) facilitar la creación de nuevas empresas y mejorar el nivel de conocimientos técnicos de la población para asegurar que podrán aprovechar nuevas oportunidades; 2) mejorar la capacidad de absorción tecnológica a escala regional y reforzar los canales de difusión de nuevas tecnologías y las actividades de investigación y desarrollo; 3) las autoridades deben asegurar la disponibilidad de los servicios tecnológicos y de la infraestructura pública necesarios; 4) los países pobres y de ingresos medios con estudios secundarios y terciarios insuficientes deben concentrar sus esfuerzos en mejorar su calidad, y 5) es posible que sea necesaria la intervención directa de los gobiernos para asegurar la rápida difusión de las tecnologías y de la innovación. Sin embargo, estos deben actuar con prudencia, porque aunque la intervención directa, en ocasiones, ha dado buenos resultados, muchas veces ha sido un fracaso. Generalmente, las políticas exitosas conceden subsidios sólo si las empresas favorecidas progresan satisfactoriamente y se crean sistemas de inspección de buena calidad e independientes de la industria a supervisar.

Este informe recoge las oportunidades de crecimiento de los países en desarrollo después de la crisis de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo de EE.UU. y de sus consecuencias para ese país y para el resto del mundo. Constatada la fuerte caída de las cotizaciones de los títulos obligacionales norteamericanos garantizados mediante paquetes de diferentes hipotecas, *collateralized debt obligations*, CDO, y la consiguiente volatilidad de las bolsas y de los tipos de cambio de las monedas. El Banco Mundial es optimista: Hasta el momento, el impacto en los países en desarrollo ha sido reducido, las primas de riesgo se han incrementado, pero continúan siendo relativamente bajas en un contexto histórico y las entradas de capital extranjero en los países en desarrollo siguen siendo abundantes. El crecimiento de sus PIB se mantiene sólido reflejando una mejora de las variables fundamentales de la economía en muchos de ellos, unos ingresos por exportaciones de productos básicos importantes y un continuado acceso a la financiación internacional a un coste moderadamente alto. El fuerte crecimiento del PIB está compensando en parte la debilidad de la demanda estadounidense que, según las previsiones, continuará débil hasta bien avanzado 2008.

Sin embargo, a pesar de la resistencia a *shocks* de la economía mundial hasta el momento, la situación no está exenta de riesgos. Además, el aumento de la volatilidad

en los mercados bursátiles y de divisas ha provocado que algunos países en desarrollo sean más vulnerables frente a turbulencias financieras, especialmente los que presentan fuertes déficit por cuenta corriente, tienen tipos de cambio fijos respecto a una moneda clave como el dólar o el euro y un sector bancario muy endeudado en los mercados internacionales.

En general, los países en desarrollo no se han visto muy afectados por la desaceleración de la economía estadounidense en 2007, que se estima continuará en 2008 y se recuperará en el transcurso de 2009, previsiblemente.

El crecimiento del PIB en los países en desarrollo, fuerte en 2006 (un 7,5 por 100), aumentó sólo un 0,5 por 100 en 2007. A pesar de la desaceleración de las importaciones de EE.UU. se prevé que el gasto de los países exportadores de petróleo y la expansión de China e India permitirán que el crecimiento en los países en desarrollo aumente hasta un 7 por 100 en 2008 y 2009.

La inflación en los países en desarrollo se ha mantenido muy moderada en los últimos cuatro años a pesar del fuerte crecimiento de la economía mundial. Muchos de ellos han podido contenerla endureciendo sus políticas monetarias y fiscales. En general, la fuerte subida del precio de los productos básicos sólo ha tenido un impacto directo en la inflación con un impacto indirecto (subida de salarios para compensar la inflación) hasta ahora limitado, que se espera continúe siéndolo durante 2008. Además la creciente integración de los países en desarrollo en los mercados mundiales y el aumento de su participación en el comercio mundial han contribuido a moderar la inflación al aumentar la competencia internacional. Sin embargo, en algunos de ellos la inflación sigue siendo un peligro. Así, en varios países exportadores de petróleo, los enormes ingresos por exportación están avivando la inflación. En China, los esfuerzos del gobierno para moderar el crecimiento puede que fracasen en su intento de eliminar la reciente aceleración de la inflación.

Las turbulencias financieras de mediados de 2007, desencadenadas como consecuencia de la crisis de las hipotecas *subprime* en EE.UU. han demostrado cómo unos ajustes rápidos y profundos de los mercados financieros pueden dañar la economía. Puesto que el comportamiento de los agentes en los mercados financieros es muy difícil de prever y la titulización ha hecho muy difícil identificar en quién y en qué medida descansa, en última instancia, el riesgo de impago, no se puede descartar totalmente la posibilidad de que se produzca la quiebra de un sistema o institución clave. Además, la probabilidad de que surjan problemas financieros aumentaría rápidamente si los precios de las viviendas familiares en EE.UU.

se desplomaran abruptamente, un evento que podría provocar una recesión de la economía estadounidense. Esta circunstancia, y la probable reacción de la política monetaria estadounidense subiendo los tipos de interés, podría acelerar la caída del dólar, con el consiguiente efecto desestabilizador en los mercados mundiales.

Hasta el momento, la solidez económica de algunos países en desarrollo, en especial China, ha contribuido a mitigar la desaceleración de la economía estadounidense, pero si esta sufre un *shock* grave será muy difícil evitar efectos negativos importantes en los mercados emergentes, lo que, a su vez, agravaría la pérdida de dinamismo de la economía de EE.UU. Un endurecimiento de las condiciones financieras podría causar una restricción temporal del crédito que tendría consecuencias negativas en la inversión y el crecimiento de los países de renta media. Los de renta baja también se verían afectados por la reducción de la demanda de productos básicos y la relación real de intercambio de su comercio exterior. Incluso si las turbulencias financieras se suavizan, algunos países en desarrollo continuarán siendo más vulnerables a las presiones financieras causadas por la incertidumbre y la volatilidad de los mercados de divisas.

Las turbulencias financieras sufridas en la segunda mitad de 2007 obedecieron a la interacción de varios factores. Un prolongado período de abundante liquidez y bajos tipos de interés en todo el mundo provocaron una búsqueda de mayores beneficios por parte de los inversores que decidieron asumir más riesgo, apoyados por un crecimiento global sólido y unas condiciones financieras favorables, lo que acabó produciendo cuatro años de expansión en el ciclo crediticio global. El rápido crecimiento del mercado de productos financieros estructurados, en especial los títulos obligaciones respaldados por paquetes de hipotecas, los llamados *collateralized debt obligations* (CDO), en la mayoría de los grandes centros financieros facilitaron la concesión de crédito y el endeudamiento. Los diferenciales disminuyeron hasta niveles históricos y las cotizaciones de las acciones se incrementaron rápidamente en muchos países emergentes durante la primera mitad de 2007. Así, el riesgo se subestimó enormemente en los sectores menos fiables del mercado, en especial en el de las hipotecas *subprime*. En consecuencia, el valor de los títulos garantizados por activos financieros se sobreestimó. La corrección de estos excesos comenzó a finales de julio bruscamente. Asimismo, los impagos en las hipotecas *subprime* aumentaron provocando caídas en las bolsas y volatilidad en los tipos de cambio de las monedas. Las condiciones crediticias para las empresas se endurecieron y los rendimientos de los bonos públicos disminuyeron notablemente originando una "huída hacia la calidad". Aunque las turbulencias han afectado a los mercados emergentes,

de momento su impacto negativo ha sido limitado. La "huída hacia activos de calidad" y la necesidad de cubrir pérdidas en el mercado hipotecario de alto riesgo han provocado la venta de activos financieros de elevado rendimiento, tanto en los mercados maduros como en los emergentes.

Los flujos brutos de capital hacia los países en desarrollo crecieron ostensiblemente durante 2007 hasta que comenzaron las turbulencias. Desde entonces, las empresas de esos países, que emitieron el 80 por 100 del total de obligaciones en 2007, se enfrentan con unas condiciones crediticias más rigurosas.

Tras cuatro años de sólido crecimiento del PIB y del comercio mundial, encarecimiento del precio de los productos básicos, márgenes limitados en los mercados de obligaciones, variación gradual de los tipos de interés y tipos de cambio relativamente estables, al empezar las turbulencias financieras la volatilidad ha aumentado en los mercados internacionales. Las condiciones en los mercados financieros globales, que eran excepcionalmente favorables, han pasado a ser menos estables y predecibles. Se necesitarán más reservas y otros fondos de regulación que en los últimos años para absorber *shocks* inesperados. Las autoridades deben estar preparadas para hacer frente tanto a una posible desaceleración de la economía como a un crecimiento de la misma por encima de su potencial, y también para reaccionar en el caso de una abrupta depreciación de sus monedas, o ante la posibilidad de que estas se aprecien a causa de nuevas afluencias de flujos financieros. Por otra parte, es posible que nuevas subidas en el precio de los productos básicos anulen las ganancias registradas en la pasada década.

A pesar del aumento de la volatilidad, probablemente el crecimiento agregado de los países en desarrollo seguirá siendo firme, sobre todo gracias al fuerte impulso de su demanda interna. El desarrollo económico en muchos de ellos fue especialmente intenso en la primera mitad de 2007, pero se moderará en 2008 porque el coste real del capital seguirá siendo alto para las instituciones financieras, las empresas y las familias. Una demanda interna débil provocará que el crecimiento del PIB estadounidense sea inferior al 2 por 100 en 2008, y el de Europa y Japón seguirá desacelerándose como consecuencia de la apreciación de sus monedas. La demanda de importaciones por parte de la OCDE disminuirá desde el 6,8 por 100 en 2007 hasta el 5,4 por 100 en 2008, con el consiguiente impacto negativo en las exportaciones de los países en desarrollo. Se prevé que la economía de la OCDE se recupere durante 2009 a medida que se restaure la estabilidad en los mercados financieros, lo que ayudará a mejorar la confianza de los consumidores y las empresas y se recupere la construcción de viviendas.

El Banco Mundial es optimista respecto a la repercusión de las actuales turbulencias financieras en las economías de Extremo Oriente. Según el informe, sus efectos serán mínimos en la mayoría de esos países, porque "salvo en China, la exposición directa de las instituciones financieras de la región a los valores garantizados mediante paquetes de hipotecas de EE.UU., muchas de ellas de alto riesgo, es limitada". Además, las economías de la región están entrando en el actual período de turbulencias desde una posición relativamente fuerte, con datos económicos sólidos, con tendencia a alcanzar superávit por cuenta corriente y reservas extranjeras en rápido crecimiento. Ahora bien, algunas de esas economías se han beneficiado del interés de los inversores extranjeros en los llamados *carry trade*. Así pues, si las condiciones en los mercados consolidados se deterioran hasta el punto en que los inversores desplazarán sus activos de mayor riesgo a otros más seguros desaparece el interés por los *carry trades* con la consiguiente caída de los mercados bursátiles de los países afectados y la rápida depreciación de sus monedas.

Al realizar sus pronósticos, los expertos del Banco Mundial asumen que la recesión en el mercado inmobiliario de EE.UU. no va a afectar demasiado al resto de la demanda interna, ya que será en parte compensada por un fuerte crecimiento de las exportaciones. Es decir, implícitamente asume que el dólar se depreciará. Asume también que las pérdidas en las CDO están muy distribuidas entre los inversores, y que las intervenciones del Federal Reserve, del Banco Central Europeo y de otras instituciones similares podrán restaurar la calma en los mercados financieros. No obstante, el coste efectivo del capital probablemente subirá en EE.UU., con unas condiciones financieras más rigurosas para empresas y familias. En el resto del mundo, las condiciones financieras serán más moderadas. Asimismo, continuará la debilidad en el mercado inmobiliario de EE.UU., pero se espera que la contracción del mismo acabe a mediados de 2008. Sin embargo, si se producen nuevas y fuertes pérdidas en los mercados financieros, concentradas en los grandes bancos comerciales o de inversión, las condiciones financieras globales se endurecerían mucho más, aumentando las pérdidas en CDOs, lo que podría desencadenar una espiral descendente en los mercados financieros y en la economía real, que requeriría una suavización fuerte de la política monetaria.

En dichas circunstancias, se produciría una contracción del PIB norteamericano que situaría su crecimiento en 2008 en un 1 por 100, es decir, la mitad de lo establecido. Los mercados de capital de los países ricos caerían fuertemente y el coste efectivo del capital podría aumentar 2 puntos en 2008. Ese agotamiento del crédito produciría un fuerte descenso en la inversión empresarial norteamericana, una reducción en el nivel de empleo,

menos consumo y un período prolongado de disminución de precios al consumidor. La debilidad de la economía norteamericana se contagiaría al resto del mundo debido a un descenso en las importaciones de EE.UU. y a una caída sustancial del dólar, impulsada por una suavización agresiva de la política monetaria. El contagio podría agravarse por una desaparición del *carry trade* y por un menor deseo de comprar activos norteamericanos por parte de los inversores internacionales, al debilitarse el crecimiento de EE.UU. y aumentar el riesgo de las inversiones en instituciones de ese país.

En muchos países de renta media, la debilidad de las economías de la OCDE causaría un endurecimiento de las condiciones crediticias que reduciría la inversión y el crecimiento. Los países de renta media con fuertes déficit por cuenta corriente y monedas con cotización fija respecto al euro se verían especialmente afectados. Por otra parte, las repercusiones en los países pobres podrán ser considerables, ya que una menor demanda mundial de productos básicos podría empeorar su relación real de intercambio haciendo que su crecimiento fuese 0,6 puntos menor que el estimado.

### 3. Riesgos globales 2008, del World Economic Forum

El World Economic Forum que organiza las reuniones anuales de prestigiosos economistas, políticos y académicos en Davos (Suiza) publica también periódicamente informes sobre cuestiones de máxima actualidad en materia de política, economía y cultura mundiales. El último, publicado el pasado mes de enero, trata de identificar los riesgos que afectan a la economía mundial. La primera cuestión es cómo hacer frente a las consecuencias de la crisis de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo en EE.UU., a la escasez del crédito consiguiente y a su repercusión en la economía mundial. Otros riesgos graves se derivan, según el informe, de la tensión entre EE.UU. e Irán, de la guerra en Irak y Afganistán, del cambio climático y de las consecuencias de la globalización. No obstante, en este resumen sólo se tratará de la primera cuestión.

En los últimos veinte años se ha producido una revolución en los mercados financieros mundiales causada por la desregulación, las grandes innovaciones financieras, la integración financiera global y la creciente importancia del sector financiero en la economía.

La desregulación ha transformado profundamente los mercados financieros de las economías avanzadas al suprimir barreras a la entrada, reducir diferencias artificiales

entre tipos de entidades financieras, aumentar la competencia transfronteriza, fomentar la aparición de grandes y complejas instituciones financieras y las innovaciones financieras. Estas últimas han producido una explosión de los productos derivados y estructurados, permitiendo así una asignación más eficiente de recursos financieros. Algunos creen que eso ha reforzado el sistema financiero global al distribuir mejor el riesgo, pero esos nuevos productos pueden hacer más difícil evaluarlo, identificar al agente que en realidad lo soporta y juzgar si puede hacer frente al mismo. La calificación de nuevos tipos de activos financieros ha otorgado a las agencias calificadoras una importancia crucial en los mercados globales. Además, puede ocurrir que las autoridades reguladoras no sean capaces de evaluar los riesgos consiguientes en los mercados globales.

La aparición de *hedge funds* (fondos de inversión de alto riesgo), *private equity* (fondos de propiedad privada) y *sovereign wealth funds* (fondos soberanos) han cambiado el equilibrio del sistema financiero global. En ocasiones, los *hedge funds* están muy apalancados y, por lo tanto, sometidos a mayores riesgos, realizan inversiones menos duraderas que las de los inversores corrientes y operan sin publicidad y con escasa supervisión. Las *private equity*, aunque con frecuencia invierten a más largo plazo, carecen de supervisión eficaz y, a veces están muy apalancadas. Los *sovereign wealth funds*, hoy muy importantes debido a las enormes reservas de los países exportadores de petróleo, tampoco están sometidos a supervisión suficiente, y preocupan a los expertos porque pueden actuar por motivos políticos en lugar de económicos y realizar grandes movimientos de capital potencialmente desestabilizadores.

Las diferencias entre los tipos de instituciones financieras se están difuminando aumentando las transferencias de riesgo entre ellas. Los bancos están suministrando capital para cubrir riesgos de seguro y los reaseguradores están utilizando valores ligados a seguros para transferir esos riesgos a los mercados de capital. La creciente importancia de los intermediarios de mercado puede haber aumentado la oferta de productos financieros estructurados a los inversores. Pero no todos los intermediarios están sujetos a reglas del capital mínimo según el riesgo y a una supervisión suficiente. El modelo "originación y distribución" de títulos valores emitidos por los bancos puede que haya rebajado la fiabilidad de aquellos, mientras que la creciente importancia de las agencias de calificación crediticia —que tienen un papel decisivo en la estimación de los riesgos, pero que no los soportan— puede suponer retos similares respecto a incentivos.

El mercado mundial de divisas se está haciendo multipolar. Aunque el dólar sigue siendo la divisa global de reserva y probablemente lo seguirá siendo bastante tiempo,

la fortaleza del euro y la creciente importancia de las monedas de los países emergentes acabará debilitando al dólar como moneda de reserva, con consecuencias en la gestión global de las reservas de los bancos centrales y en las cotizaciones de las monedas.

Estos cambios han tenido las siguientes implicaciones:

1ª) La asunción de los riesgos se ha hecho más descentralizada. El crecimiento de la titulización ha permitido una mayor diversificación y distribución del riesgo. Por ello se recomienda adoptar un nuevo enfoque del modelo de riesgo sistémico basado en el mercado, en el que las crisis financieras se manifiestan en los mercados más que en las instituciones, aunque por supuesto estas deben seguir estando supervisadas.

2ª) La transmisión de riesgo se ha hecho más importante: el aumento de las interconexiones ha multiplicado los puntos de posibles problemas y aumentado la importancia de las conexiones sistémicas. La dinámica del comportamiento de los agentes es esencial. Un ejemplo de la importancia de la transmisión del riesgo es el *carry trade* en el que se da la posibilidad de cambios abruptos de sentido de grandes flujos de capital que pueden causar crisis sistémicas.

3ª) La gestión del riesgo es fundamental: la complejidad del sistema ha puesto de relieve la necesidad de una gestión eficaz del riesgo en la empresa, mejorando la misma. En el ámbito nacional e internacional prestando más atención a la coordinación financiera y política.

En su conjunto, estos cambios han aumentado la capacidad del sistema financiero para asumir y distribuir riesgos, haciéndolo así más estable. Pero, como muestran experiencias recientes, esto es cierto sólo en condiciones "normales" del mercado. A este respecto, algunos analistas estiman que el sistema financiero puede que sea más procíclico si la creciente dispersión del riesgo no va unida a una mejor comprensión de los factores que rigen la segmentación y diversificación del mismo.

De esta forma, el sistema financiero se ha hecho más estable y eficiente en circunstancias normales, pero al mismo tiempo más vulnerable en épocas de turbulencias. La creciente importancia del sector financiero en la economía global ha provocado que el impacto de la inestabilidad financiera en la economía real también haya aumentado. Las recientes turbulencias en los mercados financieros han puesto de manifiesto que:

1º) La escasez de liquidez consiguiente y la fuerte caída en el precio de los activos indican que muchos de los modelos de riesgo existentes son inadecuados y no re-

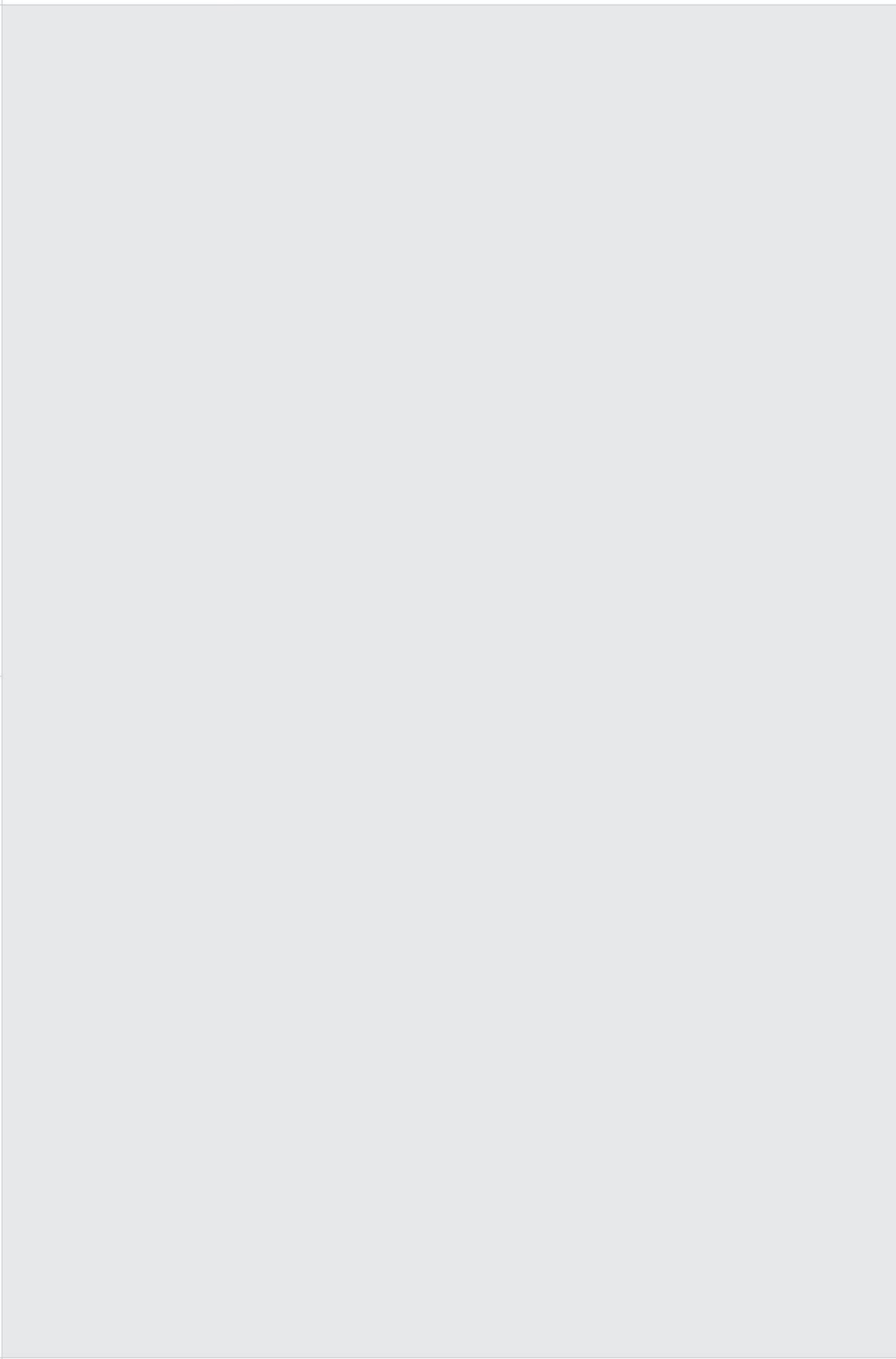
flejan suficientemente la dinámica, complejidad y naturaleza impredecible de las crisis financieras. Falta mucho aún por aprender sobre la distribución subyacente de riesgos, en especial los situados en los extremos de la curva de distribución de la probabilidad. Es, pues, urgente un nuevo enfoque del problema para desarrollar nuevos modelos más ajustados a la realidad.

2º) La opinión generalizada enfatiza los dos componentes del riesgo: probabilidad y gravedad. En consecuencia, el tratamiento y calificación de los riesgos debe prestar atención tanto a la prevención (reducir la probabilidad de que se produzca) como a su mitigación (disminuir su impacto negativo).

3º) Los cambios en los mercados financieros, aunque han sido en general beneficiosos, han creado nuevos riesgos imprevistos que los hacen más vulnerables a *shocks* exógenos, como los geopolíticos, y a factores externos, como las burbujas especulativas. Muchos de los nuevos riesgos son impredecibles, lo que hace imposible su prevención y mitigación.

4º) Puede que no tenga sentido tratar de eliminar riesgos que, en el fondo, suponen nuevas oportunidades, aunque también creen nuevos peligros. Quizás sea más efectivo aumentar la flexibilidad y la resistencia del sistema financiero mejorando los indicadores de futuro, incrementar su capacidad para soportar turbulencias, comprendiendo mejor los eventos situados en los extremos de la curva de probabilidad, y exigiendo una mejor planificación sobre qué hacer frente a posibles contingencias.

5º) Las estrategias para hacer frente a riesgos financieros sistémicos deben reflejar la transformación del sistema financiero global hacia un modelo basado en el mercado. Queda mucho por hacer respecto a como aumentar la colaboración entre el sector público y el privado para evaluar las posibles crisis, gestionar la liquidez y prevenir y calificar los riesgos. Un ejemplo de esa colaboración ha sido la creación del Grupo de Gestión del Riesgo de la Contraparte (*Counterpart Risk Management Policy Group*) tras el colapso de *Long-Term Capital Management* que ha contribuido a disminuir los riesgos causados por el apalancamiento de los *hedge funds*.



# Resumen de Prensa

Ramon Boixareu

## La Información Económica en la Prensa Internacional Sumario

<i>The economy and the US election</i>	94
Notas para una crisis	95
¿Recesión ya en diciembre?	95
Schengen 24	95
El sobrepaso	96
Temores por el curso de la economía del Reino Unido	96
Previsiones de crecimiento según <i>The Economist</i>	96
¡Viva el viejo continente!	96
España-Italia	97
La recesión está ahí	97
Deslizamiento del dólar y la libra	98
Recesión probable, dice Greenspan	98
La caída de la libra y el euro	98
Atmósfera expansiva en Europa a pesar del <i>gloom</i> global	98
¿Blair presidente de Europa?	98
Cómo activar el crecimiento en Francia	99
Golpe de desconfianza	99
Sobre la clasificación de la <i>London Business School</i>	100
La temida recesión de Estados Unidos castiga duramente a las bolsas de Europa y Asia	100
<i>The US Economy is Fine</i>	100
El "estado de la Unión" que pudo haber sido	101
<i>La meilleure banque du monde</i>	101
La perversidad de las primas	101
<i>EE.UU.: Economy, down; think tanks, up</i>	102
USA: Los nuevos recortes de los tipos tratan de contener la recesión	102
Después de accionar los tipos, restáurense las regulaciones	102

El aumento de la inflación en la zona euro	103
La economía del Kremlin	103
La zona euro, desarmada frente a la desaceleración	103
Los dirigentes europeos, unidos frente a la crisis	104
<i>BNP Paribas et la Générale</i>	104
Reservas exteriores	105
China preocupada por Rio Tinto	105
Trichet ante la crisis	105
Barack Obama, nuevo Kennedy	106
3,1 billones de dólares	106
El desastroso presupuesto de un presidente lisiado ( <i>lame-duck</i> )	107
<i>L'Europe sans gloire</i>	107
Problemas para el mayor centro financiero del mundo	108
<i>Spain's sprint slows</i>	108
Europa del Este: los últimos vestigios comunistas	108
Europa: los nubarrones abren la puerta a posibles reducciones de tipos	109
Las barbas del vecino	109
El solo económico norteamericano irrita a los europeos	109
Europa, enferma del virus norteamericano	110
Las pérdidas siguen sumando	110
La pregunta de los 280 m. m. de dólares	110
¿Qué significa la recuperación presente del dólar?	111
¿Un euro sin brillo?	111
Ben Bernanke al habla	111
El informe sobre ayuda al desarrollo	112

### ***The economy and the US election***

(*Financial Times* de 11/2. Editorial)

La débil economía ha sido la principal preocupación de los votantes norteamericanos desde hace varios meses. Aún así, el debate sobre cómo mejorar la situación todavía no ha sido todo lo resolutivo que debería. Con los candidatos aún sin decidir, lo único que se sabe es que uno será demócrata y otro republicano. Entre los partidos, el desacuerdo es menor por lo que se refiere a la economía. Cuando llegue el momento de la elección final, entre el partido de más gastos, de mayores impuestos y de más regulación, por un lado, o el partido de los menores impuestos, recortes del gasto y desregulación, por otro, la economía ocupará el lugar preeminente. Cuando esto ocurra, tanto la economía influirá en la campaña como ésta se verá influida por la economía.

Con la aprobación de la ley del estímulo fiscal, el espíritu de la política económica bipartidista ha tocado a su fin. La medida, aunque mejor que nada, resultó abortada (*botched*), toda vez que sus partes más eficaces sobre los costes (tales como una

ampliación de las ayudas al paro) quedaron fuera de la ley ante la insistencia republicana. Los recientes recortes del tipo de interés por parte de la Reserva Federal ayudarán, pero la contracción del crédito todavía parece empeorar en Estados Unidos. Los menores tipos podrían resultar menos eficaces de lo que ha pensado el banco central. Si la crisis se convierte en una recesión, o si está ya presente, y si amenaza con durar más que las precedentes recientes, los desacuerdos entre los partidos serán mucho más profundos y mayores las consecuencias que se deriven de esa situación.

Sin embargo, cual de los partidos puede verse beneficiado por la crisis es cosa menos clara de lo que el lector podría pensar. Por supuesto, la crisis deja en entredicho la pretensión de la actual administración según la cual esta ha promovido el crecimiento y el espíritu de empresa. Esto no ayudaría a John McCain, el presumible candidato republicano, quien se ha comprometido a mantener unos impuestos bajos y a hacer permanentes las reducciones fiscales llevadas a cabo por George W. Bush (que deben expirar en 2010). Pero las exuberantes promesas de los demócratas de poner fin a tales reducciones y de poner en marcha

una serie de programas de gastos pueden asustar a un electorado temeroso de perder el empleo. Unos mayores impuestos sobre el capital no son un remedio obvio para salir de una recesión profunda o para estimular un mercado de valores maltrecho.

No ayuda nada, en absoluto, a la causa republicana el hecho de que McCain hacía bromas hace poco diciendo que no sabía nada de economía. Ahora ha rectificado. Los demócratas, especialmente Hillary Clinton, dicen que saben mucha; tal vez demasiada para su bien. Incluso en su presente posición *anti-trade* y *anti-business*, los norteamericanos sospechan de los políticos que proponen acabar con el mercado y dirigir la economía desde Washington.

Lo que vaya a votar la economía sigue estando por ver.

### Notas para una crisis

(Pierre-Antoine Delhommais, en *Le Monde* de 14/12)

Lo nunca visto desde los atentados del 11 de septiembre de 2001. Los bancos centrales de los mayores países industriales han puesto en marcha, el miércoles 12 de diciembre, una vasta operación concentrada en los mercados de créditos para intentar apaciguar las crecientes tensiones nacidas de la crisis de las subprimas. La Reserva Federal norteamericana, el Banco Central Europeo, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Inglaterra y el Banco del Canadá han anunciado una serie de medidas técnicas destinadas a ofrecer liquideces —dinero fresco— a un sistema bancario al borde de la asfixia.

El carácter excepcional de esta operación refleja la agravación reciente de la situación, cinco meses después del comienzo de la crisis de los créditos hipotecarios arriesgados norteamericano. Al principio, el coste de esta última había sido evaluado a un centenar de miles de millones de dólares. Hoy, la crisis de las subprimas adquiere el aspecto de un pozo sin fondo.

En efecto, si la crisis no había afectado inicialmente más que a pequeños establecimientos financieros especializados en la distribución de créditos inmobiliarios concedidos a familias modestas, el dolor afecta ya a los mayores bancos del planeta. En el curso de las últimas semanas los presidentes de dos de las mayores instituciones del mundo financiero norteamericano, Merrill Lynch y Citibank, se han visto obligados a dimitir ante la magnitud de las pérdidas registradas. En Inglaterra, la crisis de la Northern Rock ha provocado un movimiento de pánico de los clientes como no se había visto desde los años 1930.

El martes, el gigante suizo UBS anunció depreciaciones de activos suplementarios de 10 m. m. de dólares, y ha tenido que acudir urgentemente a un fondo de Estado de Singapur como medida de auxilio. Incluso los bancos franceses, de los cuales se había dicho desde tiempos atrás que estaban al abrigo gracias a la eficacia de los sistemas de control, se han visto afectados. Es el caso de Natixis y, según se ha sabido el fin de semana, de la Société Générale.

En una especie de efecto mariposa, la crisis de la subprimas afecta a todas las finanzas mundiales: varias pequeñas poblaciones noruegas próximas al círculo polar se encuentran en bancarota por haber invertido en productos hipotecarios norteamericanos.

De forma milagrosa, este choque bancario y financiero de considerables proporciones —el más importante después de la crisis asiática de hace diez años— apenas se manifiesta, por el momento, en la economía real. El crecimiento norteamericano del tercer trimestre se ha acercado al 5 por 100. Sin embargo, los economistas son cada día más numerosos en predecir lo peor, esto es, una recesión.

### ¿Recesión ya en diciembre?

(Martin Feldstein, en *Herald Tribune* de 17/12)<sup>1</sup>

Aunque mucha gente considera que un crecimiento negativo durante dos trimestres seguidos supone la existencia de una recesión, la designación oficial de la presencia de ésta sólo tiene lugar cuando lo declara el correspondiente comité de mi presidencia, el National Bureau of Economic Research.

Ese Bureau define una recesión como un significativo descenso de la actividad económica a lo largo de varios meses. Y dado que las cifras correspondientes a diciembre no se conocerán más que entrado el año nuevo, hasta entonces no podremos confirmar, eventualmente, si se ha producido dicha recesión.

Mi juicio es que cuando, ya en 2008, contemplemos este mes de diciembre, llegaremos a la conclusión de que no existe recesión ahora.

No hay duda, con todo, que la situación de la economía empeora, y de que existe un auténtico riesgo de recesión en 2008. Que eso sea una realidad dependerá de una variedad de fuerzas, entre las que figuran la política monetaria y un posible estímulo fiscal.

### Shengen 24

(*Financial Times* de 21/12. Editorial)

La libertad de tránsito para las personas ha sido uno de los grandes favores recibidos por un gran número de ciudadanos de la Unión Europea desde el establecimiento de la zona Schengen en 1995. Hoy, nueve nuevos países se unirán a los quince ya participantes, haciendo de los movimientos sin necesidad de pasaporte una realidad de Estonia a Portugal y de Grecia a Dinamarca.

Se trata de un acontecimiento relevante que constituye un buen reflejo del sentido de la integración europea. A partir de hoy, sólo el Reino Unido e Irlanda, más Chipre, Bulgaria y Rumania,

<sup>1</sup> MARTIN FELDSTEIN es profesor de economía en Harvard y presidente del National Bureau of Economic Research.

entre los países de más reciente acceso a la UE, quedarán fuera de Schengen. No se puede decir que esa realidad se haya conseguido sin costes.

La supresión de los obstáculos al libre tránsito interfronterizo significa la existencia de una política de visados común, la presencia de una policía más eficaz, una mayor cooperación en materia policial y judicial y la presencia de abundantes guardas fronterizos, en especial a lo largo de las fronteras con Bielorrusia, Ucrania y Rusia en el este europeo.

[...]

La ampliación de la zona Schengen requerirá lo mejor de los servicios de vigilancia, en especial en algunos lugares específicos de los límites fronterizos, y aumentará las presiones para que esa sea una realidad. Y por lo que se refiere al Reino Unido y a Irlanda, específicamente, deberán pensar detenidamente en los costes de permanecer fuera de la zona. Sus fronteras en forma de islas son cada día más permeables a la moderna inmigración.

### El sobrepaso

(*Financial Times* de 5-6/1. Editorial)

Para los españoles son estadísticas, pero para los italianos no son más que malditas mentiras. Según Eurostat, la oficina de estadísticas de la Comisión Europea, el español medio es ya más rico que el italiano medio.

Italia, que en 1987 declaró que su economía era un 15 por 100 mayor que un cálculo anterior y que en un *sorpasso* había superado a la de Gran Bretaña, está ahora recibiendo la indignación al ser superado por el *sobrepaso* español.

Romano Prodi, el primer ministro italiano quien no hace mucho fue presidente de la Comisión Europea, ahora señala en cambio a las estadísticas del Fondo Monetario Internacional. Pero resulta que el FMI y Eurostat utilizan las mismas bases para sus cálculos, y es probable que el Fondo sitúe también a España en un lugar preferente.

Estas cifras sobre "paridad del poder de compra" son, desde luego, imperfectas. El más famoso ejemplo de cálculo de la paridad del poder de compra es el *Big Mac Index* de *The Economist*, que proporciona una visión general del precio de dos hamburguesas. Puesto que ni los españoles ni los italianos viven sólo de hamburguesas, los estadísticos deben consultar el coste de lo que realmente compran en diferentes lugares. Eurostat no conoce realmente el tipo de cambio correcto del chorizo respecto al salami ni del Rioja respecto al Barolo, como tampoco lo conocen otras personas.

[...]

Si lo que queremos es enfrentarnos en un juego competitivo de suma cero caeremos en la cuenta de que fue justamente para eso para lo que el fútbol fue inventado.

### Temores por el curso de la economía del Reino Unido

(Chris Giles y otros, en *Financial Times* de 10/1)

La libra esterlina registró el cambio más bajo de los últimos once años frente a una cesta de divisas europeas ayer tras las inesperadamente modestas ventas al consumo de estos días, todo lo cual condujo a un incremento de los temores por la evolución de la economía del Reino Unido.

El débil informe de la firma distribuidora Marks & Spencer, recibido con anterioridad al anuncio del nuevo tipo de cambio por el Banco de Inglaterra, no hizo más que contribuir a la ola de pesimismo generalizado.

Por su parte, el FTSE 100 cayó un 1,3 por 100, uniéndose a las malas noticias, habiendo habido acciones que vieron cómo sus cotizaciones alcanzaban las más bajas cotizaciones de los últimos veinte años.

Las acciones de las compañías aéreas se vieron también seriamente afectadas, algunas por segundo o tercer día consecutivo.

El primer ejecutivo de M & S se unió al coro de los directivos de empresas que pidieron una reducción de los tipos de interés: "Nos encontramos en la peor situación de los últimos diez años".

[...]

### Previsiones de crecimiento según *The Economist*

El grupo de pronosticadores de *The Economist* prevé los porcentajes de crecimiento (PIB) siguientes para los países o grupos de países que se indican:

	2008	2009
España	2,4	2,4
Francia	1,7	1,9
Alemania	1,8	2,0
Zona Euro	1,8	1,9
Estados Unidos	1,6	2,5

Fuente: *The Economist*. 9/2.

### ¡Viva el viejo continente!

(Paul Krugman, en *The New York Times* y *Herald Tribune* de 12-13/1)

Me gustaría hoy hablar de un viejo y frecuentemente poco valorado continente que reaparece por sus fueros ante el nuevo continente norteamericano.

No. No pienso hablar de economía. De una economía que muchos norteamericanos consideran gastada y sin fuerzas, pero que últimamente ha dado muestras de sorprendente vitalidad.

¿Por qué debería Norteamérica preguntarse por la economía europea? Como mínimo, porque se trata de una economía grande, comparable a la de Estados Unidos. El PIB de la Unión Europea es comparable al de Norteamérica.

Pero también es importante porque los supuestos males de la economía europea representan un importante papel en el discurso político de Norteamérica, normalmente para las inseguridades y las injusticias de la sociedad USA.

Por ejemplo, ¿tiene Hillary Clinton un plan para cubrir a los millones de norteamericanos que carecen de un seguro de enfermedad? “Hillary se inspira en las burocracias europeas”, murmura un candidato republicano.

O bien, ¿están los altos ejecutivos norteamericanos excesivamente pagados? Según un informe *The New York Times*, M. J., profesor de la Harvard School of Business cuyas teorías han servido para justificar sueldos gigantescos considera correctos los sueldos pagados por una economía norteamericana que estima que ha superado a Japón y a Europa en crecimiento y en prosperidad.

Pero estos eran otros tiempos. Sobre todo desde el año 2000.

[...]

### **España-Italia**

(*Financial Times* de 14/1. Editorial)

José Luís Rodríguez Zapatero, el primer ministro de España, sostiene que su país es más rico que Italia. El nuevo objetivo nacional es ahora alcanzar a Francia. Pero Zapatero podría lamentar palabras que resultaran excesivas. Después de tres décadas de progreso, durante las cuales ha sido la estrella del firmamento europeo, España podría verse en la necesidad de sufrir las consecuencias de una contracción crediticia y de una crisis inmobiliaria.

Sólo en el último septiembre, las perspectivas económicas eran muy distintas. El gobierno socialista celebraba con razón las circunstancias favorables de la coyuntura, y el país salía sin mayores problemas de unos tiempos de exuberancia. Un crecimiento para el tercer trimestre del 3,5 por 100 se situaba todavía por encima de la media tendencial a largo plazo.

Pero llegó la contracción crediticia. Con un déficit de la balanza corriente de magnitudes planetarias en términos nominales y unos elevados niveles de deuda inmobiliaria, se hace difícil ver cómo España puede evitar una seria corrección.

En esas circunstancias no puede sorprender que la campaña política electoral se haya envenenado. En su defensa, Zapatero puede subrayar el superávit fiscal que su administración ha conse-

guido. Esto crea espacio para limitados recortes fiscales. Pero sus argumentos pueden parecer débiles. Ahora bien, contrariamente a lo que ha hecho Francia. España no ha puesto en marcha las reformas estructurales necesarias para asegurar una prosperidad a largo plazo.

Zapatero pretende que dichas reformas no son necesarias. Ahora bien, si es reelegido debería pensárselo de nuevo.

[...]

Sin duda existen reformas pendientes si se han de consolidar los éxitos alcanzados y se quiere que España siga figurando como uno de los países europeos que marcan el camino hacia delante.

### **La recesión está ahí**

(Peter Goodman and Fluid Norris,  
en *Herald Tribune* de 14/1)

Muchos economistas señalan que es ya demasiado tarde para desviar el curso de lo que parece va a ser una recesión.

“La cuestión no es si habrá recesión, sino cuán profunda y larga será”, ha dicho David Rosenberg, el primer economista de Merrill Lynch en Norteamérica.

No todo el mundo está convencido de que la recesión —concebida como una etapa de seis meses de crecimiento negativo— esté a la vuelta de la esquina. A veces ocurre que la economía ofrece indicaciones negativas que luego resultan ser advertencias falsas. Pero otros economistas estiman que la recesión empezó ya en diciembre.

El Departamento de Trabajo publicó ya unos datos negativos sobre creación de empleo el pasado mes.

[...]

(Phil Izzo, en *WSJ* de 7/2)

Los economistas que han participado en las últimas estimaciones de *The Wall Street Journal* han dado al presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, la nota más baja de los dos años de permanencia en el banco: 75 puntos sobre 100. Según el mismo grupo de economistas, es cada día más probable que la economía de Estados Unidos caiga en una recesión.

Como promedio, la más reciente encuesta, en la que participaron 52 economistas, dio como resultado que el 49 por 100 de los que se pronunciaron —frente al 40 por 100 de enero— lo hicieron afirmativamente respecto a la probabilidad de una recesión. Por otra parte, el 39 por 100 de ellos dijeron creer que la próxima recesión será más severa que las dos anteriores. Además, los economistas encuestados piensan que todavía se pro-

ducirá otro recorte de medio punto en el nivel de los tipos, como medida destinada a aliviar en lo posible los daños de la recesión.

### **Deslizamiento del dólar y la libra**

(Carter Dougherty, en *Herald Tribune* de 15/1)

El dólar USA y la libra británica acusaron apreciables caídas ayer, debido a la debilidad de sus economías, con la divisa británica registrando su nivel más bajo frente al euro, la moneda utilizada por quince países europeos.

El euro se negoció a 75,96 peniques el lunes en Nueva York, el mayor nivel desde que la moneda europea se introdujo el 1 de enero de 1999. Por otra parte, el euro subió también hasta alcanzar 1,4915 dólares, por lo que rozó un máximo de 1,4967 dólares, registrado hace unos días.

La caída del dólar dio también lugar a un incremento del precio del oro, cotizándose a 915,90 dólares la onza troy.

[...]

### **Recesión probable, dice Greenspan**

(Grez Ip, en *Wall Street Journal* de 16/1)

"Norteamérica se halla ya o está próxima a entrar en una recesión", ha dicho el ex presidente de la Reserva Federal.

Todo indica que vamos en esa dirección, dijo el ex presidente en una entrevista con el *Wall Street Journal*. "Todos los síntomas están ahí. Las recesiones no se presentan sin avisar. Están precedidas por una discontinuidad en el mercado y en los datos más recientes".

[...]

### **La caída de la libra y el euro**

(*Le Monde* de 18/1)

Desde noviembre último, la libra esterlina se ha depreciado un 9 por 100 frente al euro. A creer al *Financial Times*, esta caída podría provocar un cambio de actitud de las autoridades británicas a propósito de la posición del Reino Unido respecto a la Unión Monetaria Europea.

Varios factores pueden explicar la caída de la libra. En primer lugar, los mercados predicen una reducción de los tipos de interés destinada a luchar contra la desaceleración de la economía. Es por esto por lo que capitales destinadas en principio a la compra de libras han acabado comprando otras divisas: euros, francos suizos, dólares, etcétera.

[...]

### **Atmósfera expansiva en Europa, a pesar del gloom global**

(Ralph Atkins, en *Financial Times* de 17/1)

Estados Unidos puede estar enfrentándose con una recesión, y las consecuencias de la contracción crediticia provocan estados de ánimo más pesimistas aún en el Reino Unido. Pero el caso es que en el continente europeo se hace difícil descubrir escenas de crisis.

Cuando los ministros de Hacienda de Francia, Alemania e Italia se reúnan con su colega británico en París, hoy, para comentar las turbulencias presentes, tomarán nota de la deteriorada situación que exhibe la economía de numerosos países, que han debido revisar a la baja las estimaciones de crecimiento.

Sin embargo, una de las conclusiones a las que pueden llegar los citados ministros es que, en amplias zonas del continente, las cosas en el frente macroeconómico no tienen tan mal aspecto como se podría temer.

"La gran diferencia, si se compara con lo que ocurre en Estados Unidos y en Gran Bretaña, es que en la mayor parte del continente no se produjo una burbuja de los precios de las viviendas", ha manifestado el primer economista de DekaBank, un *fund manager* alemán. "Tenemos un euro fuerte y la crisis de Estados Unidos y la desaceleración en Estados Unidos tendrá un impacto. Pero en conversaciones con líderes empresariales se desprende que no se ha observado un impacto de la contracción crediticia global, y esto porque no ha sido lo suficientemente fuerte para alcanzar a la economía real".

Según un ejecutivo de Goldman Sachs en Francfort, a pesar de las presiones que se han producido, el bloque de 15 países de la zona euro apenas se ha visto afectado por la crisis. "Esto habría resultado sorprendente algunos años atrás. En la zona euro no se detecta ningún síntoma de recesión".

### **¿Blair presidente de Europa?**

(Edouard Balladur, en *Le Monde* de 17/1)

Gracias sobre todo a la acción de Francia, la Unión Europea será dotada antes del fin de año de un nuevo tratado que le ha de permitir funcionar más eficazmente y afirmar mejor su unidad. Europa tendrá una faz, principalmente la de su presidente, que será elegido para dos años y medio.

¿A quién elegir? Desde hace algunas fechas, aquí y allá, se habla ya de Tony Blair. ¿Es la mejor idea? Por supuesto, Blair tiene grandes cualidades: flexibilidad, rapidez, el sentido de la comunicación. Desde luego, el hecho de que no sea ya jefe de gobierno en ejercicio no le descalifica en absoluto para esa nueva función, y el que sea un ciudadano de un gran país no es tampoco un obstáculo. En otros tiempos se habría podido pensar en el canciller Helmut Kohl, que supo reunificar a su país sin hacer

estallar a la Unión Europea y que aceptó sacrificar el *deutsche mark* para permitir la creación del euro. Por lo demás, numerosos presidentes de la Comisión Europea han sido franceses, ingleses, italianos o alemanes.

No obstante, para llenar bien su función y ser aceptado por todos, el presidente de la Unión deberá reunir dos condiciones: proceder de un país que acepte completamente los progresos de la Unión y que participe en todas sus formas de cooperación, por un lado, y que esté determinado a construir, en especial en el dominio diplomático y militar, la independencia de Europa, por otra.

¿Es ese el caso de Tony Blair? Para empezar, Gran Bretaña, en múltiples aspectos, reclamó un estatuto especial que le dispensara de las obligaciones de derecho común que recaen sobre los miembros de la Unión y, en especial, no participa ni en la zona euro ni en la zona de Schengen. Gran Bretaña ha objetado repetidamente a una armonización fiscal y social que favoreciera los intercambios en el seno de la Unión.

[...]

Blair es, con toda seguridad, una personalidad notable, pero no puede ser el símbolo de una Europa que quiere existir.

### Cómo activar el crecimiento en Francia

(La comisión Attali, en *Le Monde* de 19/1)

Ha llegado el momento. No es ni un informe, ni un estudio. Es un modo de empleo para reformas urgentes y fundacionales. No es ni partisano ni bipartisano. Es no partisano.

La moral cambia a una gran velocidad. El mundo es llevado por la más fuerte ola de crecimiento económico de la historia, creadora a la vez de riquezas desconocidas y de desigualdades extremas, de progresos y de despilfarros, a un ritmo inédito. La humanidad resultará globalmente beneficiada. Francia debe crear su parte... El crecimiento económico no supone necesariamente la justicia social, pero le es necesaria. El enriquecimiento no es un escándalo. Sólo lo es la pobreza.

De la forma en que es definido hoy, el crecimiento económico es un concepto insuficiente para describir la realidad del mundo. Es incluso un engañoso que crece con los desórdenes de la mundialización, las injusticias, y que se acomoda perfectamente con los desórdenes ecológicos, con el recalentamiento climático y el agotamiento de los recursos. En ausencia de otros instrumentos de medida, hace falta servirse de él, pero no contentarse con él. El crecimiento, tal como será contemplado aquí será infinitamente más complejo, más multiforme.

Europa no tiene porqué seguir en la cola. Alemania ha modernizado la parte oriental del país, ha dinamizado su mercado de trabajo y la formación.

[...]

Lo esencial de esas reformas deberá ser puesto en práctica según el calendario propuesto al final de este informe entre abril de 2008 y junio de 2009. A continuación deberán ser perseguidos con tenacidad durante diversos mandatos, cualesquiera que sean las mayorías.

### Golpe de desconfianza

(*Le Monde* de 23/1. Editorial)

El economista norteamericano John Kenneth Galbraith, que estudió las crisis en sus menores detalles, escribió lo siguiente: “Lo que sabemos con certeza es que los episodios especulativos no terminan nunca suavemente (*en douceur*). Lo mejor es predecir lo peor, incluso si esto es, según la mayor parte de la gente, poco probable”. La crisis de las subprimas confirma dicho juicio. En un principio es con una gran brutalidad —desconocida desde el 11 de septiembre de 2001— cómo las bolsas se van soltando (*décrochent*) desde hace varios días.

Lo peor, seguidamente, parece acercarse a gran velocidad. No se ve muy bien por qué milagro la primera economía del mundo —la de Norteamérica— podría librarse de una recesión. El sistema bancario mundial, por otra parte, vacila. Algunos de los mayores establecimientos de Estados Unidos y europeos se ven en una situación tan realmente crítica que deben acudir, con aires más bien catastróficos, a capitales asiáticas y del Oriente Medio para mantenerse a flote.

El choque es tanto más rudo que los dirigentes económicos y monetarios occidentales han estado explicando que lo peor es “poco probable”. La Reserva Federal de Estados Unidos estimó que la factura de las subprimas no superaría mucho los cien mil millones de dólares. Como sus colegas, la ministra francesa de economía, Christine Lagarde, ha afirmado durante largo tiempo que la economía real no se vería afectada por esta crisis estrictamente financiera. Palabras que querían ser tranquilizadoras pero cuyo carácter suavizante no hace más que retrasar la toma de conciencia, por los actores económicos, de la gravedad de la situación.

En una economía financiera y mundializada, ¿cómo podía imaginarse que la catástrofe quedaría limitada a Norteamérica y que sólo tendría un impacto marginal sobre el crecimiento planetario? ¿Cómo imaginar que el nubarrón del Chernóbil de las subprimas no atravesaría el Atlántico? Desde las pequeñas poblaciones noruegas al borde de la quiebra a causa de unas inversiones imprudentes hasta los bancos de la China comunista, todo el mundo se ve afectado por el fenómeno.

Pero la crisis ya no es, desde hace días, la de las subprimas. Es una crisis global, del crédito, de financiamiento de la economía en su conjunto. Todo lo cual la hace a la vez muy inquietante y particularmente difícil de superar, toda vez que ya ha sido cosa de la psicología. El sistema financiero mundial ha pasado de ser en pocos meses un modelo de confianza a ser algo sumamente desconfiado. Ayer, se prestaba dinero a cualquiera a cualquier precio. Hoy no se presta a nadie. Para recuperar el equilibrio, el deber de

verdad y de transparencia se impone a todo el mundo, tanto a los banqueros como a los responsables económicos y monetarios.

### **Sobre la clasificación de la *London Business School***

(Delia Bradshaw, en *Financial Times* de 28/1)

La London Business School ha conseguido la mejor posición en la clasificación del *Financial Times* de programas de Master in Business Administration (MBA) nunca alcanzados por una escuela europea. El puesto alcanzado por la LBS es el número dos, el más alto en la batalla librada por las grandes escuelas europeas en un campo tradicionalmente dominado por escuelas norteamericanas.

La LBS superó a Harvard Business School, Stanford y Columbia, subiendo del quinto puesto el año pasado al segundo. La Wharton School, de la Universidad de Pensilvania, mantuvo el primer puesto, que ha mantenido ocho de los últimos diez años que lleva elaborándose esa clasificación.

Cuatro escuelas europeas han figurado cuatro veces entre las diez primeras. Insead, de Francia, y Singapur ocuparon el sexto puesto, figurando en el octavo lugar el Instituto de Empresa, de España.

Una de las escuelas más jóvenes, la Judge Business School, de la Universidad de Cambridge, que inició su programa MBA en el año 1997, obtuvo el décimo lugar, mejorando el quinceavo lugar del año pasado.

La pasada década presenció un gran progreso de la educación empresarial en Asia. China cuenta ya con más de 100 instituciones que ofrecen acreditados grados MBA. La Shanghai's China European International Business School (CEIBS), y la Antai College of Economics and Management han alcanzado un puesto entre los *top 100*, entre los que aparece asimismo una escuela de la India.

### **La temida recesión de Estados Unidos castiga duramente las bolsas de Europa y Asia**

(Dave Shelloch, en *Financial Times* de 29/1)

Las bolsas de Europa y de Asia vieron nuevas e importantes caídas ayer en la medida en que las preocupaciones por una recesión en Norteamérica erosionaron todavía más la confianza.

Sin embargo, Wall Street inició una recuperación, si bien la impresión general fue que el recorte de los tipos de interés de hace unos días puede no ser suficiente para solucionar los problemas de la economía norteamericana.

A media tarde, el S&P 500 subía un 1,1 por 100, el Nasdaq Composite lo hacía un 0,7 por 100, mientras que el Dow Jones Industrial Average lo hacía un 0,9 por 100.

En Europa, el FTSE Eurofirst 300 cedía un 1 por 100, cuando las preocupaciones por una recesión afectaban a los valores mineros y a los de las materias primas.

Las pérdidas en Asia eran todavía más pronunciadas, y el Japan Nikkei 225 average bajaba un 4 por 100, Hong Kong 4,3 por 100 y Shanghai un 7,2 por 100. Los valores indios, por su parte, mostraron una resistencia algo mayor cuando el BSE Sensex contuvo una caída del 5 por 100 para finalizar un 1,1 por 100 arriba.

[...]

### ***The US Economy is Fine***

(Brian Wesbury, en *Wall Street Journal* de 29/1)<sup>2</sup>

Es difícil imaginar algún momento de la historia en que un pesimismo tan acentuado como el presente sobre la economía norteamericana haya estado tan poco justificado.

Es cierto que las ventas bajaron en diciembre el 0,4 por 100, y que el PIB del cuarto trimestre creció probablemente sólo un 1,5 por 100 tasa anual. También es verdad que en los pasados seis meses la producción industrial se mantuvo plana, que los nuevos pedidos para bienes duraderos se redujeron a un 0,8 por 100 anual, y que el desempleo se incrementó hasta el 5 por 100. Se trata de datos débiles, sin duda, pero nada del otro mundo.

Lo más probable es que esa flojedad reciente sea la respuesta a la fortaleza anterior. El incremento del PIB real fue del 4,9 por 100 en el tercer trimestre y las ventas al consumo crecieron hasta el 1,1 por 100 en noviembre. La caída de las ventas un mes no es inusual. En cada uno de los pasados cinco años, las ventas al consumo han experimentado retrocesos por lo menos en tres meses. Esas caídas son parte de la normal volatilidad del dato, causados por alteraciones extraordinarias de los precios del petróleo, por ajustes estacionales o por el tiempo.

Hace un año, la mayor parte de los datos económicos parecieron mucho peores que los presentes. La producción industrial bajó un 1,1 por 100 durante los seis meses que terminaron en febrero de 2007, al tiempo que los nuevos pedidos para bienes duraderos caían un 3,9 por 100, tasa anual, durante los seis meses que habían terminado en noviembre de 2006. El PIB real creció sólo un 0,6 por 100 en el primer trimestre de 2007, y las ventas al consumo descendieron en enero y también en abril. Pero la economía se recuperó y fue expansiva a mediados del año. El PIB real aumentó el 4,4 por 100, tasa anual, entre abril y septiembre.

Con una construcción de viviendas tan débil, la reciente debilidad de la producción es comprensible. Pero la construcción es ahora sólo una pequeña parte del PIB (4,5 por 100).

[...]

<sup>2</sup> BRIAN WESBURY es el jefe de economistas de First Trust Portfolios, LP.

Las buenas noticias son que el sistema financiero no es tan frágil como sugieren algunos *pundits*. La economía, por lo demás, no muestra síntomas graves de dificultades. “Mantengan la fe y conserven las inversiones. Es magnífico comprar aprovechando las oportunidades”.

### El “estado de la Unión” que pudo haber sido

(*The New York Times-Herald Tribune* de 30/1. Editorial)

Hace seis años, el presidente George W. Bush empezó su discurso sobre el “estado de la Unión” con dos poderosas frases: “Al reunimos este año, nuestro país está en guerra, nuestra economía está en recesión y el mundo civilizado se enfrenta con peligros sin precedentes. Sin embargo, el estado de nuestro país no ha sido nunca tan fuerte”.

El lunes por la noche, después de seis años de promesas incumplidas, de insinceridad y de disparates de proporciones históricas, Estados Unidos combate en dos guerras, la economía se dirige hacia una recesión y el mundo civilizado todavía se enfrenta con peligros horribles y siente una simpatía y un respeto cada día menores por Norteamérica.

El mensaje del lunes por la noche nos hizo pensar en lo distinto que pudo haber sido si Bush hubiera capitalizado en la unidad que siguió a los ataques del 11 de septiembre. Cuán diferente pudo haber sido si Bush hubiera creído en lo que dijo entonces sobre conservadurismo compasivo o si hubiera seguido la disciplina fiscal del conservadurismo pasado de moda.

Cuán diferente si hubiera realizado un esfuerzo real para conseguir el bipartidismo que prometió en 2002 y otras tantas veces desde entonces. Entonces habría podido utilizar el discurso del lunes para celebrar un presupuesto equilibrado, un presupuesto en el que los impuestos producen suficiente dinero para las auténticas necesidades del país, incluyendo el seguro de enfermedad a los recursos para financiar la reconstrucción de Nueva Orleans.

[...]

### La meilleure banque du monde

(Dominique Dhombres, en *Le Monde* de 30/1)

El asunto de Société Générale adquiriría un aspecto distinto el lunes 28 de enero. Es cierto que Jérôme Kerviel era conducido en el poste financiero del tribunal de París con una escolta policial digna de un terrorista internacional, como podía verse en los telediarios de la tarde. Pero los dos jueces de instrucción decidían devolverle la libertad, bajo control judicial, al joven agente acusado de haber hecho perder cerca de 5 m. m. de euros a su banco. Era sometido a examen, en especial por falsedad (*faux*) y utilización de documentos falsos, pero no por estafar. El gran resultado del día era que el agente economista, que había sido designado con todos los nombres imaginables por el PDG de la Générale, Daniel

Boston, parecía un poco menos inocente. Para coronar el conjunto, se veía a Nicolas Sarkozy sugerir, en términos apenas velados, la dimisión del PDG. Más tarde, ya de noche, en France 2, el magazine *Mots croisés* era consagrado a los problemas de la Générale. Y allí, una vez más, las orejas de M. Boston le debieron silbar.

“5 m. m. de euros, esto es lo que el Estado debe reducir en gastos públicos, cada año, para alcanzar el equilibrio en 2012. Hará bien M. Boston en sacar las consecuencias”, decía Frédéric Lefebvre, secretario nacional de UMP encargado de la economía. “En Estados Unidos habría dimitido ya”, añadía E. Lechypre, redactor jefe de *L'Expansion*. Lo que importaba era la renta nacional: 11 millones de euros, comprendidas las *stock-options*, del interesado. Su ofrecimiento de renunciar a la mitad de su sueldo, que no constituye más que una fracción de ese total, carecía de mayor importancia. ¡Y decir que Société Générale fue juzgada en 2006 el mejor banco del mundo!

[...]

### La perversidad de las primas

(*Le Monde* de 30/1. Editorial)

¿Cómo un joven agente, *trader*, de Société Générale ha podido invertir 50 m. m. de euros y por qué ha sido tan imprudente? ¿Cómo, en el mismo banco, establecimiento hasta entonces reputado por su seriedad y por la calidad de su sistema de control, sus colegas han podido perder 2 m. m. en los créditos hipotecarios norteamericanos? La respuesta ha sido indirectamente dada en Davos, la semana pasada por el patrón del banco norteamericano JP Morgan Chase: “En las finanzas actuales, se ha de ser extremadamente valiente por no arriesgarse a algo que puede proporcionaros dinero”, explicó James Dimon.

He ahí la cuestión. Desde el comercial que vende un préstamo inmobiliario a un particular sin duda insolvente y al agente remunerado según sus beneficios a corto plazo o al banquero de negocios que supervisa una fusión o una OPA, todos reciben primas directamente relacionadas a las ganancias inmediatas que proporcionan a su patrón. La pertinencia a plazo medio de sus decisiones no es tomada en cuenta. Por lo que se refiere al PDG del banco, tiene, desde luego, interés por la buena salud de su establecimiento y a la buena situación de cotización en bolsa, pero el paracaídas dorado que recibirá en cualquier caso en el supuesto de salida precipitada (alrededor de tres años sueldo) le ofrece un seguro a todo riesgo.

Evidentemente, el sistema no es coherente. Los importes — 66 m. m. de dólares de primas han sido concedidos en 2007 por los cinco primeros bancos norteamericanos— están tanto menos justificados cuanto que los criterios de atribución son nocivos (*malsains*), incluso opacos. El hecho mismo de que Jérôme Kerviel haya pedido recibir una prima doble de la que finalmente obtuvo prueba que todo es negociable y que el sistema funciona en gran parte “según la cabeza del cliente” (*à la tête du client*).

La adopción de una mayor transparencia es necesaria, pero insuficiente. Hace falta repensar los mecanismos de remuneración de este sector, introduciendo más criterios a medio plazo. Dado que, evidentemente, un solo banco no puede ser virtuoso y que difícilmente se puede esperar de los banqueros que se sacrifiquen en el altar del interés general, el problema ha de ser resuelto a un nivel superior. Dada la importancia de este sector en la economía mundial, las autoridades políticas o los reguladores del sector bancario deberían hacerse cargo del problema. En un editorial reciente, incluso el liberal *Financial Times* lo entendía así.

Los profesionales de las finanzas olvidan con demasiada frecuencia que no viven en un mundo virtual. Su papel en la economía es gestionar y repartir la escasez monetaria. Esta misión no es compatible con las ganancias inmediatas realizadas en detrimento de todos los otros sectores de la economía.

### **EE.UU.: Economy, down; think tanks, up**

(Elisabeth Bumiller, en *Herald Tribune* de 31/1)

La economía puede estar empeorando, pero la industria de las ideas progresa viento en popa en Washington.

El Center for Strategic and International Studies, un centro de investigación que había quedado sin recursos siete años atrás, acaba de comprar un solar de 30 millones de dólares que convertirá en la nueva sede de la institución. El Council on Foreign Relations está ampliando sus dependencias de Washington con un edificio de 60 millones de dólares. El United States Institute of Race está edificando una nueva sede por un coste de 180 millones, un brillante edificio de acero y cristal.

Para no ser menos, la próspera Brookings Institution, con un presupuesto en rápido aumento, adquirió hace poco un edificio satélite por 18,5 millones, justo enfrente de su cuarte general.

El resultado de este *boom* ha sido un incremento del número de conferencias pronunciadas en Washington, de los papeles distribuidos por la ciudad y, para bien o para mal, todo lejos de la influencia del gobierno. Muchas de esas instituciones proporcionan los efectivos personales y materiales que están sirviendo a la activa campaña presidencial en curso.

La senadora Hillary Clinton se aprovecha de la sabiduría y de la experiencia de la Brookings, del Council on Foreign Relations y del nuevo Center for New American Security. El senador Barack Obama tiene como asesores al Brookings y al Center for Strategic and International Studies.

Las instituciones dicen que el *boom* es debido a tres factores importantes: abundante dinero, procedente de Wall Street; un mayor interés por los temas de política exterior, iniciado después de los atentados del 11 de septiembre, y la escasa simpatía por la administración Bush. "Si bien el presidente Bush fue malo para el resto del mundo, fue bueno para nuestro negocio".

[...]

### **USA: Los nuevos recortes de los tipos tratan de contener la recesión**

(Greg Ip, en *The Wall Street Journal* de 31/1)

Con su segundo recorte de los tipos de interés en ocho días la Reserva Federal prosiguió ayer la más agresiva campaña de abaratamiento del dinero en la historia reciente, en un intento para evitar la temida recesión.

El recorte ha sido de medio punto, por lo que el tipo ha quedado en un 3 por 100, habiendo quedado abierta la puerta para más. En la declaración que acompañó la medida, la Reserva Federal expresó su punto de vista según el cual persisten los riesgos de crisis, razón por la cual el banco central seguirá dispuesto a rebajar todavía más el tipo, cosa que podría ocurrir el próximo marzo, cuando el interés quedaría reducido a un 2,75 por 100.

Sin embargo, aunque la predisposición del banco a seguir actuando es admisible, también lo es el peligro de que se exceda en la reducción.

Aunque el recorte fuera esperado, una minoría de economistas había esperado un recorte menor. La bolsa reaccionó inicialmente favorablemente, y el índice Dow Jones pasó de territorio negativo a territorio positivo. Los precios de los bonos bajaron y los rendimientos subieron.

El ejercicio de equilibrista llevado a cabo por Ben Bernanke, quien celebra mañana su segundo aniversario en la presidencia del banco, le pone en una situación delicada.

Los últimos datos sobre la economía USA indican que la desaceleración no empeora.

### **Después de accionar los tipos, restáurense las regulaciones**

(*The New York Times-Herald Tribune*. Editorial de 1/2)

Si o no la medicina adecuada habrán sido los dramáticos recortes de los tipos por la Reserva Federal, lo que está claro es que el banco habrá gastado una buena parte de sus municiones en un espacio de tiempo muy reducido. En un poco más de una semana ha recortado el tipo principal en una total de 1'25 puntos porcentuales, situándolo en un 3 por 100. Esto no deja mucho espacio para próximas reducciones sin haber abierto la puerta a potencialmente feos incrementos de los precios, ya en aumento, así como a una posible caída desordenada del dólar.

En cualquier caso, haga lo que haga el banco central, exigirá tiempo un restablecimiento de la situación eliminando los excesos de los años burbuja.

Los daños, cada día más aparentes, exigen que las autoridades mediten sobre lo sucedido y analicen los motivos que condujeron a un estado de cosas tan preocupante. Las burbujas en

la construcción y en las hipotecas no habrían sido posibles sin el deterioro de la regulación a lo largo de las pasadas décadas, que culminaron, a todos los efectos prácticos, en el colapso regulador de los años de Bush. El ethos antiregulador derivó su potencial de la perversa *ideology*, según la cual los mercados se autorregulan y se autocorrigien.

La tarea de fortalecer el aparato regulador de la economía del país constituye un reto tan formidable como la solución de la crisis, y, en último término, de más larga importancia.

### El aumento de la inflación en la zona euro

(Ralph Alkins, en *Financial Times* de 1/2)

La inflación en la zona euro ha alcanzado el mayor registro de los últimos 14 años, un 3,2 por 100, reforzando la posición del Banco Central Europeo contraria a la reducción de los tipos de cambio, incluso en una situación en la que el crecimiento se ralentiza.

A pesar de los substanciales recortes de los tipos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, se espera que el BCE dejará su principal tipo inalterado en el 4 por 100 después de que su junta de gobierno se reúna la semana próxima.

La subida, tras el 3,1 por 100 de diciembre, es consecuencia del aumento de los precios del fuel y de los mercados de los alimentos, que ha sido mayor y más larga de lo que el BCE había estimado.

La tasa de enero ha sido la más elevada desde que el banco central se hizo cargo de la gestión, en 1999, de la política monetaria de la eurozona, y se encuentra bien por encima del objetivo del banco, "por debajo pero inmediatamente próximo" al 2 por 100.

La confianza económica en la zona ha descendido a su nivel más bajo desde principios de 2006, según la Comisión Europea. Su *economic sentiment*, el indicador de tal confianza, ha caído de 103,4 puntos en diciembre a 101,7 enero.

El crecimiento de la zona euro es típicamente más volátil que el de Estados Unidos. Sin embargo, un economista de Barclays Capital ha dicho que la historia sugiere que existe una probabilidad relativamente significativa de que la región caiga en una recesión en los próximos dos años.

Los mercados financieros estiman que el BCE respondería adecuadamente a una mayor desaceleración del crecimiento, habiendo calculado en dos cuartos de un punto porcentual la reducción de los tipos este año.

Sin embargo, el caso es que la desaceleración del crecimiento de la zona no ha sido muy severa, por ahora.

[...]

### La economía del Kremlin

(*Financial Times* de 1/2. Editorial)

Es raro que un alto funcionario ruso critique al Kremlin, razón por la cual cuando son dos los que lo hacen el mismo día vale la pena destacarlo.

Anatoli Chubais, jefe del gigante de la electricidad UES, gestionado por el Estado, advirtió esta semana en una conferencia que la complaciente política rusa corría el riesgo de dañar el clima inversor. Alexei Kudrin, ministro de finanzas, dijo en la misma reunión: "Necesitamos ajustar nuestros objetivos de política exterior a las conveniencias de nuestro objetivo de lograr una inversión estable".

Estos comentarios muestran que mientras el Kremlin consolidó su poder bajo la presidencia de Vladimir Putin, no eliminó el debate interno y las disputas. Aunque la fracción *siloviki*, dominada por los hombres de la KGB, ha ganado mucho terreno, funcionarios del Kremlin no han abandonado el combate. En realidad, el nombramiento de no-KGB Dimitri Medvedev como Putin favorito en las elecciones presidenciales pudo ser una victoria de los grupos del Kremlin no-KGB.

Es difícil definir las figuras de la política antes de unas elecciones. Sería una osadía sugerir que los liberales están ganando cuando el adjunto de Kudrin, Sergei Stochak, está en la cárcel acusado de fraude. Pero es significativo que Kudrin se sintió con el valor suficiente para unirse con el brillante Chubais levantando su cabeza por encima del parapeto.

Los dos personajes están acertados, sin duda, al hablar. Una política exterior agresiva perjudica a los intereses de Rusia. Asusta a los inversores extranjeros y complica la vida de los hombres de empresa rusos en el extranjero, por ejemplo, en la obtención de visas en el Reino Unido.

Rusia necesita un debate abierto. Si el Kremlin no puede dirigir una política democrática —y es verdad que no puede— debe ser aconsejada de permitir el debate sobre otras materias, como la economía. Naturalmente, el debate no-político pronto se transforma en político, como Kudrin y Chubais verán.

[...]

Lo menos que puede esperarse son posiciones y retórica antioccidental.

### La zona euro, desarmada frente a la desaceleración

(Claire Guélaud, en *Le Monde* de 1/2)

Los países de la zona euro parecen haber entrado en una fase de crecimiento débil y plano, que podría prolongarse en 2009.

Los economistas —como el FMI— habían revisado ya sus previsiones, anticipando una baja sustancial del crecimiento para este año previendo que el incremento del PIB en la zona euro quedaría reducido a un 1,6 por 100 en 2008 y a un 1,9 en 2009.

Entre la contracción de las inversiones y la falta de recuperación del consumo de las familias, Alemania podría ver cómo su producto interior bruto progresaba sólo un 1,5 por 100 en 2008. La economía española, sobre un fondo de crisis inmobiliaria, perdería su dinamismo. Así, su expansión podría reducirse de 1,4 puntos quedando en 2,4 por 100.

Por lo que se refiere a Italia, su crecimiento seguiría siendo reducido este año (1 por 100), lo mismo que, fuera de la zona euro, Gran Bretaña (1,5 por 100). Francia se situaría, más o menos, en terreno intermedio, después de haber estado mucho tiempo en la cola de la eurozona.

“El crecimiento europeo viene sufriendo una serie de agresiones duraderas”, ha dicho el economista Patrick Artus (Natixis): “el freno de los salarios, la caída del ciclo del sector inmobiliario y del endeudamiento, la subida de los precios de las materias básicas y la de los costes de financiación de la economía”.

Frente a ese agrupamiento de los factores coyunturales y estructurales que “degradan de manera sustancial la situación de la economía”, los gobiernos aparecen desarmados. ¿Cómo juzgar las políticas de *relance*, como puede ser la utilización de los déficit públicos? Esas políticas no han sido concebidas para reaccionar a un debilitamiento duradero de la expansión, dice Artus. ¿Qué decir de la modificación del reparto de las rentas en provecho de los salarios? Esto no es posible más que en los países en los que la tasa de beneficio y de autofinanciación de las empresas son elevados, como Alemania y Gran Bretaña. ¿Puede pensarse en la depreciación del euro y de la libra esterlina frente a las monedas de los países emergentes, susceptible de estimular las exportaciones hacia esos países? Tal depreciación “está en manos de los bancos centrales”.

Otro analista, Eric Vergnaud, de BNP Paribas, espera una relajación de la política monetaria del Banco Central Europeo que tendría lugar antes del verano, dada la debilidad del crecimiento en la zona euro y la baja de los tipos en Estados Unidos. Sin embargo, la heterogeneidad de las situaciones de los países de la zona desde el punto de vista de la inflación, de las finanzas públicas, etc., complica la tarea de Jean-Claude Trichet.

### Los dirigentes europeos, unidos frente a la crisis

(Marc Roche, en *Le Monde* de 1/2)

Es en Londres, la primera plaza bolsista mundial, donde los cinco principales dirigentes europeos se han esforzado en proyectar una imagen de vigilancia y de serenidad frente a la crisis financiera. Gordon Brown, Nicolas Sarkozy, Angela Merkel, Romano Prodi, así como el presidente de la Comisión Europea, José

Manuel Barroso, se han empleado en restablecer el orden en un sistema financiero revuelto.

“Estamos de acuerdo para proclamar que en este estadio del movimiento de incertidumbre mundial, necesitamos demostrar hasta qué punto somos fieles a una economía abierta. También hemos convenido reformar las instituciones financieras. Tenemos necesidad de un mejor sistema de alerta”.

Como ha indicado Brown, adoptando esas decisiones coordinadas los países europeos del Grupo de los Ocho han querido demostrar su determinación de hacer frente a la tormenta financiera, así como de evitar el retorno del proteccionismo.

Los cinco participantes en la minicumbre han querido que se sepa “que las dificultades que encuentran sus respectivos países se inscriben en el marco más vasto de un problema planetario, originado, principalmente, en Estados Unidos. La crisis de los últimos seis meses es un problema de liquidez de los bancos y no de solvencia”.

Sea como fuere, más allá de los problemas financieros, otras debieron ser también las preocupaciones de los reunidos en 10, Downing Street. Todos los representantes de sus respectivos países tienen sus propios problemas, y todos deben sentirse políticamente debilitados, por unos u otras razones, cosa que no puede dejar de restar peso a sus actuaciones, interiores o exteriores.

[...]

### BNP Paribas et la Générale

(Anne Michel, en *Le Monde* de 2/2)

“No hay más que decir”. “*Rien ne presse*”, declaraban en BNP Paribas el viernes 1 de febrero, para poner fin al nerviosismo creado por su declaración de interés, eventual, para la compra de Société Générale, debilitada por el *affaire Kerviel*.

Nueve años después de la intensa batalla bolsística que le opuso a Société Générale, de la que quería apoderarse al mismo tiempo que de Paribas, el presidente de BNP, Michel Pébereau sabe que el traumatismo sigue vivo.

Los asalariados y los sindicatos de Générale no desean el paso bajo control de su viejo enemigo, lo mismo que no quieren un enfrentamiento duro con un depredador extranjero. Están dispuestos a movilizarse por la independencia de su banco, y representarán un papel clave si hace falta en el caso de que se presente una oferta pública de compra (OPA). Los 130.000 asalariados de la Générale disponen del 7 por 100 del capital de su banco, y del 10 por 100 del derecho de voto.

El jueves 31 de enero una manifestación para “salvar el empleo” y para “decidir el futuro” reunió 4.000 personas, según la dirección, en La Défense, al pie de la sede del establecimiento, en Nanterre.

[...]

### Reservas exteriores

(*The Economist* de 2/2)

Con bastante diferencia, China dispone de las mayores reservas de divisas exteriores. Excluido el oro, tales reservas superaron el billón y medio de dólares el año pasado, un año después, aproximadamente, de que alcanzara el billón. Las enormes reservas chinas son el resultado de los superávits de sus balanzas corrientes y de la política del tipo de cambio del país. Su banco central ha comprado grandes cantidades de divisas extranjeras para evitar que el yuan subiera con excesiva rapidez.

Muchas otras economías asiáticas han adoptado políticas similares. Japón, por ejemplo, el segundo país por el volumen de sus reservas —próximas al billón de dólares— acumuló su tesoro a principios de la década interviniendo en el mercado de cambios con el fin de mantener el yen débil.

Rusia, el tercer país en la clasificación, con algo menos de medio billón de dólares, duplicó sus reservas en menos de dos años gracias a sus enormes exportaciones de petróleo y otras materias básicas.

Tras los tres países citados, otras economías con reservas exteriores relevantes son Taiwán, India, Corea del Sur, área euro, Brasil, etcétera.

### China preocupada por Río Tinto

(David Lague, en *Herald Tribune* de 2-3/2)

La empresa de propiedad estatal Aluminium Corp. of China se unió el viernes a la compañía norteamericana Alcoa para adquirir el 12 por 100 de las acciones de Río Tinto. Según la empresa china, puede que proceda también a la compra de más acciones de la compañía minera, con el objetivo de hacer fracasar la opa hostil de BHP Billiton, que podría conducir, según teme Beijing, a un incremento significativo de los precios mundiales de algunas materias básicas.

Las autoridades chinas, en efecto, han expresado preocupación por la posibilidad de que la fusión de Río Tinto y BHP Billiton, las dos mayores empresas mundiales productoras de materias primas, condujera a la aparición de un gigante que dominaría totalmente el mercado, sobre todo, de mineral de hierro, que China necesita para proseguir su expansión. Otros mayores compradores asiáticos de minerales, como Japón y Corea del Sur, también se han mostrado preocupados por la posibilidad de la fusión de Río Tinto y BHP Billiton.

La maniobra china se ha producido menos de una semana antes de que venciera el plazo para que BHP hiciera una oferta frontal por Río Tinto. Las dos compañías mineras se cotizan en las bolsas de Londres y de Melbourne.

[...]

BHP, el mayor conglomerado minero del mundo, propuso un intercambio de acciones con Río Tinto el pasado mes de noviembre, en lo que habría dado lugar a la formación de un imperio minero valorada en unos 350 m. m. de dólares.

[...]

Chinalco, nombre con el que se conoce la empresa china, describió su inversión de 14,05 m. m. de dólares en Río Tinto como la mayor realizada por el país en el extranjero. La compañía hizo saber que no intentaba presentar oferta alguna para la compra del total del Río Tinto, pero se reservó el derecho de hacerlo si otro grupo hacía una propuesta en firme.

[...]

(Robert Guy Matthews y otros, en *The Wall Street Journal* de 8-10)

Las autoridades antitrust de Japón y de Europa están investigando la propuesta fusión de BHP Billiton y Río Tinto, los gigantes mineros, con vistas a determinar si tal unión supondría la cesión de demasiado poder en el mundo sobre el precio del mineral de hierro, un ingrediente vital en la fabricación de acero.

La investigación oficial no ha empezado aún, pero las autoridades de los citados países han iniciado discusiones informales como anticipo a la creciente oposición a la fusión de las dos empresas.

La oferta —de 147,4 m. m. de dólares, todo acciones— de BHP, no ha sido aceptada por Río Tinto, pero no se descarta que una oferta mejor pudiera convencer a esta última.

La Unión Europea y Japón tienen suscrito un acuerdo sobre política antitrust, lo que explica que están actuando unidas en este caso, si bien sea sólo, de momento, a título oficioso.

[...]

### Trichet ante la crisis

(Mark Landler, en *Herald Tribune* de 5/2)

El día que siguió al recorte un tanto dramático del tipo de interés por la Reserva Federal, hace dos semanas, Jean-Claude Trichet pronunció un discurso ante el Parlamento Europeo. Los eurodiputados, y no sólo ellos, estaban expectantes preguntándose si el Banco Central Europeo seguiría los pasos del banco central de Estados Unidos. La respuesta fue no. La defensa contra la inflación seguía siendo el principal objetivo del BCE, "la aguja de nuestra brújula". El banco europeo seguía teniendo sus propias ideas ante la crisis generada sobre todo por Estados Unidos. En comparación con la actitud titubeante de Ben Bernanke, la posición de Trichet había sido de una gran discreción y firmeza. La mayor gravedad de los problemas de Estados Unidos pueden explicar los matices en las actitudes de unos y otros.

Sea como fuere, la historia recordará la decisión de Trichet, el 9 de agosto, cuando ordenó, antes que nadie, la inyección de fondos en el sistema bancario para evitar una crisis crediticia paralizante.

Trichet ha persistido en su actitud de firmeza y de claridad de ideas. No hace mucho, en el Forum de Davos, donde fue tratado como un sabio en un consejo de ancianos, Trichet les recordó a las audiencias que él ya advirtió de los peligros de la crisis un año atrás.

“En la actual situación, tuvimos la suerte de contar con un auténtico hijo de Bretaña”, ha dicho Alexandre Lamfalussy, el ex jefe del European Monetary Institute, el precedente del BCE. “Navegar en aguas agitadas es algo que un bretón conoce bien. Parece encontrarse bien en esas condiciones”.

Ahora, sin embargo, Trichet puede encontrarse navegando por aguas todavía en peores condiciones. Europa no podría evitar, se dice, una recesión procedente de Estados Unidos. El crecimiento se reducirá en el continente. Algunos países, como Irlanda y España se enfrentan con un colapso de la construcción nada distinto del de Norteamérica.

Además, la inflación está bien por encima de la tasa objetiva del 2 por 100. Los mayores precios pueden ser utilizados por los sindicatos europeos para reivindicar subidas salariales potencialmente importantes. ¿Cómo hacer frente a los nuevos riesgos?

[...]

### **Barack Obama, nuevo Kennedy**

(Ted Kennedy, senador, en *Le Monde* de 6/2)<sup>3</sup>

Cada vez que se me ha preguntado, en el curso del año recién terminado, a quien iba a apoyar en las primarias demócratas, siempre he dado la misma respuesta: prestaré mi ayuda al candidato que me inspirará, que nos inspirará a todos, que sabrá elevar nuestra visión, encarnar y renovar nuestra convicción de que los mejores días de nuestro país los tenemos delante.

Respeto la fuerza, la labor y la dedicación de dos candidatos demócratas: Hillary Clinton y John Edward. Sin embargo, creo que hay un candidato que posee condiciones extraordinarias en el plano de la autoridad y del carácter, capacidades que responden a las exigencias excepcionales de este momento histórico. Obama comprende lo que Martin Luther King llamó “la urgencia imperiosa del momento”. Obama será un presidente que se negará a ser enredado en los esquemas del pasado. Es un líder que tiene una visión clara del mundo pero que no cae jamás en el cinismo. Yo me siento orgulloso de estar a su lado hoy, para proponerle mi ayuda.

<sup>3</sup> Extracto del discurso pronunciado por TED KENNEDY el 28.1.2008 en la Universidad de Washington.

Me emocioné hace cuatro años cuando insistió en la necesidad de ser un país unido, y cuando fue de un lado a otro del país atrayendo multitudes record de todas las edades, de todas las razas, de todo género, de todos los partidos, de todas las creencias. Obama hace nacer la esperanza de que los mejores días para nuestro país están por llegar, y de que las generaciones actuales de Estados Unidos, al igual de otras del pasado, sabrán unirse para honrar la cita que tenemos con el destino.

Conocemos bien a Barack Obama. Cuando muchos otros guardaban silencio, o se contentaban con seguir la corriente, él se opuso desde el principio a la guerra de Irak. No dejemos que nadie niegue esta verdad. Obama tiene el talento de un senador que estaba presente desde las primeras horas de la mañana para ayudarnos a elaborar un compromiso indispensable sobre la inmigración. Para estas personas, Obama representa la voz de la justicia.

Hoy, con Barack Obama, disponemos de un nuevo líder nacional que ha ofrecido a Estados Unidos una campaña que diseña lo que el país puede llegar a ser si conseguimos situarnos por encima de las viejas políticas. Y me acuerdo de un momento similar de los años 1960. Entonces a los 30 años, acababa yo de ser elegido por primera vez para el Senado. Teníamos un nuevo presidente que incitaba al país, y en particular a los jóvenes, a alcanzar una nueva frontera.

Tengo la impresión de que asistimos de nuevo a un momento igual. Presiento que un mismo deseo se hace oír de progresar y de hacer que Norteamérica avance...

[...]

### **3,1 billones de dólares**

(David Scout, en *Herald Tribune* de 5/2)

El presidente George W. Bush acaba de someter al Congreso un proyecto de presupuesto federal de 3,1 billones de dólares, declarando que el plan de gastos mantendría Norteamérica segura y próspera, y que a pesar de las astronómicas cifras, el proyecto respeta el principio de permitir que los norteamericanos conserven para sí la mayor parte del dinero posible.

“Gracias al esfuerzo laboral del pueblo norteamericano y a la disciplina fiscal de Washington, nos encontramos en camino de conseguir el equilibrio fiscal en 2012”, ha dicho el presidente en su mensaje de presentación del proyecto. “Nuestra fórmula para conseguir un presupuesto equilibrado es simple: crear las condiciones para el crecimiento económico, mantener bajos los impuestos y gastar los dólares de los contribuyentes juiciosamente, o de ninguna manera”.

El capítulo del proyecto correspondiente al Pentágono asciende a 515,4 m. m. de dólares, lo que representa la mayor cifra desde la Segunda Guerra Mundial. El proyecto contiene también planes para reducir las consignaciones de las partidas correspondientes a Medicare y a Medicaid.

Está por ver lo que ocurrirá con el proyecto cuando sea discutido en un Congreso dominado por los Demócratas y en un año de elecciones presidenciales.

El déficit federal para el ejercicio en curso se cifra alrededor de 410 m. m.

(James Politi, en *Financial Times* de 5/2)

La administración de Estados Unidos culpó ayer del menor crecimiento económico a un proyectado incremento del déficit fiscal, este año, previsto en 410 m. m. de dólares, equivalentes a 2,9 por 100 del PIB.

La citada cifra —record— fue anunciada en el curso de la presentación por G. Bush del proyecto de presupuesto para 2009, pretendiendo que “protegerá a Estados Unidos y estimulará el crecimiento”.

El plan de gastos del proyecto presentado provocará sin duda un duro debate en las cámaras del Congreso. El proyecto incluye un incremento del 7,5 por 100 de los recursos destinados a la defensa (515 m. m. de dólares), así como una reducción de alrededor de 200.000 dólares, a lo largo de cinco años, de los gastos correspondientes a programas sanitarios: Medicare, que cubre a los ancianos, y Medicaid, que cubre a los pobres.

El nuevo presupuesto estima que el déficit será de 162 m. m., o 1,2 por 100 del PIB, en 2007, a más del doble, o 410 m. m., en 2008.

[...]

(August Cole, en *The Wall Street Journal* de 5/2)

“Bush prevé gastar 515,4 m. m. de dólares en defensa en el año fiscal 2009”.

El proyecto de presupuesto presentado por Bush propone el financiamiento de la mayor parte de los programas armamentísticos incluidos en el capítulo de Defensa, pero también incluye incrementos de recursos para otros gastos de programas cuyo desarrollo corresponderá a la próxima administración.

[...]

### **El desastroso presupuesto de un presidente lisiado (*lame-duck*)**

(*The New York Times-Herald Tribune* de 6/2)

El proyecto de presupuesto del presidente George W. Bush para 2009 constituye un recorrido por sus erróneas prioridades, sus fracasadas políticas fiscales y el desastroso legado que dejará para su siguiente presidente. Y a pesar de esto, constituye una invita-

ción para que se acepte la versión optimista de la Casa Blanca que el documento pretende reflejar, cosa que, por la experiencia adquirida en siete años, sería una auténtica locura.

Lo que condenará a Bush en los tiempos venideros serán unos enormes déficit fiscales, unas fuerzas armadas tan maltrechas por la guerra de Irak que su reparación exigirá sumas extraordinarias, centenares de miles de millones de dólares, y unos endenques programas sociales mal financiados por haber empleado los recursos adecuados en aventuras militares y, en fin, unos mal concebidos recortes fiscales.

El presidente pretende que su plan situará al país en situación de equilibrar el presupuesto en 2012. Esto es disparatado. Su propia propuesta contempla todavía un déficit de 410 m. m. de dólares en 2008, y uno de 407 m. m. el año siguiente. Más increíble aún, la proyección de Bush de un déficit cero en 2012 asume sólo una financiación parcial para las guerras de Irak y de Afganistán en 2009, y ningún gasto para tal objetivo a partir de 2010.

[...]

No obstante, como se podría predecir, los grandes perdedores en el proyecto de presupuesto de Bush son los programas de gastos internos destinados a la protección de los ciudadanos más vulnerables.

Todo ello significa que Bush dejará a su sucesor una espantosa lista de problemas. Y gracias a la generosidad reconocida de Bush, también significa que el próximo presidente dispondrá de menos dinero aún para resolverlos.

### ***L'Europe sans gloire***

(*Le Monde* de 6/2. Editorial)

Los parlamentarios franceses reunidos en congreso en Versalles han liquidado en dos *petites* horas, el lunes, 4 de febrero, el debate sobre Europa que había incendiado Francia hace tres años. De mejor o peor manera, en particular para los socialistas, estos han tratado de hacer olvidar el referéndum del 29 de mayo de 2005 que había ampliamente rechazado el proyecto de Constitución europea.

Salvo impensable accidente, pues, el tratado de Lisboa, que recoge lo esencial de las disposiciones de aquel proyecto constitucional, debería ser ratificado esta semana, por la Asamblea Nacional y por el Senado.

Entre el deber europeo y la pasión democrática, el deber sale victorioso. Sin sorpresa, Nicolas Sarkozy, en efecto, había jugado fuerte durante su campaña electoral: para sacar Europa del aviso, Sarkozy se había comprometido a hacer cuanto hiciera falta para que los 27 miembros de la Unión negociasen un nuevo tratado, más o menos simplificado y que permitiera a las instituciones europeas funcionar más eficazmente. Y había anunciado

que sometería este nuevo texto —el tratado de Lisboa— a la ratificación del Parlamento para evitar otra vez la suerte de un referéndum. Eso es lo que ha hecho.

Sin sorpresa, esta próxima ratificación es también sin gloria. El pueblo había rechazado el proyecto de Constitución, hace tres años. También habrá sido dejado cuidadosamente al margen en este segundo procedimiento, a pesar de las últimas protestas de los partidarios del “no” (*nonistes*), especialmente a la izquierda y a la extrema izquierda. En buena lógica democrática, el texto debería de haber sido sometido de nuevo a la voluntad popular.

He ahí, pues, Europa salvada.

[...]

### Problemas para el mayor centro financiero del mundo

(Alistair MacDonald, en *WSJ* de 7/2)

La contracción crediticia mundial amenaza con producir otra víctima: el Reino Unido, el país que ha unido su éxito económico a su capacidad para atraer el dinero de otros países.

El Reino Unido ha obtenido grandes beneficios en su papel como el centro (*hub*) financiero rival de Nueva York. Ningún otro país es tan dependiente del movimiento de dinero extranjero a través de sus bancos. Unos 2'4 billones de dólares entraron y salieron del RU en 2006, una suma equivalente a su producción económica anual total, según los últimos datos disponibles.

El sector financiero representa más de una quinta parte de todos los salarios del RU, comparados con sólo el 6 por 100 de los empleos de Norteamérica, y contribuyó alrededor de una cuarta parte del crecimiento económico del país a lo largo de los pasados cinco años.

Pero ahora, en medio de la profunda crisis crediticia, el poderío que supone la globalización financiera se convierte en una partida del debe. El negocio inversor bancario lo está pasando mal.

[...]

### Spain's sprint slows

(*Financial Times* de 7/2)

Eurostat, la oficina de estadística de la Unión Europea, publicó en diciembre un cuadro poniendo de relieve un hecho notable: los españoles han superado a los italianos en renta por habitante.

Cualquiera que conociera España en los años 1970 —cuando era un país atrasado gobernado por un viejo dictador— sólo puede maravillarse de su transformación política y económica. Junto

con Irlanda, España ha sido uno de los fenómenos históricos de la Unión Europea; a la que se incorporó en 1986. Los nuevos Estados miembros de Europa central y oriental contemplan España como su modelo, por la habilidad con que utilizó los fondos comunitarios para lanzar su desarrollo.

Pero nunca pensaron los españoles que iban un día a superar, en términos de renta por cápita, a uno de los fundadores de la Unión. José Luís Rodríguez Zapatero, el jefe del gobierno español, que se enfrenta con unas elecciones generales el próximo mes, dice esperar que España pueda alcanzar a Francia, en esa medida, e incluso a Alemania, dentro de cinco años.

La profecía de Zapatero, sin embargo, se ha visto enturbiada con algunas dudas. El fin de una expansión inmobiliaria de diez años, unido a turbulencias financieras fuera de España, conduce a este país a preguntarse por los fundamentos de su gran salto adelante. El *sorpasso* español tuvo lugar justo cuando el crecimiento español alcanzaba una cumbre. ¿Puede resultar tan fugaz como el famoso episodio de la superación de Gran Bretaña por Italia?

Por otra parte, su economía es ahora lo suficientemente importante como para afectar a los resultados de Europa en su conjunto. “Si la construcción en España se contrae en 2008 tanto como lo hizo en Estados Unidos en 2007, el crecimiento de la zona euro se vería recortado en 0,2 puntos porcentuales”, escribió un economista del Banco de América el pasado mes.

Durante el auge febril de la construcción, dos años atrás, los economistas describieron la economía española como un “monocultivo” de ladrillos y mortero, mostrando preocupación por la circunstancia de que no había nada que pudiera sustituirle si el *boom* veía su fin. La construcción, en efecto, empleaba el 13 por 100 de la fuerza laboral. El sistema bancario canalizaba el 60 por 100 del total del crédito a actividades relacionadas con la construcción de viviendas, España construía más casas que Francia, Alemania y Luxemburgo juntos. Consumía la mitad del cemento utilizado en Europa.

[...]

“España llevó cabo una tremenda transformación en las pasadas dos décadas. Ahora debe dar el siguiente paso”, dice un economista del Deutsche Bank. El diferencial de inflación con el resto de Europa debe ser corregido. La productividad, baja, ha de ser mejorada y España debe sustituir los ladrillos y el mortero y encontrar una ruta más sostenible hacia la prosperidad.

### Europa del Este: los últimos vestigios comunistas

(Anne Rodier y otros, en *Le Monde* de 8/2)

¿Qué queda, exactamente, de los ex partidos comunistas de Europa central y oriental, de sus miembros y de su ideología?

En la República checa, el partido comunista de Bohemia y Moravia (KSCM), sucesor directo del partido comunista de Checoslovaquia, no ha renegado ni de su ideología ni de su nombre. Este partido, dirigido por Vojtech Filip, no ha ofrecido ningún *mea culpa* por 40 años de dictadura. El primer presidente después de la "revolución de terciopelo", el cineasta Jiri Svoboda, intentó ciertamente hacer evolucionar el partido hacia una formación de izquierda poscomunista, pero tanto el partido como la base lo rechazaron. Ahora reivindican un "marxismo renovado". Con 100.000 miembros y 26 diputados, el KSCM, el único partido de masas en la escena política checa, dispone de una fuerte implantación local. En campaña para su reelección, el presidente, Vaclav Klaus (derecha liberal) se ha felicitado recientemente de no haber prohibido el KSCM.

En Bulgaria, los restos son más sutiles. El antiguo partido único, el PCB, se convirtió en el Partido Socialista en 1990. La corriente marxista, minoritaria en su seno, no dejó el PSB más que en 2002. La doble adhesión del PSB al Partido Socialista Europeo, y a la Internacional socialista, desde 2003, han dado legitimidad real a este nuevo partido. Pero no puede hablarse de una rotura franca con los actores de antes de 1989.

En Rumanía, militantes del antiguo Partido Comunista —que se transformó en Partido Socialdemócrata— están todavía ahí. "Hasta la condena oficial del régimen comunista, el Estado rumano no fue más que un continuador de aquél", afirmaba, a finales de 2007, el presidente Traian Basescu. A título de ejemplo, su predecesor, Ion Iliescu, fue presidente de la juventud comunista en los años 1970. Fue reemplazado en la jefatura del partido socialdemócrata, principal fuerza de la oposición en el Parlamento, por Mircea Geoana, salido de una familia de la *nomenklatura*.

Desde la caída de los regímenes comunistas y el fin del bloque soviético, la casi totalidad de los antiguos partidos en el poder han cambiado sus programas, su estructura y su nombre, con el fin de dar una imagen socialdemócrata. Esta imagen les ha dado "una legitimidad nueva que les ha permitido conservar ciertos lazos con el pasado, aunque sin asumir en el terreno electoral los efectos negativos de la herencia", explica George Mink, director de investigación en el ISP-CNRS.

[...]

### Europa: los nubarrones abren la puerta a posibles reducciones de tipos

(Joellen Perry, en *The Wall Street Journal* de 8-10/2)

El presidente del Banco Central Europeo, reconociendo las crecientes amenazas para el crecimiento, ha abierto la puerta a posibles recortes de los tipos de interés. Mientras tanto, el Banco de Inglaterra ha bajado su tipo central, dejando opciones abiertas para posibles recortes posteriores.

Deben subrayarse los comentarios de Trichet, entre los que figuraban referencias al posible empeoramiento del crecimiento en los 15 países de la zona euro. Dado que los 21 miembros de

la junta de gobierno del BCE no habían discutido el aumento o la reducción de los tipos, Trichet implícitamente abandonó sugerencias anteriores en el sentido de que el banco podía todavía elevar los tipos si las presiones inflacionistas lo aconsejaban.

Como estaba esperado, el Banco de Inglaterra bajó su tipo central en un cuarto de punto, dejándolo en 5,25 por 100, siguiendo el del BCE en 4 por 100.

### Las barbas del vecino

(*Le Monde* de 9/2. Editorial: *Déficit comercial*)

El déficit, sin precedentes, del comercio exterior de Francia en 2007 es particularmente preocupante. El saldo negativo del mismo desde hace cuatro años arrastra automáticamente el crecimiento para abajo. Es en la exportación donde se encuentra la principal fuente de ese crecimiento, que tanta falta le hace a la economía francesa.

La amplitud de ese déficit no se explica sólo por dificultades de orden coyuntural. Por supuesto, la subida de los precios del petróleo se traduce en una factura energética de más de 45 m. m. de euros. Por lo que se refiere a la apreciación de la moneda europea, es cierto que pesa, evidentemente, en el coste de los productos franceses. Pero todo esto no debe ocultar los problemas estructurales de las empresas francesas, de los que es un testimonio la diferencia sorprendente que se observa entre los resultados de Francia y los de Alemania: a un lado del Rin, un déficit de más de 39 m. m. de euros; del otro, un excedente superior a 215 m. m.

Estas cifras "revelan ante todo las fuerzas y las debilidades de nuestra economía, en términos de competitividad", reconoce el Secretario de Estado para el comercio exterior. ¿Las fuerzas? Son indiscutibles si se tiene en cuenta el número record de los grandes contratos firmados en 2007 en los países emergentes o el nivel excepcional de las inversiones extranjeras en Francia y de las inversiones francesas en el extranjero. Pero las debilidades no son menos evidentes: pérdidas de partes de mercados, disminución del número de empresas exportadoras (alrededor de 98.000) y concentración de lo esencial de las exportaciones francesas en una pequeña proporción de las mismas.

El gobierno atribuye a las 35 horas el deterioro de nuestra competitividad en los últimos cinco años. Esta explicación es algo corta. Todo el mundo sabe, en efecto, que Francia no está muy bien situada para los productos de tecnología avanzada.

[...]

### El solo económico norteamericano irrita a los europeos

(Alain Faujas, en *Le Monde* de 10-11/2)

Los europeos critican vivamente la política económica de Estados Unidos de las últimas semanas. Los norteamericanos,

se dice, van a su aire, y así se lo han dicho los representantes de los países europeos con ocasión de la reunión celebrada ayer por los ministros de Hacienda de los Siete Grandes en Tokio.

La persona que más ha llamado la atención sobre el unilateralismo que muestran los norteamericanos después del empeoramiento de la crisis financiera es el Secretario de Estado para asuntos europeos francés, Jean-Pierre Jouyet.

Frente a una crisis de origen norteamericano que se ha propagado por toda la escena internacional se plantea un caso grave de cooperación, en especial teniendo en cuenta que la terapéutica imaginada por Estados Unidos, que condujo a la reducción de 1,25 puntos los tipos de interés, ha traumatizado a todos los aliados.

Estados Unidos ha actuado solo, con precipitación y sin concertación de ningún tipo. *Mezza voce*, los otros europeos comparten la irritación francesa, en especial el Secretario de Estado de finanzas, Thomas Mirow, "sorprendido" por la reducción brutal de los tipos por la Reserva Federal.

[...]

### Europa, enferma del virus norteamericano

(Mike Dolan, en *Herald Tribune* de 11/2)

La amplitud de la infección del virus de las hipotecas norteamericanas es cada día más evidente, incluso teniendo en cuenta que el Banco Central Europeo silencia llamadas que le piden que siga a sus parejos británico y estadounidense bajando los tipos de interés.

Las primeras estimaciones de los resultados del cuarto trimestre de las mayores economías de la zona euro no se conocerán hasta dentro de unos días. El cuadro probablemente reflejará un crecimiento, en el bloque de quince países, que superará marginalmente al de Estados Unidos a finales del año pasado.

Pero existen crecientes señales de que la crisis crediticia y la desaceleración de Norteamérica han afectado a Europa más profundamente de lo que las autoridades parecen dispuestas a reconocer. Las esperanzas de que la zona euro permanezca parcialmente aislada del estallido de la burbuja USA están siendo cada vez menores. Cisco Systems, el mayor intérprete de los datos que se ofrecen advirtió la semana pasada que los pedidos que reciben tanto los productores norteamericanos como europeos están decreciendo.

[...]

### Las pérdidas siguen sumando

(David Pilling, desde Tokio en *Financial Times* de 11/2)

Hablando después de una reunión los ministros de Hacienda del Grupo de los Siete en Tokio, Peer Steinbrück, el represen-

tante alemán, dijo que las pérdidas relacionadas con la crisis de las hipotecas inmobiliarias podrían alcanzar 400 m. m. de dólares. Tanto el ministro alemán como algunos otros de sus colegas insistieron en la conveniencia que se declararan cuanto antes las pérdidas sufridas con el fin de restaurar la confianza.

"Los próximos diez días o un par de semanas serán cruciales a este respecto, ya que entonces vamos a conocer ya los resultados de las auditorías de las cuentas de las entidades financieras afectadas por la crisis". Así se expresó el gobernador del Banco de Italia.

Por lo demás, Henry Paulson, secretario del Tesoro de Estados Unidos, dijo creer que tiene buenas razones para esperar que la recesión pueda ser evitada en su país. "Creo que podremos seguir creciendo".

[...]

### La pregunta de los 280 m. m. de dólares

(Gilliam Tett, en *Financial Times* de 12/2)

El Grupo de los Siete ha dicho que las pérdidas (*fallout*) por la crisis pueden llegar a los 400 m. m. de dólares, pero los bancos sólo han confesado hasta ahora pérdidas por 120 m. m.

Cuando, hace un año, surgió en Estados Unidos el problema de las *subprime mortgages* el banco de la Reserva Federal estimó inicialmente que las pérdidas derivadas del mismo podían alcanzar 50 m. m. de dólares.

Posteriormente, el mismo banco revisó dicha cifra, situándola en 100-150 m. m. Algunos bancos de inversión, seguidamente, doblaron estas cifras.

En Tokio, el pasado fin de semana, un ministro de finanzas habló de la posibilidad de que la cifra de pérdidas alcanzara los 400 m. m. de dólares. Pero si esto llama la atención por el volumen de la cifra, más sorprendente es que los bancos de inversión occidentales hayan confesado "sólo" alrededor de 120 m. m. de pérdidas.

La cuestión que preocupa a los Siete Grandes es dónde deben contabilizarse los restantes 280 m. m. O, como dijo un conocido experto, lo que importa ahora es saber dónde están el resto de los cuerpos.

Una respuesta podría ser que las pérdidas incluidas en el resto de la citada cifra no se hayan producido aún. Por otro lado, las diferentes formas de auditar que se utilizan en el mundo puede dificultar grandemente la cuestión.

[...]

Sin embargo, mientras la variedad auditora persista, la inquietud —o la desconfianza— es probable que continúe. Ese terrible misterio de los 280 m. m. de dólares, en otras palabras, puede tener ante sí un largo camino por recorrer.

### ¿Qué significa la recuperación presente del dólar?

(Peter Garnham, en *Financial Times* de 12/2)

La mayor fortaleza del dólar que ha seguido a los horribles datos recientes sobre la economía de Estados Unidos ha hecho pensar que el mercado de cambios ha experimentado una de sus periódicas variaciones de enfoque.

Según los analistas, en efecto, los inversores pueden estar olvidándose de su larga preocupación por el rendimiento por preocuparse más bien, en el estado de crisis presente, por premiar a las divisas con mayor perspectiva de crecimiento.

Los inversos en divisas, durante la mayor parte de los últimos seis años, han favorecido con sus inversiones a los bancos centrales que subían los tipos de interés, comprando sus monedas, o, por el contrario, vendiendo las divisas de aquellos países que habían recortado los tipos. Esto fue así cuando la Reserva Federal empezó a bajarlos, en la segunda mitad del año pasado, con lo que el dólar bajó hasta registrar 1,4968 dólares frente al euro, el pasado noviembre.

Sin embargo, el caso es que el dólar ha resistido frente a las otras monedas importantes a lo largo de los últimos tres meses, a pesar de las malas noticias que ha ido generando la economía norteamericana, en su camino hacia una posible recesión.

La semana pasada, el dólar registró la mejor cotización de los últimos dieciocho meses frente al euro. ¿Será, como se apuntaban más arriba, que los que operan en los mercados de cambios han prestado atención, últimamente, sobre todo a la evolución a la baja de los tipos de interés? ¿Y será esto, en definitiva, lo que explica la mayor fortaleza —relativa— del dólar, las últimas semanas?

[...]

### ¿Un euro sin brillo?

(Toni Vorobyova, en *Herald Tribune* de 14/2)

La marcha triunfal del euro sobre el dólar, de seis años de duración, podría estar llegando a su fin a medida que la economía europea se vaya debilitando y los agentes empiecen a pensar que el Banco Central Europeo puede reducir los tipos de interés.

El euro experimentó la semana pasada su mayor deslizamiento frente al dólar, después de un año y medio, y cabe prever que su devaluación, este mes, podría ser la más pronunciada desde septiembre de 2005.

Los mercados han llevado ya a cabo correcciones motivadas por la crisis de Estados Unidos, pero hasta hace poco las inversiones se habían mostrado confiadas por lo que a la econo-

mía de la zona euro se refiere. Esto dejó al euro vulnerable ante posibles malas noticias, como el informe, la semana pasada, sobre la situación del sector servicios, más débil de lo que se esperaba.

“Creo que el oleaje ha cambiado de sentido, y que el sentimiento positivo del dólar, últimamente, se está consolidando”, ha dicho un experto.

La creciente evidencia de que Europa no podrá eludir la crisis económica supone una mayor presión sobre el Banco Central Europeo para que siga los pasos de la Reserva Federal y rebaje también sus tipos.

El BCE dejó su tipo central inalterado en un 4 por 100, la semana pasada. Pero los inversores detectaron la posibilidad de reducciones a corto plazo. Esto ha conducido a que el mercado haya pensado que el BCE pueda, en efecto, recortar los tipos antes de fin de año, en línea con lo que se piensa que puede ocurrir en Estados Unidos y Gran Bretaña.

[...]

### Ben Bernanke al habla

(Edmund L. Andrews, en *The New York Times* y *Herald Tribune* de 15/2)

Ben Bernanke, el presidente del Consejo de la Reserva Federal, dijo ayer que las perspectivas (*outlook*) económicas de Estados Unidos habían empeorado, creando así la oportunidad de reducir de nuevo los tipos de interés.

Testimoniando ante el Banking Committee del Senado, Bernanke dijo también que él todavía esperaba que la economía siguiera creciendo, aunque a un ritmo lento, en los inmediatamente próximos meses, para acelerarse más adelante.

Bernanke, en su informe, siguió sin predecir la proximidad de una recesión, insistiendo en que el banco central sigue muy atentamente el desarrollo de la situación, para actuar de la mejor manera en cuanto sea necesario.

El mayor número de los pronosticadores, por otra parte, entiende ahora que los riesgos de una recesión son de un 50 por 100, y un creciente número de los mismos entiende que ya se ha iniciado una “contracción económica”.

Por lo demás, según las previsiones de los analistas norteamericanos, las señales de un debilitamiento de la economía en Europa son cada día más manifiestas.

(*Herald Tribune* de 15/2)

Las acciones bajan y el petróleo sube tras el informe de Bernanke ante el Senado.

Una recuperación generalizada de la bolsa de valores se invirtió hacia abajo después de que Bernanke informara ante el Senado.

Los precios del petróleo, en efecto, subieron y los bonos bajaron. Los inversores temieron que los bancos centrales no estuvieran en condiciones de reducir los tipos de interés mucho más dada la amenaza de inflación en medio de un crecimiento económico endeble.

En su informe, Bernanke repitió declaraciones suyas anteriores en el sentido de que el banco central estaba vigilante, pero añadió que la Reserva Federal tenía la intención de rebajar sus estimaciones de crecimiento “dentro de una semana”, en línea con previsiones más pesimistas de pronósticos privados.

[...]

---

### **El informe sobre ayuda al desarrollo**

(*Le Monde* de 16/2. Editorial)

Deben hacer más y mejor. He ahí la principal conclusión que se deduce de la lectura del informe de la OCDE sobre la ayuda pública al desarrollo. Es verdad que los países ricos dan más que

antes: un centenar de miles de millones de dólares. Pero si se omiten los descuentos (*remises*) por deudas y el caso particular de Irak, las transferencias netas de los países de la OCDE no superan los 70 m. m. de dólares, frente a 57 m. m. en 2002. Los objetivos establecidos por la ONU en 2000 —y de un modo especial la disminución del 50 por 100 de la pobreza en 2010— no serán alcanzados. Se necesitarían 25 m. m. de dólares suplementarios dentro de dos años. Los países ricos no parecen dispuestos a cederlos.

Se impone hacer más. Pero esto no basta. Hace falta igualmente profundizar en el análisis de la ayuda al desarrollo. Lo exigen tres evoluciones recientes. La primera es que los países ricos ya no tienen el “monopolio del corazón”. Desde la Fundación Bill y Melinda Gates (que aportará 3 m. m. de dólares anuales) a la presencia de nuevos países donantes, como Vietnam, las fuentes de financiamiento se multiplican. Incluso en occidente, la ayuda cambia. Las opiniones públicas creen más en las ayudas con objetivos concretos (un hospital, una escuela, etc.) que la ayuda a un gobierno que nadie sabe cual será el destino.

Segunda razón:

[...]

## Los efectos de la crisis crediticia en el sistema financiero español

Santiago Carbó Valverde\*

José Manuel Mansilla Fernández\*\*

Francisco Rodríguez Fernández\*

### 1. Introducción

La crisis crediticia provocada por el colapso del mercado hipotecario de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos se mantiene como el principal centro de atención en los mercados bancarios mundiales, en un entorno en el que la incertidumbre va más allá probablemente de esta crisis y sus efectos se mezclan con unas condiciones macroeconómicas que presentan otros interrogantes coyunturales y estructurales en numerosas economías. Aun cuando esta mezcla de causas y efectos, financieros y reales, dificulta el análisis de las consecuencias de la crisis crediticia en sí, en esta nota se trata de estudiar su impacto en la economía española en 2008, prestando especial atención a los efectos sobre la provisión de crédito a hogares y empresas, la evolución del coste de la financiación y la estabilidad financiera.

La arquitectura de la crisis financiera ha sido, sin duda, tratada en numerosas publicaciones y medios de comunicación en los últimos meses. Sin embargo, siguen abiertos numerosos interrogantes y existe tan sólo un consenso relativo respecto a sus mecanismos de generación y expansión. En cuanto a la generación, el problema se origina en Estados Unidos, al crecer significativamente el porcentaje de impagos de la cartera de hipotecas de "alto riesgo" o *sub-prime*. El crecimiento de los impagos reveló, en sí mismo, errores de previsión en la gestión de riesgo de estas carteras y, en particular, a la sensibilidad de las ratios de cumplimiento de las obligaciones crediticias a los incrementos en los tipos de interés de referencia. En lo que se refiere a los mecanismos de propagación, la crisis trascendió de

forma acelerada el mercado hipotecario estadounidense, al revelarse que gran parte de las carteras crediticias de alto riesgo habían sido colocadas en fondos de titulización bajo diversas denominaciones y modalidades de contratación. Los mercados mundiales de bonos digirieron mal —desde la perspectiva cuantitativa— las pérdidas declaradas por muchos de estos fondos, si bien los efectos más negativos —desde la óptica cualitativa— vendrían dados por la pérdida generalizada de confianza en los mercados de bonos y, por extensión, en los interbancarios de todo el mundo.

¿Cuál es la situación del sector bancario español ante este escenario de crisis de confianza? ¿Cuál es el impacto previsible de esta crisis sobre la financiación bancaria? En este artículo se ofrece un diagnóstico general sobre sus efectos en el corto y medio plazo en el sistema crediticio español. Con este fin, incluye dos apartados tras esta introducción. En el primero se repasan algunos de los principales elementos que definen la crisis de confianza en todo el mundo y sus mecanismos de transmisión a la economía, con objeto de identificar la situación del mercado bancario español ante los mismos. Para ello, se muestran las fortalezas y debilidades de la economía y el sector bancario en España. El segundo apartado recoge algunas previsiones para 2008 de la evolución previsible del crédito, morosidad, coste de la financiación y otros indicadores de relevancia. El artículo se cierra con un resumen de las principales conclusiones y previsiones.

### 2. Factores determinantes del impacto de la crisis crediticia

Evaluar el impacto de la crisis crediticia requiere, al menos, la identificación de tres elementos básicos. En primer

\* Universidad de Granada y FUNCAS.

\*\* FUNCAS.

lugar, es necesario determinar cuáles son los principales mecanismos de transmisión de esta crisis al entorno macroeconómico. En segundo término, es preciso identificar en qué medida estos riesgos pueden afectar de forma diferencial al sector bancario español, en función de sus particularidades, fortalezas y debilidades. En tercer lugar, es conveniente delimitar hasta qué punto otros riesgos y debilidades paralelas del entorno macroeconómico podrían exacerbar o reducir los efectos de la crisis de las *subprime* en España.

## 2.1. Mecanismos de transmisión de la crisis crediticia

La crisis crediticia presenta algunas raíces comunes que explican su difusión a partir de debilidades del sistema financiero, entre las que cabe destacar tres: i) errores en los sistemas de incentivos que determinan la gestión del riesgo bancario; ii) una compleja estructura de relaciones entre los avances en la gestión del riesgo de crédito, la innovación financiera y el ciclo económico; iii) la persistencia de algunos paradigmas anquilosados de valoración de activos y, en términos amplios, la generalización de un modelo de "creación y re-distribución" (*origination and re-distribution*) de activos que surgió como la gran esperanza para la generación de liquidez y ocultó, a su vez, muchos riesgos paralelos que se han manifestado más recientemente.

### 2.1.1. Errores en los sistemas de incentivos

La literatura reciente sobre gestión bancaria ofrece cada vez más evidencia de que los sistemas de compensación (salarios, incentivos) y la creación de estructuras de intereses en el sector bancario comprometen en muchos casos el valor a largo plazo de la propia empresa bancaria. Este problema se observa principalmente en la gran banca internacional donde los incentivos de los ejecutivos encargados de la gestión del riesgo se concentran en un difícil equilibrio entre la generación de rendimientos para la entidad y la obtención de compensaciones sobre estos rendimientos (a corto plazo). Esta relación explica, en gran medida, por qué en el sector bancario se extiende la visión de que a medida que el grado de competencia se incrementa —y sobrepasado un determinado nivel— el riesgo bancario, en lugar de reducirse, se eleva de forma significativa, en gran parte inducido por un creciente riesgo moral por parte de los gestores de cartera y los responsables de la operativa en mercados interbancarios y de valores internacionales. Estas prácticas, en definitiva, describen la relación en forma de U-invertida que se observa en la actualidad, en muchos mercados, entre competencia bancaria y riesgo de crédito. A medida que la

competencia aumenta, el riesgo disminuye pero, a partir de un cierto nivel de competencia, los problemas de agencia y otros fallos de mercado pueden marcar un punto de inflexión en esta relación.

Estos problemas se agravan cuando se observa —sirvan, como ejemplo, algunos de los escándalos financieros recientes derivados de la crisis crediticia— que estas prácticas se han generalizado en algunos mercados bajo el lema de "haz como los demás". Es más, la generalización de las prácticas de excesivo riesgo, en algunos casos, no aparece como un problema de irracionalidad económico-financiera sino como un dilema competitivo en el que los jugadores parecen tener escasas alternativas para alcanzar el éxito.

### 2.1.2. Una compleja estructura de relaciones entre los avances en la gestión del riesgo de crédito, la innovación financiera y el ciclo económico

Nadie pondría en duda que el riesgo crediticio tiene un importante componente dinámico. En este sentido, sin embargo, surge una de las principales dificultades para su control, al cambiar las estructuras que lo determinan ante *shocks* exógenos no controlados a lo largo del tiempo. La respuesta general de los supervisores y las redes de seguridad bancarias es seguir una norma tan simple de enunciar como difícil de definir en la práctica: "los incrementos del riesgo crediticio deben ir acompañados de incrementos proporcionales en el capital". Y es en este principio "sencillo" donde surge, paradójicamente, la dificultad, al no poder determinarse a priori, cuál es el inicio y/o el fin de un ciclo económico o qué riesgos entrañan los cambios de ciclo. En este punto, el acuerdo de adecuación de capitales de Basilea II incluye numerosas disposiciones que pretenden, en teoría, acotar este componente cíclico del riesgo de crédito. No obstante, numerosos analistas no dudan en criticar que Basilea II, en lugar de tener efectos anticíclicos, puede comportar efectos pro-cíclicos y, por lo tanto, exacerbar el riesgo de crédito en fases de escaso crecimiento económico. En todo caso, los efectos atribuibles a Basilea II son limitados y se restringirían, de darse, al proceso de adaptación a los mismos que vienen realizando las entidades financieras en los últimos años ya que todavía no se ha implementado.

En lo que se refiere a la innovación financiera, tal vez sea este uno de los pilares de la conexión entre la crisis crediticia y el entorno económico. Existe, en este punto, una triple relación entre innovación, opacidad y deuda que puede resultar tremendamente negativa para el riesgo de crédito. En particular, gran parte de los mecanis-

mos de re-ingeniería financiera (fondos de conducción, titulación de carteras de alto riesgo, métodos de valoración de las agencias de calificación) no han contado con la suficiente transparencia y, en muchos casos, eran desconocidos o “no controlados” para algunos gestores bancarios, generando posiciones de deuda con riesgos y pérdidas efectivas de sustanciosa cuantía. La evolución previsible de los mercados crediticios en 2008 y 2009 va a depender, en gran medida, de la forma en que estos riesgos emerjan y de las medidas que —tanto desde el sector financiero como en materia de supervisión— se arbitren para incrementar la transparencia en este campo.

### 2.1 3. Paradigmas anquilosados de valoración de activos y de un modelo de “creación y re-distribución” (origination and re-distribution)

El modelo de “creación y re-distribución” surgió como una nueva forma de hacer banca, para generar liquidez cuando existen tensiones importantes por el lado del pasivo. Este modelo ha propiciado que en los últimos años hayan nacido numerosos vehículos de titulación que, si bien han supuesto innovaciones financieras críticas para el propio desarrollo y supervivencia de la industria, han conllevado, en algunos casos, un aumento significativo de las asimetrías informativas y una dificultad creciente para determinar qué riesgos se estaban realmente diversificando con estas operaciones y cuáles estaban, simplemente, siendo transferidos a otros agentes sin un control suficiente de su cuantía e impacto. Este problema se hace aún más difícil de controlar cuando se considera la creciente interconectabilidad de los sectores bancarios mundiales. No es sorprendente, en este sentido, que los supervisores anuncien que estos vehículos de inversión serán sometidos a controles y requisitos informativos indudablemente más severos que los inicialmente previstos bajo el acuerdo de Basilea II.

Muchos de estos activos titulizados constituyen auténticos motores generadores de la crisis crediticia. Entre ellos, los fondos de cobertura se han convertido en jugadores estrella de la crisis *subprime* y, en particular, su apuesta por las obligaciones de deuda con garantías colaterales o CDOs (*Collateralized Debt Obligations*) que han pasado de ser considerados como uno de los cimientos principales de crecimiento de la industria financiera a una de las más destacadas fuentes de riesgo. En algunas entidades financieras internacionales, la venta de pagarés y otros títulos de deuda a corto plazo, para después comprar deuda de mayor rendimiento a más largo plazo —como CDOs— se convirtió en una práctica habitual. En términos generales, a los CDOs se unieron todo tipo de certificados de deuda titulizados a los que comúnmente se denominó Vehículos Estructura-

dos de Inversión o SIVs (*Structured-Investment Vehicles*). En este entorno de innovación financiera, ya antes de la crisis, a principios de 2007, estos vehículos arrojaban pérdidas superiores a los 300 millones de dólares que, al final de año, se multiplicaban, sólo para el mercado estadounidense, por más de diez. Algunos de los fondos que acumularon más pérdidas eran los que habían recibido en los años anteriores las calificaciones más elevadas por parte de las agencias de *rating*, lo que se ha interpretado como el síntoma más inequívoco de la existencia de opacidad informativa y del riesgo inherente a estas innovaciones financieras.

### 2.2. La situación del sector bancario español

Una vez identificados los principales mecanismos propagadores de la crisis crediticia al entorno macroeconómico conviene cuestionarse en qué medida se encuentra expuesto el sector bancario español e identificar las principales fortalezas y debilidades en este contexto. En una perspectiva amplia, llama la atención que el caso español aparezca, en cierto modo, como una “isla” dentro del clima generalizado de turbulencias financieras para muchos analistas internacionales, lo que sugiere que existen algunos rasgos diferenciales del mercado español que permiten afrontar la crisis con algunas garantías sin que ello, implique, en absoluto, que no existan riesgos importantes y otras debilidades específicas, como se describe a continuación.

En lo que se refiere a los errores en los sistemas de incentivos, el sector bancario español presenta algunas ventajas que permiten paliar estos efectos. Por un lado, la banca española que opera a escala internacional ha centrado sus esfuerzos en los últimos años —desde una posición de relativa fortaleza— en la expansión y consolidación en otros mercados y no tanto en la explotación del binomio “incentivos-riesgo” en mercados domésticos, más saturados. Asimismo, una de las grandes fortalezas del mercado bancario español reside en la diversidad de entidades bancarias que permite la coexistencia, a su vez, de diferentes modelos de diversificación de negocio y de riesgo bajo reglas de supervisión comunes. En paralelo, existe una relativa flexibilidad para esta diversificación derivada de una larga tradición de banca universal que permite a las entidades bancarias españolas no solo la diversificación del negocio crediticio sino intersectorial (seguros, pensiones, fondos de inversión, *brokerage*).

En este punto, sin embargo, las previsiones macroeconómicas señalan algunas dificultades en el horizonte de especial importancia para el sector bancario español, derivadas principalmente de la ausencia de esta flexibilidad en la economía. Por una parte, se teme que los negativos datos macroeconómicos que se prevén para Estados Unidos

durante 2008 tengan una repercusión sobre las tasas de crecimiento y las expectativas de las economías europeas y entre ellas la española. Por otro lado, mientras que en Estados Unidos se prevé una mejora significativa de la situación económica hacia finales de año —dada la flexibilidad de su sector industrial—, en España, la excesiva dependencia de la construcción podría no permitir una recuperación tan acelerada, aunque probablemente, como contrapartida, en la economía española sólo se espera una corrección en la senda de crecimiento, pero no tasas negativas.

En lo que respecta al segundo de los mecanismos de transmisión de la crisis a la economía —el que surge de la innovación financiera y el riesgo de crédito— las entidades de depósito españolas presentan algunas ventajas derivadas tanto de su estrategia de negocio como del papel proactivo del supervisor bancario. En el primero de los casos, los intermediarios bancarios españoles han afrontado la tendencia hacia la titulización siguiendo un modelo de *"buy and hold"*, que consiste en comprar y vender como títulos los créditos con menor perfil de riesgo y mantener los riesgos bajo la gestión de balance, con total transparencia. En el segundo de los casos, la regulación de las provisiones anticíclicas para insolvencias —en la que el Banco de España fue pionero— presenta al sector bancario español con un posicionamiento fuerte ante el cambio de ciclo y el previsible aumento de la morosidad asociado al mismo. En cuanto a la existencia de una compleja estructura de relaciones entre los avances en la gestión del riesgo de crédito, la innovación financiera y el ciclo económico, la situación del sector bancario español también presenta luces y sombras aunque, definitivamente, más fortalezas que debilidades. En lo que se refiere a los avances en gestión del riesgo de crédito, las entidades bancarias españolas no encajan en el perfil medio de la entidad más afectada por la crisis, los llamados *monoliners* (entidades centradas en una única línea de negocio). Bancos, cajas y cooperativas de crédito vienen, de largo, combinando la actividad crediticia con una diversificación creciente en mercados de valores, participaciones industriales y otras inversiones alternativas que les ha permitido reducir uno de los costes fundamentales en la banca moderna, los "costes de participación", aquellos derivados de negociación en mercados cada vez más complejos y que sólo pueden bajarse con la experiencia de participación en estos mercados. El modelo de banca universal español ha favorecido esta experiencia.

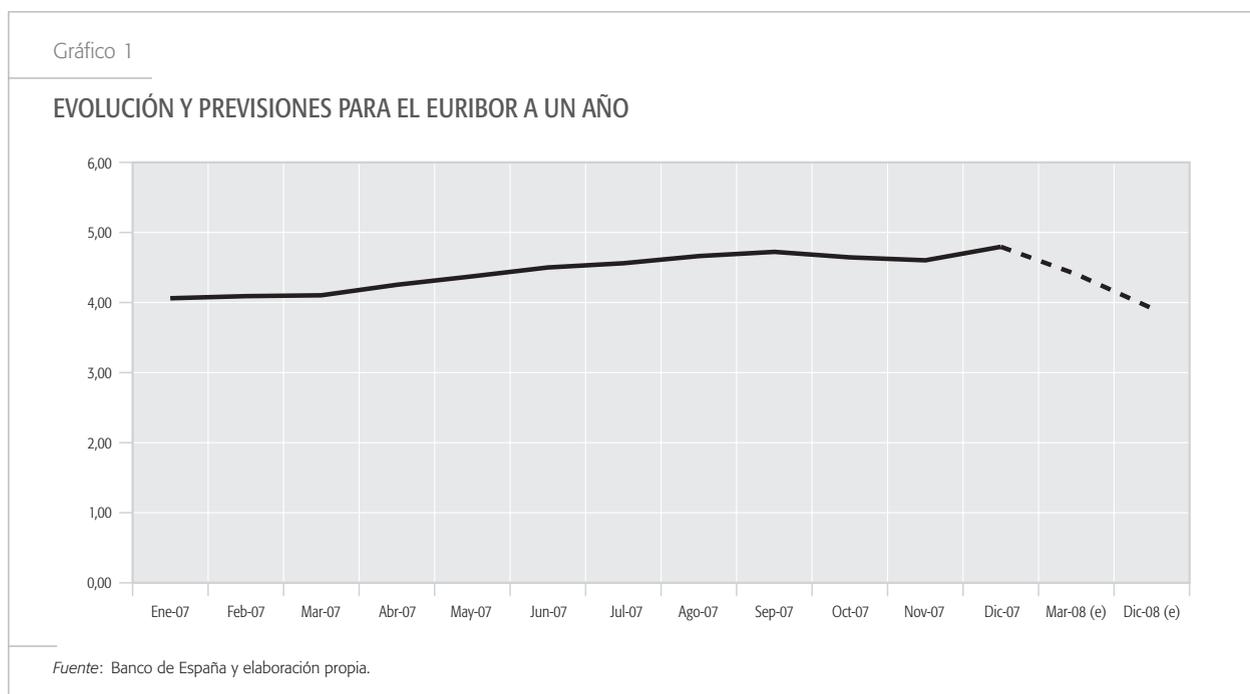
Tal vez la debilidad más destacada en este punto es el crecimiento del mercado inmobiliario en España en los últimos años y la dependencia del mismo para crecer. Por extensión de lo que ha sucedido en EE. UU., los riesgos futuros de la crisis *subprime* se están asociando —de forma no siempre razonada— a los países en los que se ha producido un recalentamiento en el mercado inmobiliario, en

tre ellos, España y Reino Unido. En este entorno, debe recordarse que el mercado de crédito de alto riesgo en España es marginal y está fuertemente respaldado por garantías colaterales, aunque sí han proliferado hipotecas por el 100 por 100 del valor tasado del inmueble y con elevados plazos de amortización y deuda final que supone, en muchos casos, una importante carga en la renta mensual del prestatario. La evolución de los tipos de interés y el empleo determinarán en gran medida cuán elevado será el aumento de la morosidad. Si los tipos de interés evolucionan a la baja se generará un riesgo importante para la economía por el lado de la inflación. Esta difícil elección marca las asimetrías y efectos indeseados que ineludiblemente genera la política monetaria en tiempos de crisis. Resulta esperable —sin que ello entrañe una reducción significativa de la concesión de financiación— que las condiciones de acceso al crédito se endurezcan de forma significativa durante 2008 y que los criterios del Banco de España a efectos de tasación inmobiliaria se tomen más estrictos.

El tercero de los mecanismos de transmisión, la existencia de paradigmas anquilosados de valoración de activos y de un modelo de "creación y re-distribución" se compensa en el caso español, como se señaló anteriormente, con una política de "apuesta por la calidad" en el mercado de titulización. En este punto, conviene cuestionarse cómo emprenderán las entidades bancarias españolas las exigencias de gestión de un nuevo escenario bancario en el que la disciplina en la dirección (*management discipline*) se considera el factor clave de supervivencia. No cabe duda, en este contexto, que las entidades bancarias españolas gozan de una amplia reputación internacional en su eficiencia y gestión, y resulta difícil determinar si optarán por cambios en su dimensión —con fusiones domésticas, entre entidades nacionales— o por una adaptación constante del modelo de negocio a las condiciones de mercado. En cualquier caso, en el sector se extiende la idea de que la crisis generará un nuevo modelo de banca que habrá de concretarse hacia 2010, con requisitos de capital y exigencias de gestión más severas. El punto de partida, de bancos, cajas y cooperativas en España es, sin duda, favorable pero, como en cualquier otro sector bancario, requerirá nuevos esfuerzos y transformaciones.

### 3. Previsiones para 2008

En esta sección se señalan algunas previsiones que, desde FUNCAS, se realizan sobre la evolución de algunos agregados financieros cuyo desarrollo resulta determinante para el crecimiento económico en España. En la elaboración de estas previsiones se han considerado los análisis prospectivos de los principales organismos internacionales



para la economía española, así como herramientas de previsión que emplean, principalmente, algunos indicadores adelantados observados en la industria financiera y bancaria española, así como los resultados obtenidos por estas entidades al cierre de 2007. El análisis parte del coste de la financiación, tomando como referencia el índice Euríbor a un año. Buena parte de las previsiones que siguen al mismo respecto al crédito al sector privado, la morosidad y la dotación de fondos propios, dependen del mantenimiento del escenario previsto en estos tipos de interés.

Siguiendo la metodología descrita, en el gráfico 1 se muestra la evolución del índice Euríbor a un año entre enero y diciembre de 2007, con previsiones para marzo y diciembre de 2008. Este índice determina, en buena medida, el coste de las hipotecas, al referenciarse un porcentaje muy elevado de ellas al mismo. La tendencia observada durante 2007 fue, entre marzo y septiembre, marcadamente al alza, con un comportamiento irregular en los meses posteriores. Para 2008, se estima que estos movimientos al alza y la baja se sucederán, si bien predominarán los segundos sobre los primeros para cerrar 2008 con un Euríbor a un año en torno al 3,8 por 100.

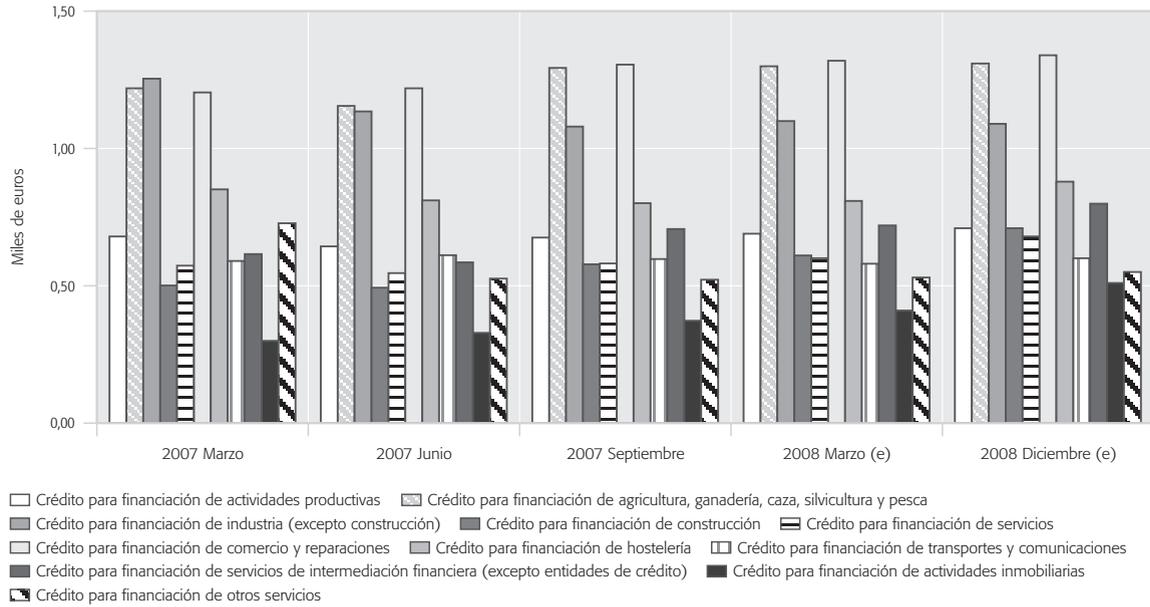
A pesar de esta evolución ligeramente a la baja del coste de la financiación, resulta esperable un incremento de la morosidad en el crédito al sector privado en España. El gráfico 2 muestra la evolución de las tasas de dudosa en el crédito a actividades productivas para el período considerado y las previsiones para 2008, según el destino de este crédito. Las tasas se expresan en promedio.

Destacan los aumentos de los créditos dudosos en la financiación para construcción y para actividades inmobiliarias, que pueden repuntar hasta cuatro décimas para situarse, en promedio, en torno al 1 por 100. En este gráfico solo se muestran las tasas de dudosa en crédito a actividades productivas si bien se estima que el crédito hipotecario para hogares incrementará la morosidad (declarada, no dudosa) desde el 2 por 100 a finales de 2007 hasta tasas superiores al 3,5 por 100 a finales de 2008. Sin embargo, el incremento del crédito dudoso no será exclusivo de las actividades ligadas al sector construcción e inmobiliario, en la medida en que el crédito a sectores comerciales y hostelería presentará tasas de morosidad e incrementos en las mismas tanto o más elevados, tal y como muestra el gráfico 2. Debe señalarse, en cualquier caso, que la dudosa en crédito a actividades productivas se mantiene, aún, en niveles muy reducidos comparados con otros países de nuestro entorno y, en particular, con los registros observados en Estados Unidos.

¿Marcará la negativa evolución del cumplimiento de las obligaciones crediticias una restricción considerable en la oferta de crédito? El endurecimiento de las condiciones de concesión será inevitable, si bien es previsible que el crédito al sector privado siga su ritmo ascendente, aunque con tasas de crecimiento algo más moderadas (y cercanas a valores de equilibrio). Por lo tanto, en el sector crediticio existirá, como muestra el gráfico 3, una corrección que, en ningún caso, comprometerá severamente las perspectivas de financiación e inversión de los agentes privados, si bien impondrá, como para el resto de la economía, una mayor mo-

Gráfico 2

EVOLUCIÓN DEL PORCENTAJE DE CRÉDITOS DUDOSOS SEGÚN DESTINO



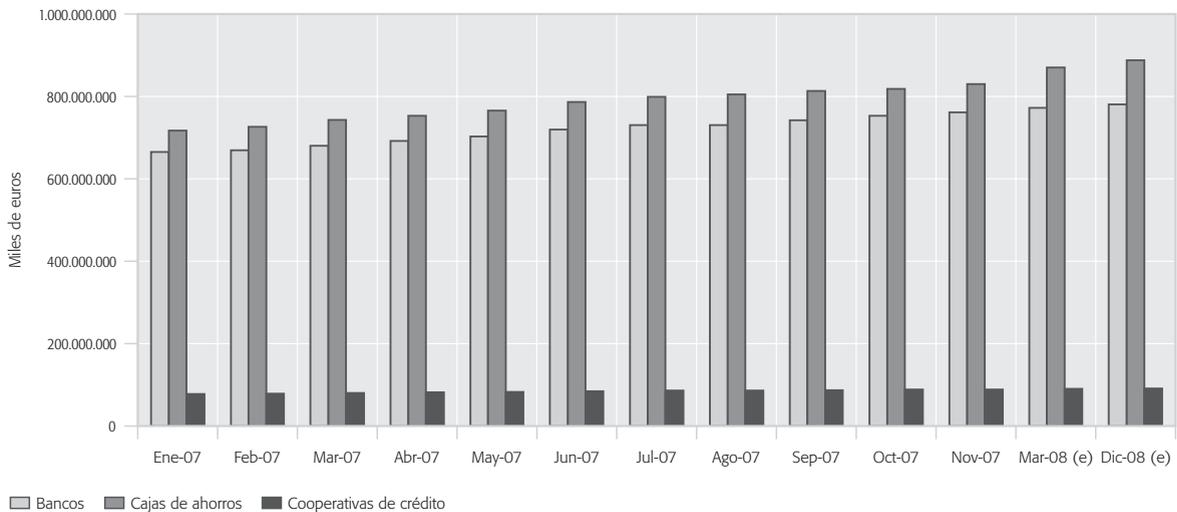
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

deración en sus tasas de crecimiento. En el caso de los bancos, las tasas de crecimiento medias del crédito se situarán en torno al 0,5 por 100 mensual, mientras que para cajas

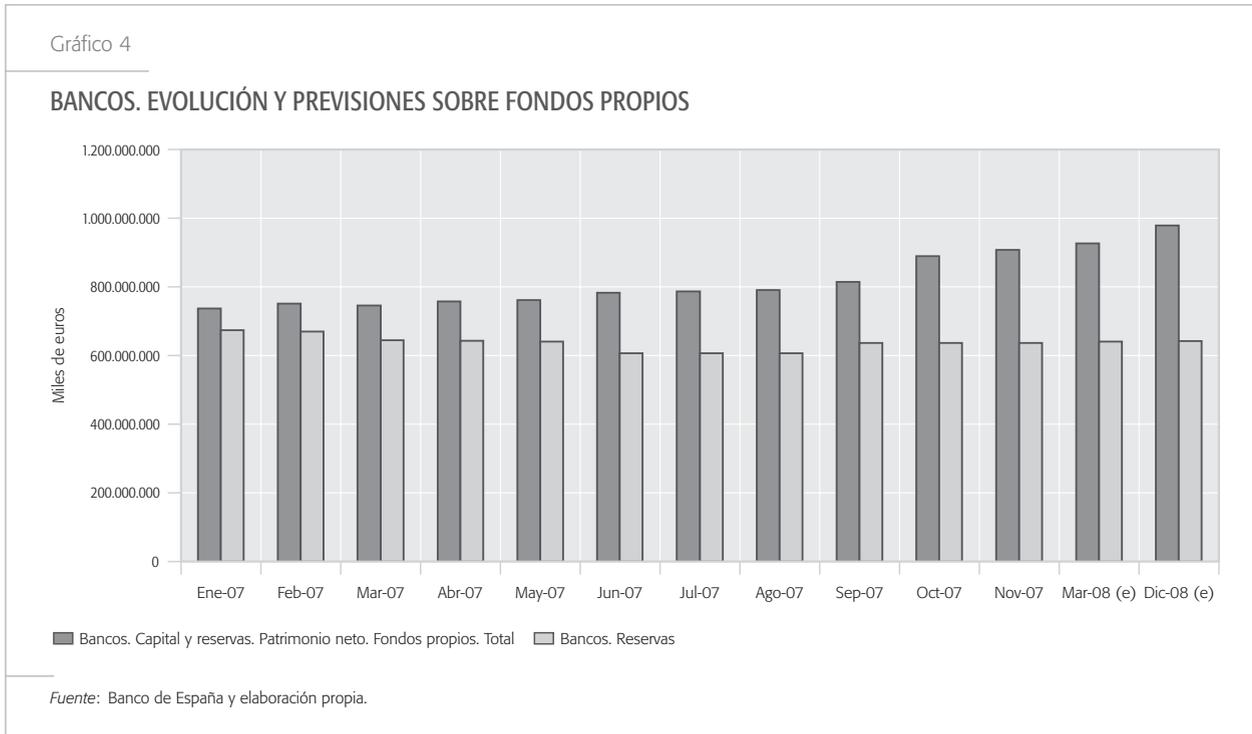
y cooperativas serán del orden del 0,7 mensual. Con esta evolución, se prevé que a finales de 2008 el crédito bancario al sector privado en España se acerque a los 1,5 billones

Gráfico 3

EVOLUCIÓN Y PREVISIONES DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO POR GRUPOS DE ENTIDADES



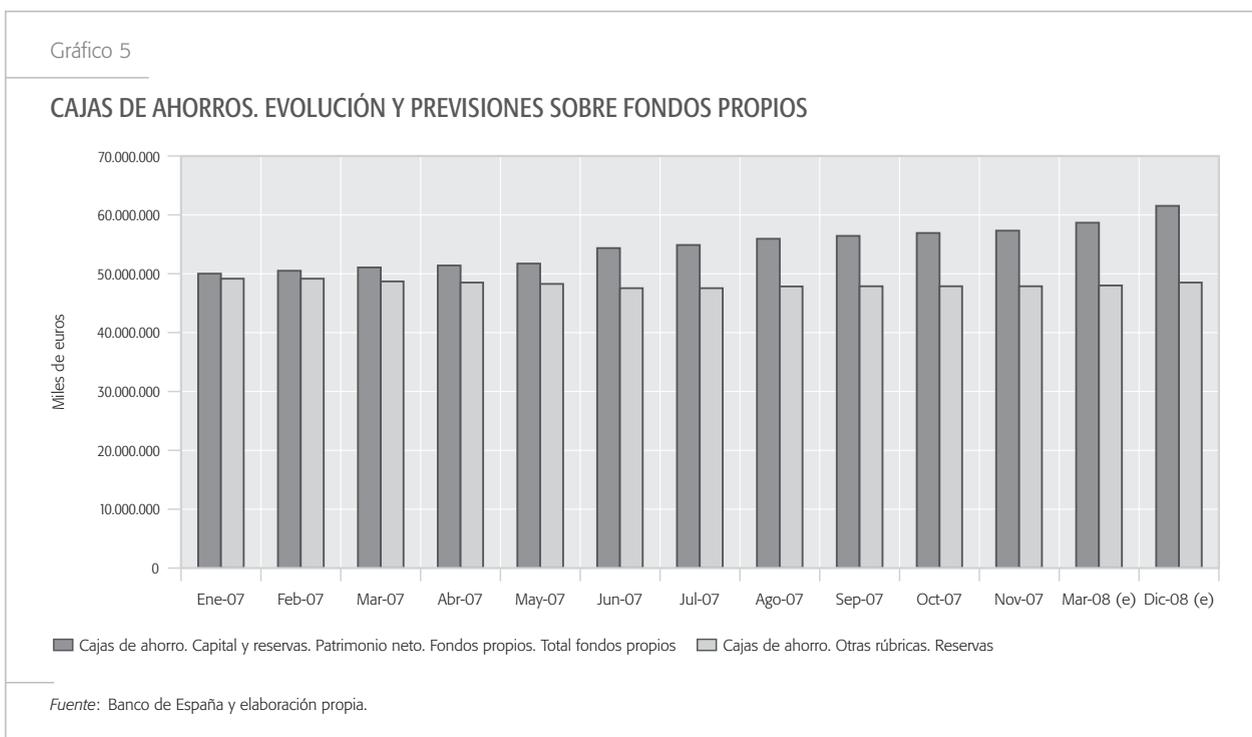
Fuente: Banco de España y elaboración propia.



de euros y que las cajas de ahorros alcancen la cuota del 50 por 100 del mercado, seguidas por los bancos (44 por 100) y las cooperativas de crédito (6 por 100).

En cuanto al respaldo del capital para esta expansión crediticia, los buenos resultados que han mostrado las en-

tidades financieras españolas al cierre de 2007 (y, en particular, en comparación con los observados en el contexto internacional) les permitirán ampliar sus recursos propios durante 2008 para cubrir los riesgos inherentes al incremento de la morosidad. Los gráficos 4 y 5 muestran los fondos propios totales y las reservas en bancos y cajas de ahorros,



respectivamente, incluidas las previsiones para 2008. Los aumentos registrados por ambos grupos de entidades en el total de fondos propios durante 2007 fueron del 2 por 100 mensual en los bancos y del 1,7 por 100 en las cajas de ahorros. Durante 2008 se espera un mantenimiento de estas dotaciones que eleve el valor total de los fondos propios de estas entidades por encima del 12 por 100 en el caso de los bancos y del 11 por 100 en el caso de las cajas. En cualquier caso, como sugieren los gráficos 4 y 5, en los bancos el incremento será más destacado por la vía de ampliaciones de capital mientras que las cajas dotarán mayores recursos, en términos comparativos, en reservas.

#### 4. Conclusiones

Del análisis, datos y previsiones ofrecidos en este artículo parece dominar la hipótesis de que la crisis crediticia se extenderá durante 2008 y que, sobre todo, la primera mitad del año puede ser dura para los mercados crediticios y el aumento de la morosidad, con las implicaciones que esto tiene para la economía real. Es esperable —de hecho, es ya palpable— un endurecimiento considerable de las condiciones de concesión de crédito (basta observar las encuestas periódicas de préstamos bancarios del Banco de España) que no se limita al segmento hipotecario sino a préstamos de importe medio e, incluso reducido lo que, muy probablemente vendrá a ralentizar el consumo de los hogares.

En el caso español, en cualquier caso, no pueden identificarse las correcciones a la baja que vienen dándose sobre las expectativas de crecimiento con el más que relativo enfriamiento del mercado crediticio. Estas revisiones responden, seguramente en mucha mayor medida, a la ralentización del mercado inmobiliario, que trasciende la crisis de confianza y supone una corrección tan esperada como dura en términos de empleo y crecimiento. El resultado general de estas tendencias para la economía dependerá, asimismo, de la evolución de los tipos de interés, si bien España parece presentar en los últimos meses una menor sintonía con la evolución cíclica europea en la que reducciones de los tipos de interés pueden conllevar problemas aún más importantes por el lado de la inflación.

En cualquier caso, el problema de la inflación en España se halla, asimismo, considerablemente condicionado por presiones exógenas como la subida del precio del petróleo. Asimismo, la desaceleración prevista en la demanda interna puede paliar estas tensiones inflacionistas y los efectos de las reducciones previstas en los tipos de interés.

En cualquier caso, y con la vista en el largo plazo, la acomodación paulatina del sector inmobiliario es más deseable que una brusca corrección y lo que sí parece urgir es el desarrollo de todo tipo de medidas de reforma estructural que puedan reducir la excesiva dependencia de la economía española de este sector. Por el lado financiero resulta deseable, eso sí, que se restablezca la confianza en los mercados de bonos e interbancarios de modo que ninguna empresa —ni siquiera inmobiliaria— sufra importantes restricciones en su financiación que condicione de forma severa su expansión.

Ofrecer otras recetas para superar esta crisis sería aventurado. Las facilidades que, de forma extraordinaria, parecen ofrecer los bancos centrales —Banco Central Europeo, Reserva Federal y Banco de Inglaterra, por ejemplo— han contribuido a aliviar estas tensiones en momentos muy concretos pero no se les puede pedir que sean la solución final y definitiva. En este terreno, las drásticas reducciones de los tipos de interés que ha realizado la Reserva Federal de Estados Unidos en enero de 2008 han generado un debate entre aquellos que las consideran una medida necesaria, y casi ineludible, de urgencia para animar la economía estadounidense y aquellos otros que opinan que reporta una señal negativa a los mercados de valores y problemas de riesgo moral.

En el caso español, tan solo la moderación y la recuperación paulatina de la confianza en los mercados internacionales podrían poco a poco paliar estos efectos y devolver la calma a los mercados. Lo que no va a resolver esta moderación es la escasa flexibilidad de nuestro tejido productivo. En cualquier caso conviene mirar al largo plazo, y corregir, en la medida de lo posible, los errores pasados para crear una estructura productiva más diversificada que cuente con el determinante y destacado apoyo del sector bancario, incluso, como atestiguan los datos, en tiempos de crisis de confianza.

# La Tormenta Perfecta

José Ramón Díez Guijarro\*

Medio año después del inicio de las turbulencias financieras que amenazan con truncar la expansión económica más vigorosa de las últimas décadas, todavía no se ve la luz al final del túnel. Es cierto que se han realizado avances en el diagnóstico de las causas que originaron la crisis, de la misma forma que poco a poco tenemos una visión más exacta de dónde están concentradas las pérdidas. Incluso ha dado tiempo a que alguno de los principales bancos centrales del mundo haya cambiado una anquilosada instrumentación de la política monetaria con el objeto de adaptarse a una realidad financiera muy diferente. Pero la sensación es que la magnitud de los problemas provocará una lenta digestión, mientras se reduce buena parte del apalancamiento y se corrigen los excesos acumulados en los últimos años.

De momento, el mercado interbancario no ha recuperado la normalidad, los mercados de crédito siguen casi cerrados y se mantiene la preferencia de los inversores por los activos refugio (deuda pública, oro, etc.): situación no muy diferente a la existente en los meses de agosto y septiembre del año pasado (gráficos 1 y 2). El proceso de ajuste va a tener implicaciones negativas sobre el crecimiento, aunque es difícil anticipar la intensidad del endurecimiento crediticio.

Lo que ya parece claro es que no estamos solamente ante una crisis de liquidez que se solucionará en cuanto retorne la confianza. Las dificultades de algunas entidades financieras para cuadrar su tesorería no son más que síntomas de problemas mucho más profundos. La magnitud de los mismos se pone de manifiesto cuando el Director Gerente del FMI aconseja la utilización de políticas fiscales expansivas, la FED baja los tipos de interés en 125 puntos

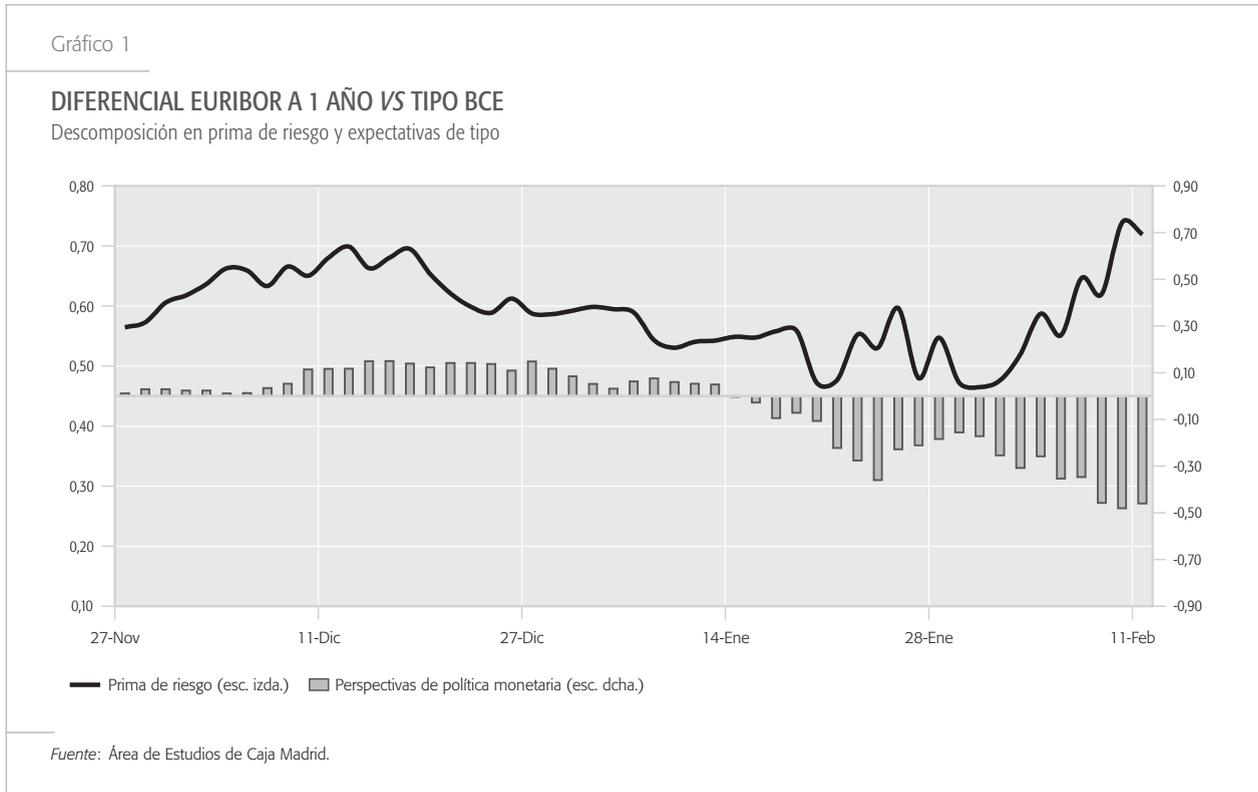
\* Director del Servicio de Estudios de Caja Madrid.

básicos en poco más de una semana —con la inflación superando el 4 por 100—, o los bancos americanos bendicen la entrada en su accionariado de fondos soberanos de países emergentes. El mensaje está claro, a corto plazo se debe evitar el naufragio, impedir que el endurecimiento del crédito se convierta en un *credit-crunch* (crisis de liquidez) y más adelante se realizarán los cambios necesarios en regulación, supervisión e, incluso, en la estrategia de la política monetaria. Es decir, en pocos meses hemos pasado de un mundo feliz, en el que sólo unos pocos agoreros como el Banco Internacional de Pagos de Basilea avisaban de riesgos en el funcionamiento del canal financiero, a temores generalizados sobre la senda y la intensidad del ajuste.

Cuando se produce un *shock* financiero de esta magnitud se debe a la confluencia en el tiempo de importantes desequilibrios macro y microeconómicos que suelen ser el resultado de decisiones erróneas llevadas a cabo por los agentes, propiciadas en buena parte por la euforia típica del final de los mercados alcistas, pero también producto de la existencia de incentivos inadecuados. Todo ello agudizado por los cambios estructurales que ha supuesto la incorporación de los países emergentes a la cadena de producción global y a los flujos de ahorro e inversión.

Es por ello que resulta difícil extrapolar lo ocurrido en las crisis financieras de las últimas décadas a la situación actual; no sólo los mercados son mucho más profundos, líquidos<sup>1</sup> y están mucho más interconectados entre sí, además hay nuevos jugadores como los *hedge-funds*, el *private-equity* o los fondos soberanos. Aunque también se

<sup>1</sup> Según MCKINSEY, los activos financieros mundiales (depósitos bancarios, acciones y renta fija privada y pública) se acercan a los 170 billones de dólares (12 billones de dólares en 1980).



puede decir que, como en todas las crisis financieras, los problemas actuales han tenido su origen en un proceso de débil respuesta de la regulación financiera a la innovación y aparición de estas nuevas entidades. Nadie ha querido ponerle el "cascabel al gato", probablemente por falta de capacidad o insuficiencia de información, tanto de los

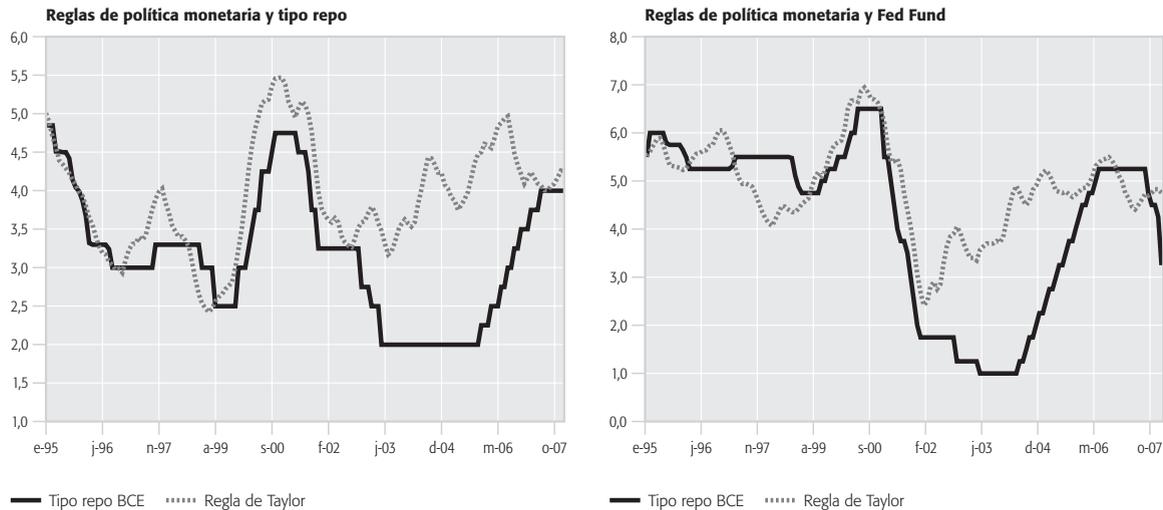
reguladores y supervisores como de los organismos supranacionales. O, quizás, porque es difícil resistirse a la autocomplacencia cuando las cosas van bien, so pena de ser acusado de no creer en la capacidad de autorregulación de los mercados o, simplemente, de pesimista y cenizo.



Pero lo que nunca cambia es la importancia de los bancos centrales cuando se trata de analizar un episodio de turbulencias financieras. Y esta vez, a la hora de buscar culpables, buena parte de las miradas se han dirigido a las autoridades monetarias. Las críticas se han centrado en la política extremadamente expansiva que llevaron a cabo en el período 2002-2005 instituciones como el BCE y, especialmente, la Reserva Federal. En circunstancias normales, los movimientos de tipos de interés se realizan teniendo en cuenta la distancia del crecimiento respecto al potencial y la diferencia entre la inflación observada y el objetivo (explícito o no) de la autoridad monetaria. Algo que se puede aproximar de manera bastante eficiente mediante alguna de las reglas de política monetaria al uso. Pues bien, si utilizamos la elaborada por el profesor John Taylor (gráfico 3), nos damos cuenta de que algo excepcional debió ocurrir en el período anteriormente comentado, pues, por primera vez en mucho tiempo la decisión final de los bancos centrales estuvo muy alejada de las señales de actuación emanadas de las reglas monetarias. Es decir, los tipos de interés se situaron muy por debajo de lo que aconsejaba la combinación de inflación y crecimiento y, además,

Gráfico 3

## REGLAS DE POLÍTICA MONETARIA Y TIPO REPO - REGLAS DE POLÍTICA MONETARIA Y FED FUND



Fuente: Área de Estudios de Caja Madrid.

se tardó muchísimo en volver a restaurar la normalidad. Por tanto, aún estando de acuerdo con las nuevas tendencias en la estrategia de política monetaria en países como EE.UU., que tratan de gestionar las situaciones de riesgo e incertidumbre con movimientos agresivos, eso no es excusa para mantener esos niveles excepcionales durante un período tan dilatado de tiempo.

Los efectos de esas actuaciones de los bancos centrales en la OCDE se vieron agudizados por la tremenda inyección de liquidez que pusieron en marcha los principales países asiáticos, en unos casos como respuesta desesperada a un problema de deflación (Japón), en otros, como China y países satélites, para evitar la apreciación de sus monedas contra el dólar.

Este contexto extraordinariamente laxo de política monetaria, con tipos de interés reales negativos durante un largo período de tiempo, ha propiciado en los últimos años un extraordinario aumento de la demanda de crédito, lo que junto a la entrada de nuevos jugadores con necesidad (*private equity*) y capacidad de financiación (países emergentes) han conferido a los mercados financieros internacionales un papel determinante en la expansión más intensa de los últimos años. Todos hemos sido conscientes de que el sistema financiero ha bombeado la gasolina que ha alimentado la etapa alcista del ciclo, al poner en contacto a ahorradores e inversores. Para ello se han producido extraordinarios avances en la innovación que han permitido

incorporar nuevas empresas y familias al canal financiero y ayudado a expandir los balances del sector privado, eso sí, a costa de un aumento del apalancamiento.

Hasta aquí nada que objetar, pues precisamente son los progresos en la intermediación financiera los que han permitido a millones de personas comprarse una vivienda, a países como España o EE.UU. cubrir sin problemas sus necesidades de financiación, y a los ahorradores asiáticos o de Oriente Medio encontrar atractivas oportunidades de inversión a lo largo del mundo. La gestión eficiente de esa liquidez existente en importantes zonas del globo ha sido la aportación más importante de los mercados financieros al ciclo expansivo, una vez que la correlación entre el ahorro y la inversión interna se ha ido debilitando, aunque, ciertamente, continúa siendo paradójico que algunos de los países más ricos del mundo se vean financiados por el ahorro de economías emergentes. La hipótesis del *savings glut*, es decir, que los países demandantes de financiación hacen un favor a los ahorradores ofreciéndoles alternativas interesantes de inversión, no es más que un intento de justificar el que determinadas economías estén viviendo por encima de sus posibilidades desde hace muchos años.

Para facilitar el contacto entre los agentes y atender a la demanda de crédito, las entidades financieras han transformado en los últimos años un conjunto de activos poco líquidos como préstamos hipotecarios, a empresas o al consumo, en valores negociables. Con estas emisiones

mayoristas se obtiene liquidez y, si este proceso se realiza de la manera adecuada, aumenta la eficiencia de la economía, al mejorar todo el proceso de intermediación y distribución del riesgo. En su versión sencilla se emitirían títulos respaldados por las carteras de préstamos, pero sin que los préstamos desaparezcan del balance. Sería el caso de las emisiones de cédulas hipotecarias, pues la gestión de las hipotecas permanece en manos del banco o la caja de ahorros.

La titulización se produce cuando los activos se transfieren a un fondo y este para financiar su compra emite títulos. Por tanto, se sacan de balance los préstamos, desaparece ese riesgo de crédito y se libera capital. En estas emisiones hay varios tramos, con diferentes combinaciones de rentabilidad-riesgo y distinta prelación en caso de impagos de los préstamos. Esto permite cubrir un amplio espectro de demanda de activos y, por tanto, llegar a muy diferentes inversores.

Muchas veces las entidades originadoras se quedan con el tramo de la titulización de menor calidad (subordinado o *equity*), en unos casos porque resulta muy caro desprenderse de él, en otros, porque el legislador prefiere esta opción (por ejemplo, Banco de España) ya que así se mantienen los incentivos para seguir políticas conservadoras en la concesión de los créditos. En caso de impago, el tramo que primeramente sufrirá las pérdidas es el *equity*. La normativa en España ha sido especialmente exigente, pues la entrada en vigor de la CBE 4/2004 endureció los criterios para sacar de balance los activos titulizados, siendo posible sólo en los casos que hay una transferencia sustancial de todos los riesgos y beneficios. Desde entonces sólo se ha dado de baja en balance el 5 por 100 del volumen de titulizaciones. Además, el 36 por 100 de estas tienen un activo subyacente tan sólido como las cédulas hipotecarias. La calidad se refleja en que casi el 95 por 100 de las emisiones es AAA, representando los no residentes más del 80 por 100 de los tenedores de estos títulos. Esa permanencia del *equity* en el balance del originador ha sido fundamental para que en España hayan sido mínimos los efectos de lo ocurrido desde el verano pasado en los estados financieros de bancos y cajas de ahorros.

En España, las emisiones y titulizaciones se han utilizado de manera intensa en los últimos años como manera de obtener liquidez con la que financiar la tremenda demanda de créditos por parte de los agentes y no como una vía para evitar el consumo de recursos propios o para realizar un arbitraje regulatorio. Esta demanda de préstamos se ha producido aprovechando unas extraordinarias condiciones de financiación con las que se ha acometido un intenso proceso inversor de familias y empresas que ha situado la inversión de nuestro país en porcentajes cercanos al 30 por

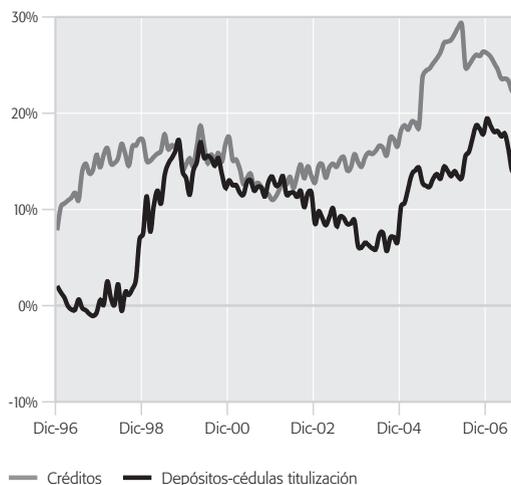
100 del PIB. Como los depósitos no han crecido con la misma intensidad se ha tenido que acudir a los mercados mayoristas (gráficos 4 y 5) en busca de financiación. En definitiva, de ser una actividad prácticamente inexistente a mediados de la pasada década, en 2007, sólo el saldo vivo de titulizaciones superaba los 300.000 millones de euros (13 por 100 del total europeo). Esto representa más del 30 por 100 del PIB español, porcentaje similar a la deuda pública. Por tanto, las emisiones mayoristas de las entidades financieras españolas han sido una de las vías más importantes para financiar el déficit de la balanza por cuenta corriente de nuestro país.

El problema se ha producido cuando el modelo de originación y distribución se ha llevado al extremo, siendo el ejemplo más claro el de las hipotecas *subprimes* en EE.UU., concedidas en su mayor parte por *brokers* especializados, sin muchas preocupaciones por el riesgo reputacional. Este modelo implica un total desprecio por los controles de crédito y, por tanto, una erosión de la disciplina a la hora de conceder préstamos, bien sea porque esos activos desaparecerán de los balances en poco tiempo o porque se cuenta con una revalorización teórica de la garantía que asegure el cobro cualquiera que sea el tenedor del activo en un futuro. Normalmente en las titulizaciones la información no se recolecta en el sitio adecuado, pues el originador valora el colateral y la capacidad de pago y estos datos no se transmiten de manera eficiente al fondo de titulización y mucho menos a los compradores de los activos. Por tanto, mucho menos en el caso de esos origina-

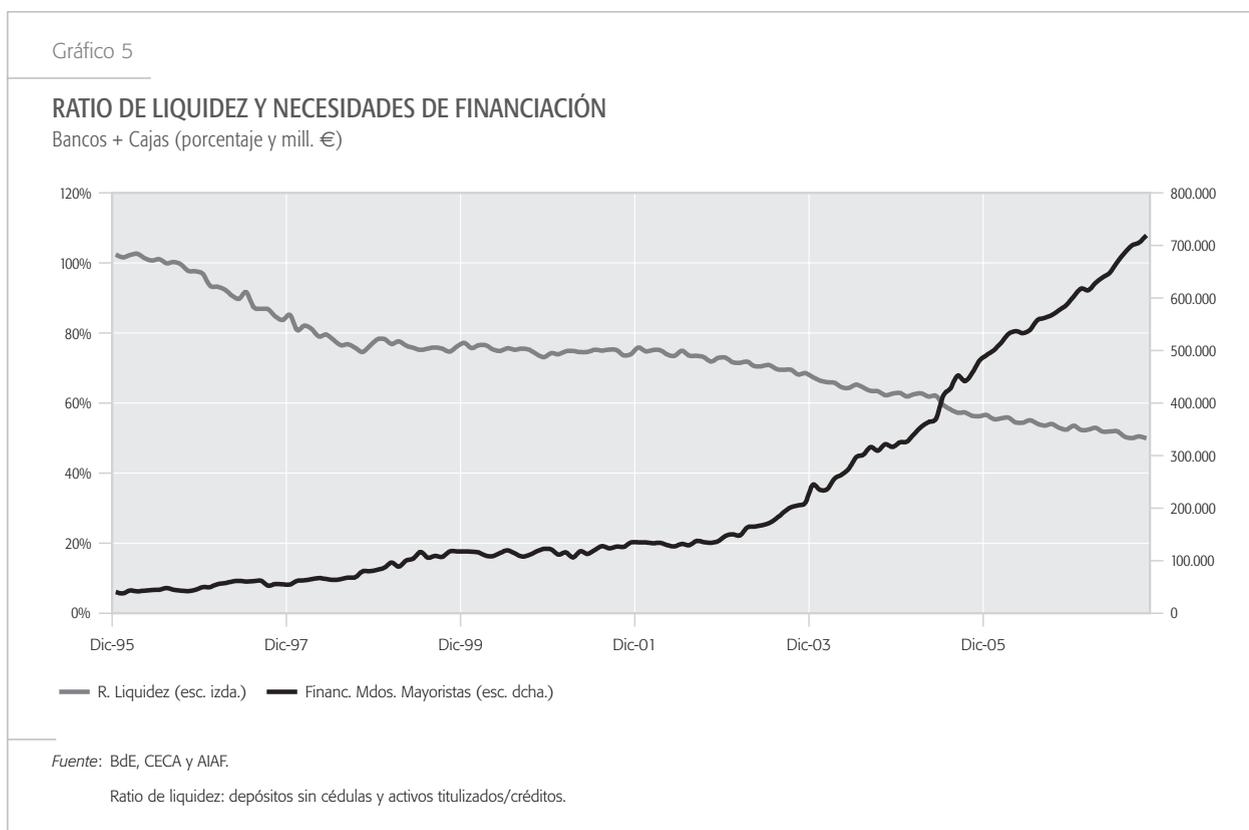
Gráfico 4

**BRECHA DE LIQUIDEZ**

Bancos + Cajas. Tasas interanuales



Fuentes: BdE, CECA y AIAF.



dores especializados que nunca se quedan con algún tramo de la titulización. En definitiva, es un modelo en el que se agudizan los tradicionales problemas de información asimétrica que tiene el negocio bancario.

Además de los abusos cometidos en la parte de originación, el problema se agudiza cuando se produce una incorrecta valoración de los riesgos por parte de los inversores, que en muchos casos han comprado estructuras de activos que no comprendían; eso sí, con el "sello de calidad" de las agencias de calificación (*rating*). Desde las titulizaciones respaldadas por préstamos hipotecarios (MBS, RMBS, CMBS), hasta aquellas con subyacentes de deuda corporativa y de sus derivados (CBO, CLO, CSO) pasando por los CDOs que pueden incorporar todos los títulos anteriores (o en su versión extrema CDOs al cuadrado y CDOS al cubo), la sopa de letras ha sido muy variada y en algunos momentos difícil de seguir. Aunque mucho más complicado es valorar, entender y controlar estas estructuras de crédito.

Y aquí estaríamos ante una de las claves detrás de los problemas actuales. Tradicionalmente se ha hablado del potencial conflicto de intereses en el que incurren las agencias de calificación, pues son aquellos que reciben sus calificaciones los que pagan sus emolumentos y no los inversores. Pero en los últimos tiempos se le ha dado una

nueva vuelta de tuerca a este posible conflicto, cuando las agencias de *rating* asesoraban en el diseño y construcción de las estructuras de activos con el objeto de conseguir las máximas calificaciones, que ellas mismas concedían a posteriori. Agencias que, por otra parte, están especializadas en asignar notas a las emisiones de soberanos y empresas, pero no tienen ninguna experiencia en evaluar y procesar una información que han recolectado los originadores<sup>2</sup>.

Y aunque esa información sea buena, calificar estructuras formadas por activos heterogéneos con distribuciones de probabilidad de impago muy diferentes es una tarea sumamente complicada. Muchas veces requiere la utilización de los modelos de valoración de los propios fondos de titulización, poco eficientes en momentos de *stress* (tensión) en los mercados. Además, los *ratings* evalúan el riesgo de impago, pero no el de liquidez que en determinadas circunstancias puede ser muy importante. El resultado de todo ello es que, a principios de 2007 los inversores de todo el mundo tenían al alcance de su mano un conjunto de estructuras de activos calificadas con la máxima nota, que daban una rentabilidad adicional muy elevada con respecto a títulos con similares niveles de riesgo.

<sup>2</sup> BUITER. "Lessons from the 2007 Financial Crisis", CEPR (número 6596).

Y en este tipo de mercado han sido muy activos los vehículos de inversión (SIVs, *conduits*), en muchos casos pertenecientes a los propios bancos. Estos vehículos suelen estar fuera del perímetro de supervisión, tienen domiciliación en el exterior (*off-shore*) y en la mayoría de los casos su razón de ser es el arbitraje regulatorio y la elusión de impuestos. Es lo que ya se ha empezado a denominar como el sistema bancario en la sombra (*shadow banking system*), pues son como bancos sin supervisión, ni capital, dedicados a explotar el diferencial entre el coste de la financiación a corto plazo y el rendimiento de los títulos a medio y largo plazo. Suelen estar financiados por papel comercial a corto plazo e invertidos en las estructuras de activos comentadas anteriormente. Una vez que se pone en duda el valor de los activos, no se renueva el papel comercial (gráfico 6) y las entidades tienen que activar líneas automáticas de financiación para estos SIVs. Buena parte de las entidades financieras afectadas han tenido que volver a incorporar a sus balances estos vehículos, pues, al menos, de esta manera evitan su liquidación, ganan tiempo hasta que el temporal amaine y, de paso, moderan el riesgo reputacional. Claro que la digestión a la que obligarán estos nuevos activos en el balance será larga y tendrá claramente un impacto negativo en el crédito.

La actitud del Banco de España prohibiendo a los bancos y cajas españolas la creación de estos vehículos se ha demostrado acertada, pues ha sido otro de los factores que ha limitado el contagio al sector financiero español de lo ocurrido en este verano. Y, realmente, esta filosofía estaría muy cercana a la emanada de las normas IFRS<sup>3</sup>, que exigen la integración de este tipo de estructuras cuando su negocio es parecido al de la matriz o existen vínculos expresos en forma de asunción de riesgo o de corriente de beneficios.

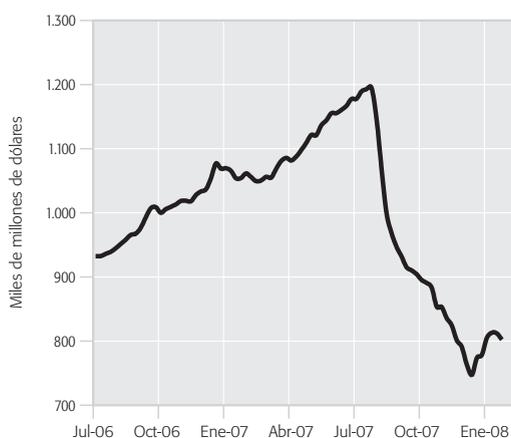
Todo el sistema funcionó perfectamente mientras los precios de la vivienda seguían subiendo, pues aunque la operativa de concesión de hipotecas *subprime* entraña importantes riesgos de insolvencia, la propia subida del valor del activo (la vivienda) permitía ejecutar la garantía y recuperar el importe prestado o bien refinanciar la operación. Sin embargo, llega un momento en el que se empieza a dar una fatal combinación que pone fin a la dinámica antes descrita: la crisis en el mercado inmobiliario está desembocando en una caída de los precios justo cuando se empiezan a revisar los tipos al alza de buena parte de las *subprimes* e hipotecas parecidas tras dos años de carencia. Su efecto combinado es claro e inevitable: la morosidad repunta, principalmente en las hipotecas con mayor riesgo (cerca del 20 por 100 con los últimos datos) y esto termina contaminando a todas las estructuras de activos de las que forman parte. Según la Asociación Hipotecaria Ame-

<sup>3</sup> International Financial Reporting Standards.

Gráfico 6

**SALDO VIVO PAPEL COMERCIAL EN EE.UU.**

Respaldado por títulos

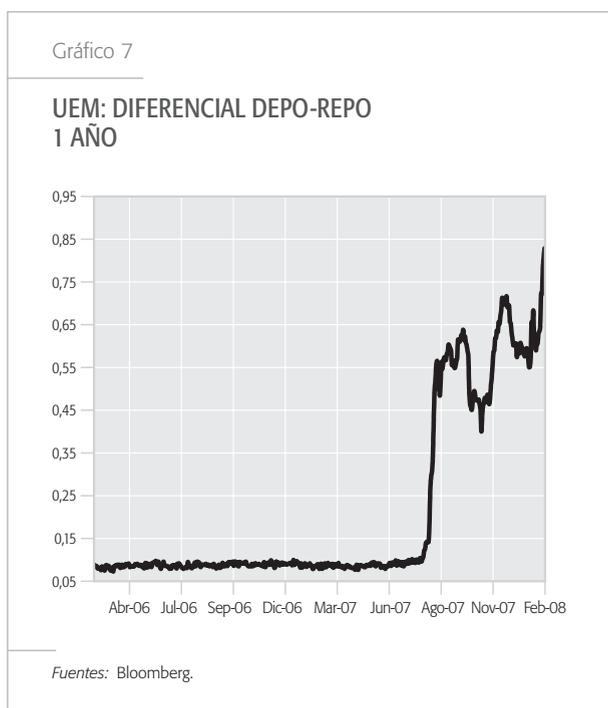


Fuentes: Bloomberg.

ricana, al final del tercer trimestre de 2007, 1,3 millones de préstamos hipotecarios tenían algún retraso o estaban en pleno proceso de ejecución. Y el panorama no es alentador para los próximos meses, ya que hay un importante volumen de revisiones hipotecarias pendientes.

Finalmente, las agencias de *rating* han tenido que reconocer sus errores en la valoración y han terminado bajando las calificaciones de todas estas estructuras de activos, lo que en muchos casos obliga a su venta por parte de fondos de inversión, agudizando el problema. Por ejemplo, de los RMBS emitidos entre enero de 2006 y junio de 2007 con colateral *subprime*, Standard & Poor's ha rebajado o puesto en observación con implicaciones negativas la calificación de 6.389 referencias, para un volumen emitido de 270.000 millones de dólares (46,6 por 100 del total). Estos cambios reflejan que el escenario es mucho más adverso y que la morosidad aumentará de manera importante en los próximos meses en EE.UU., incrementando los impagos en estos tipos de activos. Como estos RMBS a su vez suelen formar parte de CDOs, inmediatamente se revisan también sus calificaciones, en total 1.953 emisiones por un volumen de 263.000 millones de dólares (35,3 por 100 del total). Lo importante y preocupante es que el 70 por 100 de los RMBS calificados con AAA por Standard & Poor's en 2006 están en observación con perspectivas negativas, así como el 46 por 100 de los emitidos en 2007.

El resultado de todo ello es que la mayoría de emisiones han perdido buena parte de su valor y, en muchos casos, prácticamente no hay mercado secundario. Lo



demás es conocido: las dificultades para saber dónde está concentrado el riesgo ha desencadenado un aumento de la incertidumbre y de las primas de riesgo en el sector financiero, que siguen en niveles muy elevados (gráficos 7 y 8).

La situación se complicó todavía más con los problemas de las *monolines* en EE.UU., empresas que se dedican a asegurar la calificación de diferentes tipos de emisiones y que también se han visto afectadas por el tema de las *sub-primas*. La amenaza de las agencias de *rating* de bajar sus calificaciones<sup>4</sup> puede implicar la rebaja de la valoración de buena parte de la deuda que aseguran. De los 2,4 billones de dólares en deuda que garantizan, casi la mitad son emisiones de bonos municipales. Sin esa garantía estaría en el alero la calidad y valoración de otro segmento de gran importancia de los mercados de capitales, lo que afectaría adicionalmente a la solvencia del sistema financiero americano que tiene un elevado porcentaje de esos títulos. Se estima que las pérdidas podrían superar los 200.000 millones de dólares, aunque ya hay varias iniciativas que pueden suponer un alivio, como la de Warren Buffet ofreciendo reasegurar 800.000 millones de dólares de las emisiones de bonos municipales.

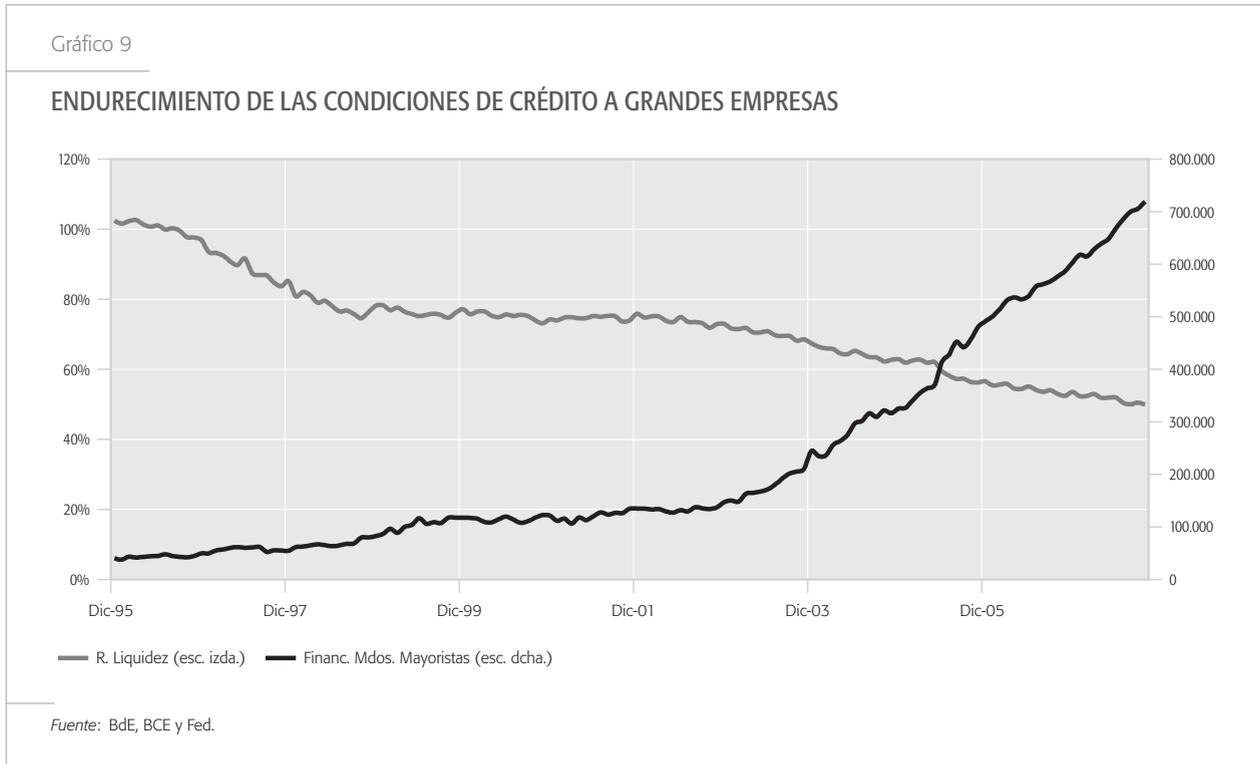
La desconfianza ha terminado afectando al flujo de información necesario para alimentar el mecanismo de formación de precios, o lo que es lo mismo, a la capacidad

<sup>4</sup> De momento Fitch ha rebajado la calificación de Ambac de AAA a AA y Moody's la de FGIC de Aaa a A3.

de los agentes para determinar el valor de cada activo financiero. El resultado ha sido una sobreacción, con aumento de primas de riesgo, preferencia por la liquidez, búsqueda de activos refugio, etc. Como recientemente ha señalado Mishkin<sup>5</sup>, los parones en el funcionamiento de los mercados financieros se suelen producir por problemas en la valoración de los activos y/o por riesgos macroeconómicos. En esta ocasión, la situación es preocupante porque la paralización en el funcionamiento de los mercados se produjo por una combinación de ambos factores. Los agentes no saben cómo valorar muchas de esas complicadas estructuras de activos que pululan por el sistema; pero, además, todo ello se produce en medio de un ajuste a la baja del ciclo de crecimiento, con el agravante de que el acelerador financiero puede complicar más las cosas, teniendo en cuenta la pérdida de riqueza tanto de las empresas como de las familias. Si existen dudas sobre el valor de los colaterales (garantías), las entidades estarán menos dispuestas a prestar, como ya se pone de manifiesto en las encuestas elaboradas por los bancos centrales (gráficos 9 y 10).

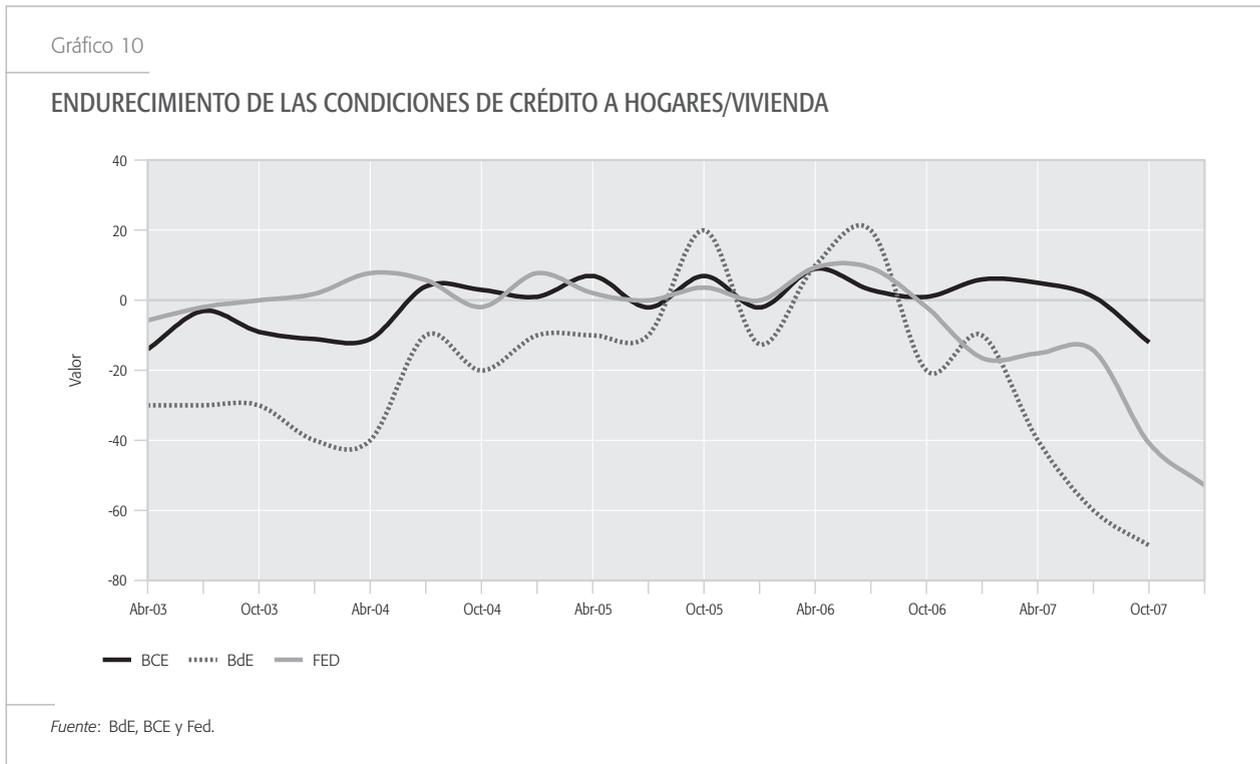
En el corto plazo, el problema de información asimétrica que ha existido en los mercados monetarios y que ha distorsionado su funcionamiento y, por tanto, la eficacia de la política monetaria, sólo se podrá solucionar con mayor transparencia en el sistema financiero. Eso implica que al terminar el primer trimestre, la fotografía de los daños

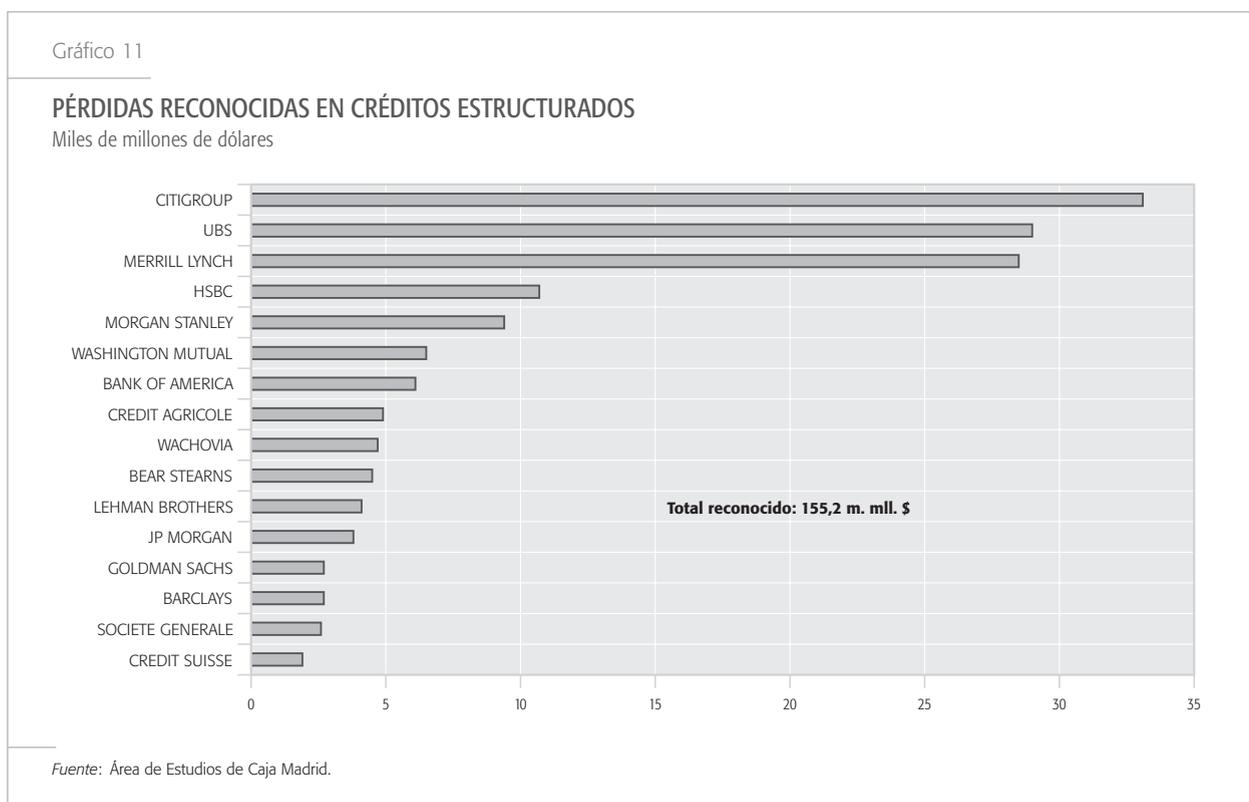
<sup>5</sup> MISHKIN (2008): "Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions".



infringidos en los estados financieros bancarios por las *sub-primes* y todo tipo de estructuras contaminadas por este tipo de activos debería aproximarse a las valoraciones que han estado realizando en los últimos meses los bancos

centrales, organismos supranacionales, etc. Esta es la condición necesaria para empezar a ver el principio del fin. Aunque la banda de estimaciones de pérdidas es muy amplia, el consenso se sitúa cerca de los 400.000 millones de





dólares (última estimación del G7), con una parte no despreciable que corresponderá a compañías de seguro (AIG ha reconocido pérdidas por valor de 3.500 millones de euros), fondos de inversión y pensiones, etc. Cantidad que rondaría el 10 por 100 de los recursos propios de la banca internacional.

En este sentido, se están realizando avances importantes. Con el cierre de año y la entrada en acción de las auditoras se detecta un mayor grado de acuerdo en cómo valorar activos para los que no existen precios de mercado y, sobre todo, el deseo de evitar el goteo de información negativa que se ha producido desde el verano, en el que al final han pagado justos por pecadores, impidiendo que se normalizasen los canales de crédito. No es más que la aplicación a la teoría financiera del viejo refrán de "más vale ponerse una vez colorado que ciento amarillo"; especialmente, si estos reconocimientos de pérdidas coinciden en el tiempo con la recomposición de la solvencia de las entidades a través de la aportación de los fondos soberanos. De momento, los grandes bancos internacionales han reconocido más de 150 mil millones de dólares en pérdidas (gráfico 11) y en muchos casos (Citigroup, UBS, Morgan Stanley, HSBC o Merrill Lynch) han abierto sus puertas a los fondos soberanos de Dubai, Singapur o China (cuadro 1). Es decir, sólo año y medio después de que se prohibiera a una empresa perteneciente al Gobierno de Dubai gestionar seis puertos americanos, se han abierto

las puertas de los principales bancos de EE.UU. al capital procedente de países emergentes. Por tanto, otra paradoja más de estos tiempos de cambio es la importancia que tendrán las economías emergentes en la solución de una crisis financiera cuyo epicentro se ha situado en EE.UU. Y lo que ya parece claro es que los residentes de países emergentes (sean o no fondos soberanos) terminarán controlando parte de los principales bancos del mundo.

Los acontecimientos que se iniciaron el pasado verano van a poner a prueba una estrategia e instrumentación de la política monetaria que ha rendido sus frutos en las últimas décadas, pero que va a tener que adaptarse a un contexto totalmente diferente. Para empezar, como acaba de recordar el FMI, la tendencia hacia mercados financieros más conectados entre sí exige una mayor coordinación de los bancos centrales e incluso más homogeneidad en la manera de instrumentar la política monetaria. Sólo después de las actuaciones conjuntas del pasado 12 de diciembre, que incluyeron *swaps* de divisas, se lograron superar las tensiones en los mercados monetarios originadas por la proximidad del fin de año y la falta de confianza. Además, se ha puesto de manifiesto la necesidad de actualizar el sistema de inyección de liquidez por parte de bancos centrales como la FED o el BOE (Banco de Inglaterra), que se vieron obligados a ampliar la gama de colaterales, extender el vencimiento de las subastas e, incluso, en el caso de la autoridad monetaria americana a ampliar las contrapartidas, pues el sistema

Cuadro 1

**ADQUISICIONES DE BANCOS POR PARTE DE FONDOS SOBERANOS DE RIQUEZA**

Fecha de anuncio	Banco	Participación	Comprador	Valor del acuerdo (m.m. \$)	
Dic. 2007	UBS	9,0	GIC, Singapur	9,7	██████████
Nov. 2007	Citigroup	4,9	Abu Dhabi	7,5	██████████
Ene. 2008	Citigroup	5,1	GIC, Singapur	6,9	██████████
Ene. 2008	Citigroup	4,2	Kuwait Investment Authority y otros (a)	5,6	██████████
Dic. 2007	Morgan Stanley	9,9	China Investment Corp.	5,0	██████████
May. 2007	HSBC	3,1	Dubai International Capital	4,6	██████████
Dic. 2007	Merrill Lynch	9,6	Temasek, Singapur	4,4 (b)	██████████
Sep. 2006	ICBC	3,3	China Life Insurance	4,3	██████████
Mar. 2006	Standard Chartered	11,6	Temasek, Singapur	4,0	██████████
Ene. 2008	Merrill Lynch	7,2	Kuwait Investment Authority y otros (c)	3,4	██████████
Mar. 2004	PT Bank Danamon Indonesia	10,0	Temasek, Singapur	3,0	██████████
Nov. 2007	China Everbright Bank	70,9	China Investment Corp.	2,8	██████████
Jun. 2005	CCB	5,2	Temasek, Singapur	2,5	██████████
Jul. 2007	Barclays	1,8	Temasek, Singapur	2,0	██████████
Ene. 2008	Merrill Lynch	2,5	Korean Investment Corp	2,0	██████████
Sep. 2005	Bank of China	5,0	Temasek, Singapur	1,6	██████████
Mar. 2007	Standard Chartered	3,7	Temasek, Singapur	1,4	██████████
May. 2007	Deutsche Bank	2,2	Dubai International Capital	1,3	██████████
Jul. 2007	ICICI Bank	2,9	Dubai International Capital	0,7	██████████
Dic. 2007	Standard Chartered	1,0	Temasek, Singapur	0,4	██████████

Fuente: Área de Estudios de Caja Madrid.

(a) Sanford I. Weill y The Weill Family Foundation; Prince Alwaleed bin Talal bin Abdulaziz Alsaud; Capital Research Global Investors; Capital World Investors; New Jersey Division of Investment.

(b) Temasek tiene la opción de incrementar adicionalmente su participación en 600 mll. \$ hasta el 28 de marzo.

(c) TPG-Axon Capital; The Ney Jersey División of Investment; The Olayan Group; T Rowe Price Associates.

de inyectar liquidez a través de 20 entidades financieras (*primary-dealers*) se ha demostrado poco eficiente en momentos de evidente aversión al riesgo (cuadro 2).

En este sentido, parece que el BCE cuenta con la gestión de política monetaria más flexible, pese a que la estrategia muestra una excesiva rigidez, herencia del Bundesbank. De hecho, fue el primer banco que reaccionó el 9 de agosto con una subasta de emergencia por valor de 95.000 millones de euros y el único que no ha tenido que tocar la instrumentación. Igualmente, la aceptación por parte del BCE de todo tipo de colaterales con calificaciones de A o superiores y negociadas en mercados secundarios se ha demostrado que funciona, al conceder grados de libertad a las entidades en momentos de problemas, sin tener que ir a ventanillas de descuento como en Gran Bretaña o EE.UU., que pueden ser un “estigma” cuando el ruido es muy elevado.

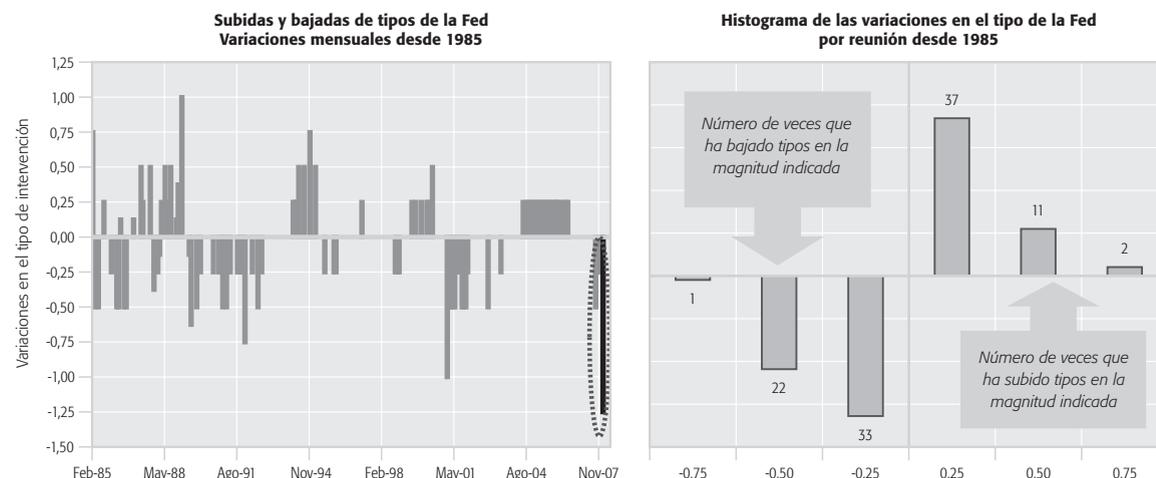
Otros temas que habrá que ir considerando de cara al medio plazo es la introducción del precio de los activos financieros en los objetivos de política monetaria, pues las actuaciones asimétricas pueden terminar ocasionando un importante problema de riesgo moral (*moral-hazard*) que termine afectando a las expectativas de inflación. En el corto plazo, el dilema de los bancos centrales es muy importante, pues tanto la situación en los mercados monetarios y de crédito (reflejo de los problemas de las entidades financieras) como los datos de actividad aconsejarían una bajada de tipos de interés, al contrario que las señales provenientes de inflación.

Para este entorno complicado, parece mejor preparada la nueva filosofía de política monetaria impulsada por el tándem Bernanke-Mishkin que busca maximizar el bienestar público y eso implica aceptar las preferencias de los

Gráfico 12

**SUBIDAS Y BAJADAS DE TIPOS DE LA FED. VARIACIONES MENSUALES DESDE 1985 E HISTOGRAMA DE LAS VARIACIONES EN EL TIPO DE LA FED POR REUNIÓN DESDE 1985**

Miles de millones de dólares



Fuente: Área de Estudios de Caja Madrid.

ciudadanos, muy sesgadas a evitar los escenarios económicos adversos. Eso implicaría reducir el riesgo macroeconómico y la incertidumbre, dando tiempo a que el flujo de información lleve a la normalización en el funcionamiento de los mercados. Esto conlleva flexibilidad y contundencia en las actuaciones. Para ello, en momentos de tensión, las autoridades monetarias no deben centrarse en

el escenario de mayor probabilidad, sino arriesgarse e intentar anticiparse a los escenarios más adversos. Algo que ha cumplido con creces la FED desde principios de año con esos 125 puntos básicos de bajada en diez días y que terminará arrastrando al resto de bancos centrales, incluido el BCE, mucho más constreñido por los dos pilares de la política monetaria europea y por una comunicación que

Cuadro 2

**MEDIDAS APLICADAS POR LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES**

	FED	BCE	BoE
<b>Inyecciones extraordinarias de liquidez</b>	SI	SI	SI, pero después de la crisis del Northern Rock
<b>Ampliación de la gama de colaterales que acepta</b>	SI	NO, pero la gama que acepta es ya muy amplia	SI
<b>Inyecciones de liquidez a plazos superiores a los habituales</b>	SI	NO, porque ya disponía de la posibilidad de invertir a 3 meses	SI
<b>Ampliación de los intermediarios financieros a través de los que interviene</b>	SI, porque habitualmente sólo interviene a través de un grupo reducido de entidades	NO, porque ya interviene a través de un grupo amplio de entidades	NO, porque ya interviene a través de un grupo amplio de entidades
<b>Inyecciones de liquidez en dólares</b>	Actuación coordinada entre estos bancos centrales y los de Canadá y Suiza		

Fuente: Área de Estudios de Caja Madrid.

no ha terminado de funcionar bien en los últimos tiempos. Eso sí, si la actividad empezara a mejorar en la segunda parte del año, también la FED debería ser contundente a la hora de volver a normalizar los tipos para evitar los errores del período 2002-2005.

En cuanto a las agencias de *rating*, a estas alturas ya parece claro que las primeras pautas de lo que será su nuevo código de conducta adelantan la prohibición de asesorar en el diseño de productos estructurados, a los que también se les otorgue una calificación. Estas actividades deberán ser realizadas por empresas totalmente independientes. A su vez, deberán incrementar la formación a los inversores para un correcto entendimiento de lo que supone una calificación e incluir en las valoraciones factores como la liquidez o la volatilidad. De hecho, Moody's ya ha anunciado un nuevo sistema de calificación para estructuras complejas de deuda, en el que usará números en vez de letras, para que los inversores diferencien mejor estas calificaciones de los tradicionales asignadas a soberanos y empresas. Para más adelante quedará la posibilidad de arbitrar un me-

canismo que permita que los inversores paguen al menos una parte de los honorarios de estas agencias.

Por tanto, ya está en marcha un proceso de reintermediación en el sistema financiero global, la desaparición de las estructuras de crédito más complejas, un aumento de los perímetros de supervisión y una mayor cooperación entre reguladores. Después de la tempestad veremos cambios importantes en el funcionamiento y la estructura del sistema financiero. Por el camino, desaparecerá la excesiva alegría de los últimos años a la hora de conceder créditos, las primas de riesgo volverán a reflejar de manera más aproximada la capacidad de pago de los prestatarios y los inversores dedicarán más recursos al análisis, no fiándolo todo a las opiniones de las agencias de *rating*. Esta digestión va a ser lenta e indudablemente afectará negativamente al crecimiento. Pero, una vez que la niebla se vaya disipando y la visibilidad mejore, iremos acercándonos a un nuevo equilibrio en el canal financiero que no coarte los efectos beneficiosos de la innovación y, a su vez, promueva la disciplina adecuada para minimizar la vulnerabilidad ante excesos de los agentes.

# Panorámica empresarial

Carlos Humanes

## 1. Los bancos de inversión de EE.UU. cierran un año convulso

La crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) que estalló el verano pasado ha pasado factura con desigual intensidad a los principales bancos de inversión estadounidenses. Mientras que Morgan Stanley ha anunciado unas pérdidas de 9.000 millones de dólares en 2007 y Merrill Lynch cerró 2007 con unos números rojos de 7.800 millones, Goldman Sachs registró un beneficio neto anual de 11.600 millones de dólares, un 22 por 100 más que en 2006. Lehman Brothers, por su parte, cerró el año con un crecimiento de ingresos netos del 5 por 100 y su beneficio por acción mejoró un 7 por 100, hasta marcar máximos históricos de 4.200 millones de dólares y 7,26 dólares por título, respectivamente. JP Morgan ha sido otra entidad que se ha salvado de la quema, con un crecimiento de su beneficio en 2007 del 6 por 100, hasta 15.365 millones, pero en el cuarto trimestre las ganancias se redujeron un 33 por 100.

La caída de resultados más sonada ha sido la de Citigroup que, aún siendo un banco que ofrece servicios universales, cuenta con una potente división de banca de inversión. El gigante bancario estadounidense logró cerrar 2007 en positivo, con 3.617 millones de dólares, un 83 por 100 menos que en 2006, pero sólo en el cuarto trimestre las pérdidas rozaron los 10.000 millones, aproximadamente las mismas que registró en esos meses Merrill Lynch. El dividendo del Citi podría reducirse un 40 por 100 este año como consecuencia de sus dificultades financieras.

Las costosas consecuencias de la crisis *subprime* se han empezado a sentir con especial virulencia en ese cuarto trimestre, y sólo las entidades con poca o nula exposición a esos créditos hipotecarios basura han podido capear el temporal, al menos de momento. Los expertos empiezan a alertar del posible surgimiento de otra crisis, mucho más difícil de calibrar, la de confianza en el sector bancario de EE.UU. y, por extensión, en los mercados financieros de todo el mundo.

Quizás la trayectoria "más limpia" dentro de la banca de inversión de EE.UU. la esté protagonizando Goldman Sachs que, no obstante, ya ha anunciado el recorte del 5 por 100 de su plantilla mundial, unos 1.500 trabajadores (Merrill podría despedir a 1.600 y Citi ha anunciado la eliminación de 4.200 empleos). Goldman ha hecho público un fuerte crecimiento del beneficio neto en el año fiscal 2007 (que acaba en noviembre) sensiblemente por encima de las previsiones. Ese aumento del resultado del 22 por 100 interanual responde en buena medida a su limitada exposición a los préstamos *subprime*: 400 millones de dólares.

Y es que el desplome del mercado inmobiliario y el aumento de las ejecuciones judiciales de viviendas hipotecadas desencadenaron pérdidas colosales para los grandes bancos de EE.UU. Pero Goldman Sachs supo eludir la debacle y, según la prensa estadounidense, se adjudicó "una de las mayores oportunidades de ganancias en el sector de corretaje desde hace varios años" tras apostar a que los bonos vinculados a créditos hipotecarios de riesgo perderían valor. Esa apuesta contra los negocios *subprime* le ha permitido cubrir largamente las depreciaciones de activos, del orden de 1.500 a 2.000 millones de dólares. Unas depreciaciones de activos que se han extendido por todo el sector en EE.UU.

La agencia de calificación crediticia Moody's ha establecido que los bonos vinculados a vehículos de inversión estructurados, o SIV (por sus siglas en inglés), han sufrido una caída del 47 por 100 de su valor nominal. Además, Moody's establece que los activos de los SIV han perdido 300.000 millones de dólares. Estos "vehículos" vendieron 55.600 millones de dólares entre junio y noviembre de 2007.

La valoración de los SIV es uno de los principales problemas con que se están encontrando los organismos reguladores. Tras las zozobras financieras, es complicado establecer cuánto valen estos vehículos de inversión, que deberían reflejar las ganancias o pérdidas finales de las inversiones en bonos de alto riesgo vinculados al sector *subprime*. El precio de estos títulos ha sufrido importantes recortes en un mercado prácticamente parado por la desconfianza de los inversores en estos SIV, que registraban un alto grado de impagos. La valoración de Moody's llega en un momento clave, y establece un paralelismo entre las caídas del precio de mercado de estos bonos y su valor real. De esta manera, también se envía un mensaje a los bancos centrales, que estarían obligados a establecer unos criterios para determinar el precio de los SIV, unos instrumentos que ocupan un papel central entre los actores que han hecho estallar la crisis *subprime*.

Entre tanto, el presidente de JP Morgan, Jaime Dimon, ha manifestado que su entidad se mantendrá "extremadamente cauta" en 2008, debido a que la desaceleración de la economía afectará a los volúmenes de negocio e incrementará los costes de los créditos. Las previsiones más pesimistas establecen en 400.000 millones de dólares el coste de la crisis de las hipotecas basura, lo que implica la necesidad de realizar provisiones para hacer frente a la creciente morosidad y a la pérdida de valor de los activos relacionados con las hipotecas basura.

La crisis ha contaminado al mercado interbancario, donde se palpa la desconfianza entre las propias entidades, lo que ha provocado un encarecimiento de la financiación, que a su vez podría desencadenar, en el peor escenario, problemas de solvencia. Un negro escenario ya bosquejado por algunos analistas.

Pero en medio de esta escasez de liquidez y con los serios problemas que atraviesan los bancos estadounidenses ha surgido el equivalente al caballero blanco en las OPA hostiles en forma de fondos soberanos asiáticos. Estos poderosos instrumentos de inversión han tendido sus manos a entidades como Citigroup, Merrill Lynch o Morgan Stanley con abundantes inyecciones de capital.

## 2. El freno en la construcción arrastra a las industrias auxiliares

Las consecuencias del frenazo inmobiliario en España se hacen sentir también en todas aquellas empresas vinculadas al equipamiento de los hogares. Compañías de muebles, sanitarios, baldosas, bricolaje, ladrillos, etc., sufren una reducción de los pedidos y por supuesto del trabajo. De ahí que los responsables de distintas compañías de la industria auxiliar de la construcción perfeccionan sus estrategias para afrontar el debilitamiento del mercado.

Representantes de Porcelanosa, por ejemplo, indican que la compañía va a comenzar a potenciar las ventas en el exterior actuando en aquellos mercados que habían sido un poco abandonados debido a la fuerte demanda que España ha estado mostrando durante los últimos años. Por su parte, la empresa levantina Roca ha anunciado la congelación de sus inversiones en España. La compañía asegura que este año no realizará desembolsos destacables, más allá de los necesarios para el mantenimiento de sus instalaciones. En el terreno laboral, la Administración catalana aprobó un recorte de plantilla de Roca para 48 trabajadores, de los cuales 21 dejaron la empresa el pasado mes de octubre.

Los fabricantes de ladrillos, por su parte, estiman una caída de la demanda del 40 por 100 este año.

Otras empresas auxiliares de la construcción se muestran un poco más positivas, ya que aseguran que prevén un crecimiento reducido, pero sostenido. Así, Ikea espera un crecimiento de un 3 por 100 en la venta de los muebles del hogar y un 5 por 100 en los de oficina, augurando hasta un 15 por 100 de aumento en la facturación este año. Los motivos para el crecimiento de esta industria son que en el sector del mueble de oficina se mantendrá y se prevé que su crecimiento continúe durante los próximos cinco años.

Los datos provisionales para 2007 de las compañías de bricolaje apuntan a un incremento de las ventas del 10,4 por 100, hasta 2.925 millones de euros, un crecimiento algo inferior al registrado en 2006, que fue de un 11,6 por 100. Además, las previsiones para este año tampoco dejan muchas esperanzas en el sector. Los expertos consideran que las ventas continuarán en descenso.

## 3. El sector del automóvil reafirma su apuesta por las exportaciones

La industria española del automóvil confía en el mercado alemán para aumentar sus exportaciones un 4,5 por

100 durante este año. Esta proyección ha salido a la luz después de que el sector registrase en 2007 el mayor desequilibrio comercial de su historia. Un portavoz de la Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC) explicó recientemente que la exportación absorbe el 82 por 100 de la producción (datos de 2006, los últimos disponibles), concretamente 2,27 millones de vehículos, por lo que los fabricantes del sector han decidido potenciar este segmento. ANFAC prevé completar 2008 con 2,9 millones de ventas al exterior y para cumplir ese objetivo la producción debe experimentar un crecimiento de entre el 2 y el 3 por 100 este año.

Sin embargo, en otros aspectos del sector la patronal automovilística no se muestra tan optimista. Es el caso de las ventas totales de vehículos, que aunque se comportaron dentro de lo esperado durante 2007, para el ejercicio recién estrenado se espera un descenso de las matriculaciones de entre el 1 y el 2 por 100, hasta situarse en torno a 1,6 millones de unidades, si bien, las ventas podrían aumentar debido a la entrada en vigor, el pasado 1 de enero, del nuevo impuesto de matriculación que rebajará el precio de los vehículos más "verdes", los que reduzcan las emisiones de CO<sub>2</sub>. De hecho, y pese a la subida del IPC, siete de cada diez Fiat comercializados en España se han abaratado desde el 1 de enero. En total, 65 modelos y versiones ya han reducido su precio en 2008.

Hasta 2007, el impuesto de matriculación establecía sólo dos tramos impositivos (del 7 y el 12 por 100) en función exclusivamente del carburante y de la cilindrada del motor. Con el cambio normativo, se eliminan estos tramos y se crean cuatro nuevos según las emisiones contaminantes del vehículo: 0 por 100 de gravamen para aquellos con una cifra inferior o igual a 120 gramos de CO<sub>2</sub> por kilómetro recorrido; 4,75 por 100 cuando estén entre 121 y 160 gramos; 9,75 por 100 para los que emitan entre 161 a 200 gramos y 14,75 por 100 cuando las emisiones sean iguales o superiores a 201 gramos por kilómetro.

Entre los "debe" del sector se encuentra un déficit comercial en aumento. A falta de conocer las cifras de los dos últimos meses del año pasado, el sector de la automoción en España acumula en los diez primeros meses del pasado ejercicio un déficit comercial de 6.289,3 millones de euros, un 5,3 por 100 más que en todo 2006, que ya supuso un máximo histórico, según los datos oficiales publicados por el Ministerio de Industria.

El mercado español de la automoción presenta la peculiaridad de ser una industria en la que las compañías son en su totalidad extranjeras pero su producción está en territorio español. El sector representa el 6 por 100 del PIB, el 25 por 100 de las exportaciones, da empleo a 75.000

personas directamente y a 350.000 de forma indirecta, según los datos de ANFAC.

#### 4. ¿Huida de patrimonio de los fondos garantizados?

Distintos expertos en mercados financieros aseguran que el hecho de que numerosos fondos de inversión garantizados tengan su fecha de vencimiento en estos primeros meses del año puede hacer que ese patrimonio vaya a parar a los depósitos bancarios, en detrimento de otros instrumentos de inversión colectiva. A todo esto se une el acusado signo bajista que el índice bursátil español de referencia, el IBEX 35, ha registrado en el comienzo de 2008.

Durante este año vencerán fondos garantizados por un valor total de 18.000 millones de euros, según datos de VDOS Stochastics.s, sin embargo, las entidades consultadas aseguran que "no habrá problemas para los pagos", aunque coinciden en que en estos primeros meses de 2008, los garantizados podrían presentar una rentabilidad menor que en 2007. Y los rendimientos de estos productos, generalmente criticados por sus bajos retornos, muestran un abanico espectacular: el fondo garantizado de renta variable que más ganó en 2007, dedicado a los mercados emergentes, ofreció una rentabilidad del 33,58 por 100, frente al último de la clasificación, que cerró el año con unas minusvalías del 6,27 por 100. Entre los garantizados de renta fija, la evolución ha sido mucho más desfavorable: el mejor fondo garantizado del año pasado registró una revalorización del 4,34 frente al 23 por 100 anual que perdió el peor, según las estadísticas de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO).

Ángel Martínez Aldama, director general de INVERCO, estima que "este año se repetirá la tendencia que los garantizados registraron en 2007, con más de dos millones de partícipes (...). Al final, las gestoras venden lo que les piden sus clientes", asegura Aldama, que además no cree que haya problemas en las garantías a pagar, ya que las entidades "cubren todas las hipótesis del mercado". También coinciden con esta idea Barclays y BBVA Gestión, cuyos garantizados están referenciados al mercado de renta fija.

Según datos del Banco de España, los depósitos bancarios con un plazo superior a dos años contaban con 334.994 millones de euros en octubre de 2007, lo que representa un aumento del 41,7 por 100 respecto al mismo período del año anterior. Su rentabilidad media anual es del 7 por 100.

El año 2007 ha sido negativo para la industria global de los fondos de inversión en España. El patrimonio total de estos instrumentos se ha reducido en 15.624 millones de euros, un 6,1 por 100 con relación a 2006, hasta 238.699 millones. El número de partícipes también ha caído en similar proporción: un 6,3 por 100, o más de medio millón de ahorradores e inversores saliendo de estos instrumentos, hasta cerrar el año con un total de 8,26 millones de partícipes, según datos de INVERCO.

A pesar de que los reembolsos de patrimonio del conjunto de los fondos de inversión fueron generalizados durante el pasado mes de diciembre, entre las contadas categorías de estos instrumentos que ganaron recursos se encuentra la de los fondos garantizados de renta fija, con unos magros 23 millones de euros de suscripción neta.

Pero quizás el dato que mejor refleja el escaso atractivo de los fondos de inversión en los últimos tiempos es el de su rentabilidad. El rendimiento medio ponderado de todas las categorías de fondos de inversión fue el año pasado de tan sólo el 2,40 por 100, lo que contrasta con los depósitos bancarios remunerados a ese plazo (4,5 por 100 y superiores) y la rentabilidad de la Bolsa española en 2007, un año no especialmente fructífero: casi el 8 por 100.

## 5. Marsans, dispuesto a vender un 15 por 100 de Aerolíneas al Estado argentino

Un portavoz de Marsans ha asegurado que el grupo turístico español, propietario del 95 por 100 de Aerolíneas Argentinas (ARSA), está dispuesto a que el Estado argentino (que tiene el 5 por 100 restante) alcance un 20 por 100 de la compañía aérea de bandera siempre y cuando solucione antes el contencioso de los pilotos en huelga.

Marsans accedería así a los deseos del Gobierno argentino de lograr más derechos en el consejo de administración de la aerolínea. La compañía habría llegado a un primer acuerdo con el ex presidente Néstor Kirchner a mediados de 2007 en el que autorizaba esta transacción. Sin embargo, todavía queda pendiente discutir el precio de esta participación. Marsans explica que en un momento en el que la mayoría de países no quiere hacerse cargo de una aerolínea, Argentina que "son unos nostálgicos del poder, quiere «argentinar» Aerolíneas Argentinas".

En el caso de que el Gobierno de Cristina Fernández de Kirchner finalmente decida adquirir ese 15 por 100, el si-

guiente paso será sacar la aerolínea a bolsa a finales de este año o en 2009. Con esta operación, Marsans podría financiar una eventual compra de Spanair. De momento, mientras no se soluciona el contencioso laboral de la compañía aérea, los propietarios de Marsans, Gerardo Díaz Ferrán —también presidente de la patronal española CEOE— y Gonzalo Pascual han frenado sus inversiones en ARSA hasta que no se normalicen los servicios. Estas inversiones ascienden a 2.387,5 millones de euros.

Pero la pugna sindical en Aerolíneas no parece fácil de destrabar. "Lo que resaltamos fue nuestra preocupación por la falta de inversión del Grupo Marsans dentro de Aerolíneas", dijo Edgardo Llano, secretario general de Asociación de Personal Técnico Aeronáutico (APTA). Por su parte, el portavoz de ARSA, Jorge Molina, declaró recientemente: "Asumimos los primeros compromisos que la empresa va a tomar en el pacto social: inversión, incorporación de flota y modernización de la compañía", dijo tras el encuentro que mantuvieron representantes de la compañía con el ministro argentino de Trabajo, Carlos Tomada.

El último "escándalo" de ARSA se produjo a principios de enero, cuando unos 5.000 pasajeros se quedaron en tierra en el aeropuerto bonaerense de Ezeiza como consecuencia de otro conflicto sindical. El caos fue tal, que hasta algunos viajeros agredieron al personal de tierra de la compañía aérea. Y aunque los vuelos se han normalizado notablemente, el APTA no ha enterrado ni mucho menos el hacha de guerra. Un reciente comunicado suyo no deja lugar a dudas: "La estrategia de los dueños de Marsans, conjuntamente con la del actual Gobierno de Cristina Kirchner, es intencionadamente desviar el foco de atención sobre las causas reales de los problemas de las compañías, para *desresponsabilizar* a (Gonzalo) Pascual, (Gerardo) Díaz y los Kirchners de sus culpas y delitos contra las mismas —unos por cometerlos y otros por consentírselos y ser sus corresponsables—, a los efectos de poder responsabilizar de todos los males pasados, presentes y futuros de Aerolíneas Argentinas y Austral a los trabajadores y sus sindicatos".

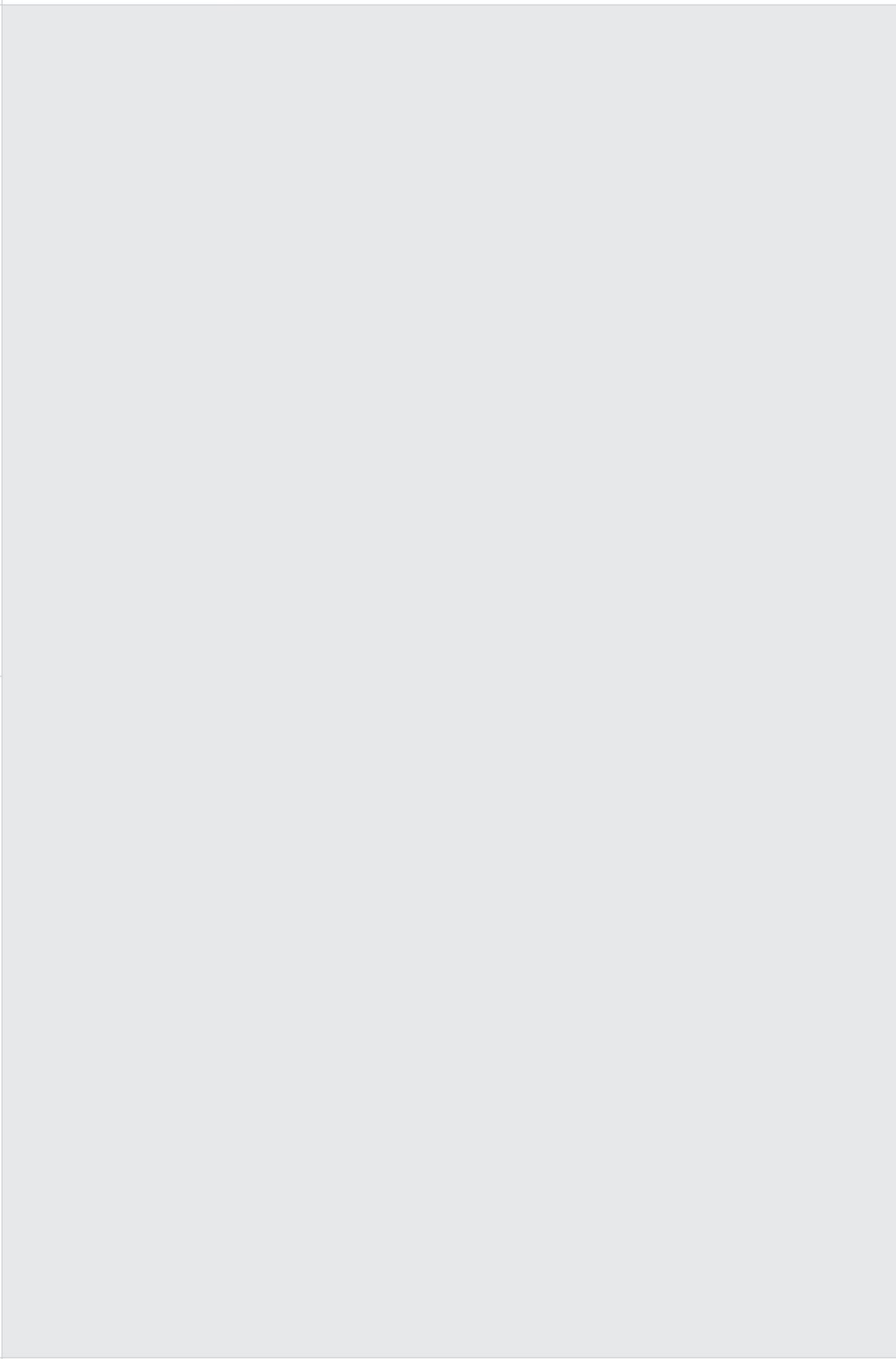
El "culebrón" de Aerolíneas comenzó para España en noviembre de 1990 cuando Iberia adquirió el 30 por 100 de la compañía aérea argentina; en 1996 y tras la puesta en marcha de un complejo diseño empresarial en el que participó la Comisión Europea, Iberia se desprende de su participación asumiendo pérdidas millonarias. En 1998 la compañía estadounidense American Airlines se hace con una participación de ARSA y asume su gestión, que dura sólo dos años puesto que la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales de España (SEPI), que controlaba el capital de ARSA, la retiró de esa responsabilidad por con-

siderar que no había cumplido los objetivos. En 2001 se declara la suspensión de pagos de Aerolíneas y la SEPI procede a su venta. Recibe 16 ofertas y la de Air Comet (del Grupo Marsans) es considerada la más atractiva.

Desde entonces, los tiras y aflojas por las inversiones comprometidas han sido casi continuos. Air Comet incumplió distintos plazos contemplados en el contrato de compra a la SEPI, como el de incorporar 23 aeronaves a

la flota de ARSA (finalmente aportó 22) o ampliar capital en 50 millones de dólares (lo hizo en febrero de 2003 con siete meses de retraso). Además, aportaciones de la SEPI destinadas al pago de deudas y pasivos de ARSA fueron utilizadas por Air Comet para cubrir gastos corrientes, etcétera.

Quizás la eventual desinversión de Marsans en ARSA le ahorre nuevos dolores de cabeza al grupo turístico español.



# Indicadores Financieros

Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS

## INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO\*: SELECCIÓN "MERCADOS Y TIPOS DE INTERÉS"

Fecha de actualización: 15 de febrero de 2008

A. Dinero y tipos de interés							
Indicador	A partir de datos de	Media 1993-2004	2005	2006	2007 noviembre	2007 diciembre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (porcentaje var.)	BCE	5,6	7,4	9,8	12,3	—	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	5,5	2,2	3,1	4,6	4,8	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,6	2,3	3,5	4,6	4,8	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,8	3,5	3,8	4,3	4,4	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	6,7	3,6	4,1	4,6	4,8	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF
B. Mercados Financieros							
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	15,4	26,9	23,6	8,2	13,2	(Importe negociado/saldo en circulación) x 100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	84,2	74,2	92,9	88,2	55,2	(Importe negociado/saldo en circulación) x 100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)

\* Ver nota al final de este cuadro.

## INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO\*: SELECCIÓN "MERCADOS Y TIPOS DE INTERÉS" (continuación)

Indicador	B. Mercados Financieros (continuación)						Definición y cálculo
	A partir de datos de	Media 1993-2004	2005	2006	2007 noviembre	2007 diciembre	
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con Letras del Tesoro	BE	0,28	0,15	0,37	—	—	(Importe negociado/saldo en circulación) x 100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	3,5	10,4	10,8	11,1	3,7	(Importe negociado/saldo en circulación) x 100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	5,3	2,0	2,8	3,8	3,9	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic. 1987 = 100)	BE	363,4	573,7	577,3	592,5	589,1	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (porcentaje var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	1,1	-0,5	2,0	-0,8	-2,0	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (porcentaje var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	5,8	3,4	8,5	4,7	2,8	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Receptoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic. 1985 = 100)	BE y Bolsa de Madrid	638,2	1.156,2	1.554,9	1.708,2	1.642,0	Con base 1985 = 100
15. Ibex-35 (dic. 1989 = 3000)	BE y Bolsa de Madrid	6.763,5	9.900,8	12.343,9	15.759,9	15.182,3	Con base dic. 1989 = 3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	18,1	16,1	15,0	12,6	—	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (porcentaje var.)	BE y Bolsa de Madrid	4,5	4,1	-0,9	-0,5	-25,5	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (porcentaje var.)	BE y AIAF	2,2	2,0	5,4	-2,0	-1,8	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	5,4	2,1	2,9	4,4	4,8	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (porcentaje var.)	BE	2,2	1,5	3,8	1,4	-25,2	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (porcentaje var.)	BE	6,5	8,9	10,7	-51,4	91,2	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

**Comentario "Mercados financieros":** Durante el último mes, se observa un mayor dinamismo en los ritmos de contratación en las operaciones simples al contado con Letras del Tesoro, contrastando con la ralentización en la contratación en operaciones simples al contado y a plazo con bonos y obligaciones del Estado. En lo que respecta a los mercados bursátiles, tanto el índice general de la Bolsa de Madrid como su selectivo, el IBEX-35, presentan una tendencia a la baja. Por otra parte, los mercados de derivados han registrado tasas de crecimiento positivas en las operaciones realizadas con opciones financieras, contrastando con la ralentización observada en las operaciones realizadas con futuros.

\* El lector podrá encontrar en la página web de FUNCAS (<http://www.funcas.ceca.es>) otros indicadores financieros.

## La posición de los niños en el sistema de bienestar social en España

Lourdes Gaitán\*

Una medida reciente del actual Gobierno ha tenido la virtud de atraer, siquiera por un breve espacio de tiempo, la atención de la opinión pública (inducida por la opinión publicada) sobre la posición de los niños dentro del esquema de protección social vigente en nuestro país. Se trata de la prestación de 2.500 euros que se percibe, a partir de la fecha del anuncio por parte del Presidente del Gobierno en sede parlamentaria, por el nacimiento de un hijo y con carácter universal.

Por una vez, la situación económica de los niños ha sido objeto de un debate que ha superado ligeramente el episódico y efímero espacio público que suele dedicarse a pensar en los intereses de esa parte de la población que se encuentra por debajo de la mayoría de edad, y ha pasado también a ocupar un pequeño espacio en las conversaciones de la gente corriente en el marco de su vida cotidiana. No deja de llamar la atención que, en ámbitos habitualmente alejados de la reflexión sobre las políticas de bienestar, hayan aparecido voces que critican la medida tachándola de electoralista, remedial o injusta (¡precisamente por su carácter universalista!), por no hablar de quien ha expresado su opinión de que la medida no debería beneficiar a cualquier tipo de familia, sino sólo a la nuclear.

Sin embargo, esta no es más que una de las medidas que suele estar incluida en el paquete de beneficios para los niños de los países avanzados en materia de bienestar social de su población. La distancia que separa a España de estos países, en materia de protección a la familia e infancia, es tal, que como sociedad que se sintiera responsable colectivamente del bienestar común, la española debería felicitar, en primer lugar, por el establecimiento de esta prestación e, inmediatamente después, abogar y re-

clamar el avance en el diseño de un paquete coherente de protección para los niños, que se mostrara más acorde con nuestra habitual retórica familista.

En este artículo se va a mostrar la posición de los niños respecto al bienestar social en una perspectiva generacional y también comparativa con otros países avanzados. Previamente se hará una aproximación histórica a la evolución del papel del estado como agente redistribuidor y como garante del bienestar de los niños, en el afán de explicar las razones de carácter ideológico que influyen en las políticas de protección.

### 1. El bienestar social de la infancia

Ni los niños ni la infancia habían representado hasta el momento un tema central sea en la investigación sobre el bienestar social realizada desde el ámbito académico, sea en la discusión pública sobre las políticas de bienestar. No obstante, la idea de que los estados de bienestar necesitan ahora desarrollar nuevos modelos de inversión en capital humano, en lugar de limitarse a distribuir beneficios (que late en el término acuñado por la Unión Europea como *activating welfare state* o bien *social investment welfare state*) ha conducido más recientemente a proponer “políticas sociales centradas en los niños”, y a argumentar las ventajas de este enfoque para la sostenibilidad futura de los sistemas de bienestar, como lo hace Esping-Andersen en uno de sus textos más recientes (2002).

En el campo de los nuevos estudios de infancia, que vienen desarrollándose en ámbitos académicos europeos y americanos en los últimos 15 ó 20 años, el tema sin em-

\* Coordinadora Experto en Políticas Sociales de Infancia (UCM).

bargo reviste el mayor interés<sup>1</sup>. Los planteamientos teóricos que dan origen a esta nueva línea de estudios pueden resumirse fundamentalmente en dos: 1) la infancia es un componente estable y permanente de cualquier sociedad y estructura social; 2) los niños son actores sociales, sujetos de pleno derecho en la sociedad. En consecuencia, la vida y las actividades de los niños deben ser estudiadas en sus propias dimensiones, igual que se hace con la parte adulta de la sociedad, al encontrarse afectada por los mismos hechos que atañen a ésta, si bien, en algunos aspectos, de forma distinta.

Sin embargo, los niños están escasamente incluidos en la investigación sobre el bienestar social, a pesar de que las políticas que se diseñan y se aplican en este campo condicionan y estructuran sus vidas de forma notable. Cuando se les incluye, esto se hace sobre la base de algún tema singular, bien sea la pobreza, la salud, el abuso y abandono o la exclusión de los procesos educativos, pero raramente enfocando de forma global su puesto en el juego de intereses, pactos y consensos que están comprendidos en la concepción y en la praxis del bienestar colectivo.

Pero ¿qué cabe entender por bienestar social de los niños? El concepto de bienestar incluye aspiraciones individuales y colectivas orientadas por valores como la justicia, la igualdad, la calidad de vida o el desarrollo humano. En el plano de las prácticas sociales ese tipo de valores inspiran la parte de las políticas públicas constituida por las políticas sociales, sean éstas de carácter residual (beneficios para los más necesitados) o universal (destinadas a aumentar el bienestar básico de toda la gente).

El uso sociológico del término viene a describir la totalidad del sistema de bienestar, y así se refiere a todas las instituciones de bienestar, a las distintas culturas de bienestar, a los actores que crean y sostienen el sistema (gestores, administradores, proveedores de servicios y clientes de los mismos) así como a las relaciones que se dan entre ellos, y al bienestar subjetivo (experimentado individualmente) que aparece como resultado de la producción del bienestar. A ellos pueden añadirse actualmente otros aspectos del bienestar ligados a cuestiones macroeconómicas y medioambientales. Todos estos significados, dice Alanen (2007) pueden ser aplicados en el estudio del bienestar de la infancia (como al de otras subpoblaciones).

<sup>1</sup> A este respecto puede consultarse, especialmente, la tercera parte (*The economic and socio-political outlook*) del texto de QVORTRUP, J. et al. (1994): *Childhood Matters. Social Theory, Practice and Politics*. Aldershot. Avebury. Y asimismo WINTERSBERGER, H. et al. (2007): *Childhood, Generational Order and the Welfare State: Exploring Children's Social and Economic Welfare*, vol. 1, Odense, University Press of Southern Denmark.

Para ello será preciso someter los marcos de investigación a una reconstrucción crítica desde el punto de vista de los niños.

En una perspectiva histórica puede decirse que el nacimiento y desarrollo de los estados de bienestar ha corrido en paralelo con el desarrollo de una cierta idea de infancia, y ambas cosas pueden considerarse parte de un proceso más amplio de modernización de las sociedades (Gaitán, 2006b). Dos procesos centrales de la modernidad que pueden considerarse especialmente importantes para comprender la transformación del papel de la infancia en las sociedades occidentales. Estos son, por un lado, la consolidación del individuo como sujeto dotado de autonomía y de identidad propia y, por otro, la expansión del Estado como autoridad que orienta el progreso nacional e individual y como fuente principal de identidad colectiva (Pilotti, 2001).

Entre las modificaciones importantes que el esquema de estado de bienestar introduce en las vidas de los niños cabe destacar las que se derivan de su temprana inclusión en la institución escolar. A medida que avanza el proceso de industrialización los niños pasan del trabajo doméstico al trabajo industrial, y de éste a la escuela, cuando el trabajo manual pierde importancia frente a los conocimientos, destrezas y habilidades técnicas requeridas por una progresiva mecanización de los procesos productivos, primero, y por el desarrollo de las nuevas tecnologías, después. En este contexto, la formación de capital humano se convierte en un factor clave para el progreso económico y para la competitividad de los países y de las empresas.

A esta institucionalización escolar se une la institucionalización temprana de los niños más pequeños, concebida no tanto para estimular su desarrollo emocional y social, como para facilitar la conciliación de vida laboral y familiar de sus progenitores. Ambas cosas conllevan la *individualización* del niño, que ya no cuenta tanto, en estos ámbitos institucionales, como miembro de una familia, sino como persona en sí. La individualización es uno de los componentes característicos de la modernidad, que se traslada así también al período de infancia en la vida de los ciudadanos, por efecto de las disposiciones del estado de bienestar.

Las acciones del estado benefactor a favor de los niños se concretaban, en su primera etapa, sobre todo en medidas legales que buscaban su protección frente al abuso y explotación laboral, y en medidas de carácter asistencial, dirigidas a la cobertura de las necesidades más elementales de los niños nacidos en el seno de las clases sociales más pobres.

Estas acciones se convierten, después de la II Guerra Mundial, en una combinación de políticas universales orientadas a la educación y el bienestar de todos los niños, con unas intervenciones más directas que se concentran en los segmentos de población con menores ingresos, y se realizan a través de programas compensatorios destinados a paliar las carencias derivadas de la escasez de recursos, o con medidas de separación de los niños de su entorno familiar, cuando las autoridades administrativas consideran que aquellos se encuentran en situación de alto riesgo.

Los avances en la protección de los intereses y los derechos de los niños culminan ya casi vencido el siglo XX, con la aprobación por las Naciones Unidas de la Convención de los Derechos del Niño, en 1989, que constituye sin duda el paradigma más acabado para interpretar y enfrentar la realidad de la infancia. La Convención se inscribe en el movimiento de expansión de los derechos humanos y ha sido suscrita por todos los países del mundo excepto dos<sup>2</sup> pasando sus compromisos a formar parte del sistema jurídico de cada uno de los estados firmantes. La citada Convención ampara los derechos de las personas menores de 18 años, a las que se considera, por lo tanto, niños. De los derechos reconocidos, los más estrechamente relacionados con el bienestar social son los calificados como derechos de *provisión*, que se refieren a la posibilidad de acceder y disfrutar de recursos materiales adecuados y suficientes. Su contenido principal se encuentra en los artículos 24 a 30, de este modo:

— En los artículos 24 y 25, los estados parte reconocen el derecho del niño al disfrute del más alto nivel posible de *salud*, y a un examen periódico del tratamiento al que esté sometido.

— El artículo 26 se refiere al derecho a beneficiarse de la *Seguridad Social* (conforme a la legislación nacional).

— El artículo 27 recoge el derecho de todo niño a un *nivel de vida adecuado* para su desarrollo físico, mental, espiritual, moral y social, añadiendo, a continuación, que incumbe a los padres u otras personas encargadas del niño la responsabilidad primordial de proporcionar las condiciones de vida necesarias para su desarrollo aunque (explica el siguiente párrafo de este artículo) los estados adoptarán medidas apropiadas para ayudar a los padres a dar efectividad a este derecho.

— En el artículo 28, los estados reconocen el derecho del niño a la *educación*, y en el 29 se establecen las orientaciones generales que debe tener la misma.

<sup>2</sup> Estados Unidos de América y Somalia.

En esencia, el reparto de responsabilidades en la provisión de medios para facilitar el bienestar de las personas menores de edad queda dibujado en este conjunto de artículos, donde se pone de manifiesto la orientación familiarista que atraviesa todo el texto de la Convención, la cual resulta bastante explícita con respecto a los derechos y obligaciones de los padres y en cierto modo vaga en lo que se refiere a las responsabilidades de los estados y las sociedades. De este modo se refleja la tendencia dominante a considerar que los niños “por naturaleza” pertenecen a sus padres, que su marco físico es el hogar y la familia, el medio donde se desenvuelven sus relaciones primarias, el que marca también la orientación de las secundarias, el estatus social y el conjunto de valores y modos de conducta que el niño acabará adoptando. Lo anterior no significa que los gobiernos eludan cualquier responsabilidad respecto a los niños, al contrario, tienen responsabilidades indirectas para promover y mantener las habilidades y capacidades de los padres, y responsabilidades directas sobre el bienestar del niño si los padres no atienden debidamente sus obligaciones.

La distribución de responsabilidades respecto al bienestar social de los niños también puede analizarse desde un punto de vista económico. Como ya se ha señalado, en las modernas sociedades, la tarea de criar niños, que cada vez acarrea mayores exigencias, corresponde a la familia, mientras que su educación formal es asumida por el estado. Puesto que el juego de intercambios se realiza en el nivel societal, y no en el intrafamiliar, en el balance los resultados menos favorables son para las familias pues, si bien invierten en niños, los beneficios derivados de ello no tienen repercusión en el nivel familiar, sino que se traducen en una más alta cualificación de los futuros productores, que favorece al sistema económico y realiza aportaciones al estado de bienestar. Para Wintersberger (1994) esto significa que en la sociedad moderna:

- El estado invierte y recibe.
- La economía no invierte pero recibe.
- La familia invierte y no recibe.

Junto a las estipulaciones legales y a las razones de orden económico, existen otras de carácter social y cultural que configuran y amasan el pacto entre familia y sociedad para el mantenimiento de los niños. El modelo de familia convencional (basado en la autoridad paterna, a la que quedan subordinados los intereses de la esposa e hijos) tiene fuerte arraigo en la tradición conservadora que inspira el tipo continental de los estados de bienestar. Por otro lado la visión liberal, no intervencionista, tiende a considerar a la familia incluida en el ámbito de la esfera privada,

lo que si bien garantiza su libertad para la reproducción y socialización de su prole, la priva de protección salvo en casos de demostrada necesidad. En el lado opuesto (el modelo de bienestar universalista), los distintos servicios y prestaciones toman en consideración la cobertura de necesidades de la persona a lo largo de todo el ciclo vital, garantizando a la vez la individualidad y la interdependencia de los miembros del grupo familiar (lo que no evita que, también aquí, los niños reciban servicios a través de sus padres o madres).

Aunque unos y otros modelos tienen repercusiones en la vida de los niños no puede decirse que haya existido hasta ahora un planteamiento que tomara en cuenta específicamente la situación de los menores de edad. Lo que no excluye que ese planteamiento deba ser considerado en adelante, tanto por razones de justicia, como de la propia sostenibilidad de los sistemas de bienestar.

En la actualidad, los diferentes regímenes de bienestar afrontan desafíos similares. Las reformas son necesarias, aunque cada país tiene su legado político, ideológico u organizativo que, obviamente, influirá en el tipo de respuestas y en la forma concreta que puedan afrontar dichas reformas. En todo caso, siguiendo de nuevo a Esping-Andersen (2002) la protección de los niños y las familias es uno de los ámbitos clave que deben tomarse en consideración en el momento de abordar cualquier tipo de reconstrucción del modelo de estado de bienestar.

Con respecto a los niños, este autor adopta principalmente la perspectiva de formación de capital humano, la cual requiere, además de un esfuerzo de inversión en educación, la cobertura suficiente de necesidades materiales (recursos económicos) y la disposición de servicios que favorezcan un desarrollo afectivo, cognitivo y emocional de los niños, bien sea destinados a ellos mismos (escuelas infantiles, actividades extraescolares lúdicas o compensatorias) o bien dirigidos a liberar a los padres de un exceso de presión laboral para permitirles dedicar más tiempo a sus hijos pequeños. A medida que las sociedades envejecen, nos dice Esping-Andersen, se hace urgente invertir en el bienestar de los niños, para lograr un sistema de producción sostenible, competitivo y basado en el conocimiento.

Desde la perspectiva de los nuevos estudios de infancia, este razonamiento, si bien tiene la virtud de incluir a los niños en el debate sobre el futuro del bienestar, representa una "instrumentalización" de los mismos (Alanen, 2007, Ostner, 2007) que vuelven a aparecer como valores de futuro, antes que sujetos con derecho a beneficiarse de una distribución justa de los recursos sociales en el presente.

## 2. La distribución generacional del bienestar

El sistema de bienestar conlleva una alteración del orden generacional tradicional. Las relaciones de dependencia entre generaciones son reorganizadas a través de dos procesos fundamentales: cuales son, la inclusión de los niños en un esquema de escolaridad obligatoria y el establecimiento de un sistema de pensiones que asegure la provisión material de recursos a los mayores.

De este modo se produce un cambio en el contrato intergeneracional, que ya no se realiza en el nivel de las familias sino en el de la sociedad. La primitiva solidaridad intrafamiliar, donde los padres generaban y criaban hijos (invertían en futuro) que luego garantizarían su sustento en la vejez, se quiebra, al ser los sistemas públicos de pensiones los que permiten tener asegurada la subsistencia en la vejez, con lo cual el individuo se independiza (en el nivel de soporte material y principalmente de carácter económico) de las generaciones más jóvenes de su familia. Pero no de las generaciones jóvenes en general, ya que son los adultos activos quienes, con sus cotizaciones, alimentan los presupuestos para el pago de pensiones.

A estas mismas generaciones jóvenes queda también encomendado asegurar el bienestar de su prole. Para contribuir a soportar esta carga, los primeros seguros sociales prevén esquemas de ayudas familiares y, más tarde, en la segunda postguerra mundial, el objetivo de las políticas familiares se concentra en salvaguardar al cabeza de familia y proteger a las familias numerosas.

Los criterios adoptados para la distribución de los recursos sociales resultan esenciales y cualquier política social comporta un problema de elección, que en este caso se mostró más favorable para los adultos varones en su fase activa y en su retiro, garantizando un adecuado nivel de pensiones para ellos. Para las mujeres quedaba el trabajo invisible en el hogar y los subsidios familiares, mientras que los niños aparecen no como titulares sino como receptores de beneficios a través de sus familias. La aparente desventaja para estos últimos se rompe en el tema de las políticas educativas, concebidas más para cubrir las necesidades presentes (control social) o futuras (reposición de las fuerzas productivas) de la sociedad que de los propios menores.

En la actualidad, la estructura del riesgo ha cambiado, deslizándose hacia los jóvenes y las familias con niños, que resultan más afectados por el desempleo y la inestabilidad del mercado de trabajo (Esping-Andersen, 2000). Sin embargo, la orientación de las políticas sociales sigue

siendo la misma, como se viene observando, entre otras fuentes, a través de las estadísticas de protección social de la UE.

El Sistema Europeo de Estadísticas de Protección Social (ESSPROS son sus siglas en inglés) recoge los gastos e ingresos destinados a protección social en la Europa de los 12, de los 15 y ahora ya de los 25. En las citadas estadísticas, el capítulo de gastos comprende todas las intervenciones de organismos y entidades públicas o privadas destinadas a aliviar la carga que representa un determinado conjunto de riesgos o necesidades para los hogares o los individuos. Los beneficios sociales percibidos (sea en dinero o en especie) se clasifican en las siguientes funciones o ámbitos de cobertura: vejez y supervivencia, enfermedad/salud, discapacidad, familia/niños, desempleo y alojamiento y exclusión social. Pues bien, en el informe publicado en 2007 por EUROSTAT, la distribución del gasto social por funciones, expresada en porcentaje sobre el total de beneficios sociales (TBS) y en porcentaje de cada función sobre el PIB es el que se muestra en el gráfico 1.

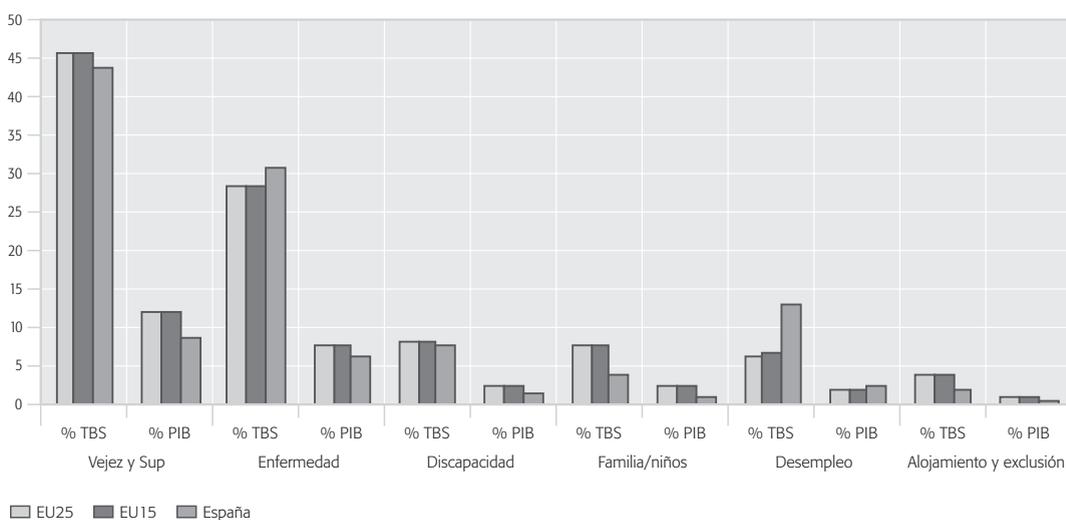
Como puede observarse, el gasto en pensiones (vejez y supervivencia) absorbe la mayor proporción del gasto social total, y también representa el mayor porcentaje en relación con el PIB, tanto en las columnas que expresan las medias de la Unión Europea, como en España. La segunda función más importante, también con carácter general, es la que se refiere al concepto de salud/enfermedad.

En el extremo contrario, el de las funciones que absorben menor proporción de gasto y tienen menos peso con referencia al PIB, las cifras relativas a Europa y a España no muestran la misma coincidencia. El gasto medio en Europa en la función de alojamiento y exclusión social es el más bajo, y está precedido por el de la función de desempleo. Por el contrario, en España, el concepto de gasto en protección a la familia/niños ocupa el penúltimo lugar (3,5 frente a un 7,8 por 100 en Europa en relación al gasto total y 0,7 frente al 2,1 por 100 en proporción sobre el PIB), mientras que el gasto en desempleo se sitúa en el tercer lugar de importancia, dentro de los seis considerados.

Las razones para estas convergencias y divergencias, así como las que se observan entre los distintos países de la UE, hay que buscarlas en los factores históricos e ideológicos que influyen en el diseño de los sistemas de protección de cada uno de ellos. En lo referido al sistema de pensiones, el modelo español se asemeja al modelo "bismarkiano" de aseguramiento basado en cotizaciones de empresarios y trabajadores. En lo que respecta a la protección de la salud y al cuidado de la enfermedad, España comparte el modelo universalista que ha ido generalizándose en Europa. El peso del gasto en protección frente al desempleo (en una proporción que comparte con Bélgica) no puede atribuirse solamente a una elevada tasa de paro, sino también a determinados rasgos del tipo de cobertura. Por fin, ocupando el lugar de "farolillo rojo" en lo que se refiere a la protección a la familia y la infancia, Es-

Gráfico 1

DISTRIBUCIÓN DEL GASTO SOCIAL POR FUNCIONES EN EUROPA Y EN ESPAÑA (2004)



Fuente: EUROSTAT. Statistics in focus. 99/2007.

paña se diferencia y se distancia de los países del sur de Europa, en los que pudiera decirse que predomina la misma ideología familista, de los que tienen (como el nuestro) una muy baja natalidad, e incluso de los que acaban de incorporarse a la UE y que antes pertenecían al bloque comunista (ver gráfico 2).

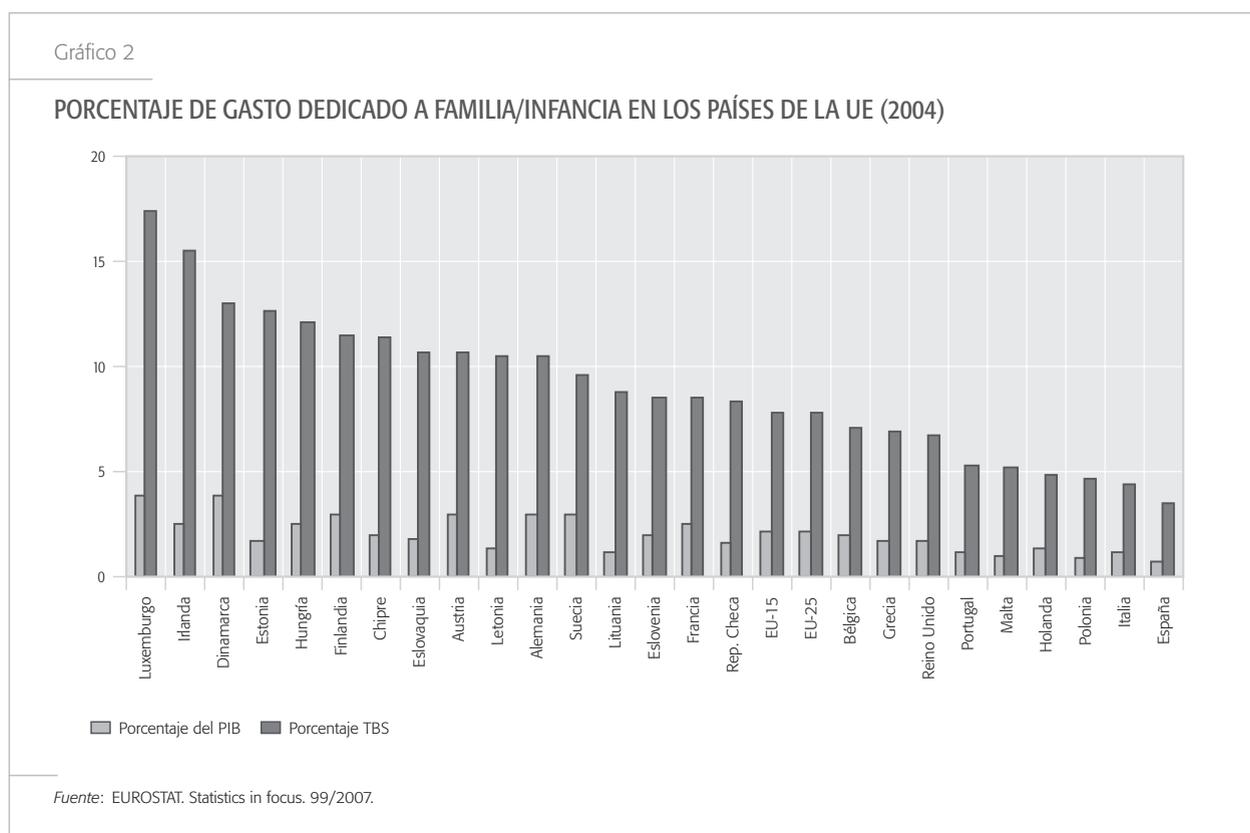
La estructura del gasto permanece estable a lo largo del tiempo, aunque se produzcan variaciones de diferente sentido en las distintas funciones. De este modo, el peso de la función vejez y supervivencia creció de forma constante en la media de la UE entre 1992 y 2001, mientras que la de salud/enfermedad cayó antes de retornar a valores semejantes a los del inicio de la década, y la proporción de la protección por desempleo cayó en tres puntos porcentuales en estos diez años. El gasto en la función familia/infancia se incrementó en un 26,5 por 100 en términos reales en el mismo período (EUROSTAT, 2004). También en los primeros años de la presente década los beneficios sociales evolucionan a diferentes velocidades según las funciones, siendo en este caso la función salud/enfermedad la que observa mayor incremento, seguida de la de desempleo.

La función familia/niños ha experimentado un promedio anual de crecimiento, entre 2000 y 2004, de un 2,2 en la Europa de los 25, mientras que en España este pro-

medio de crecimiento fue del 9,2, cantidad superior a la media europea, pero inferior al esfuerzo realizado por otros países en el mismo período, tales como Chipre (26,1) o Irlanda (13,6). España ha ido acortando distancias con la media de Europa en lo que se refiere a la proporción de beneficios sociales dedicados a las familias y niños, ya que si en 1994 la diferencia era de 5,9 puntos porcentuales, en 2004 fue de 4,3 puntos. Ello no ha evitado que nuestro país continúe ocupando las posiciones rezagadas entre los países de la UE en este concepto, tal y como lo ha venido haciendo hasta el momento. Sería de esperar que tanto las prestaciones en efectivo, como el prometido aumento de servicios para la atención en la primera infancia, comenzaran a mostrar una mayor repercusión en el porcentaje de beneficios dedicados a familia y niños en el futuro.

### 3. La oferta de prestaciones y servicios sociales para los niños

Cada país industrializado tiene un “paquete” de beneficios sociales para los niños, que consiste en descuentos fiscales, exenciones de precios, subsidios y servicios o prestaciones en especie. Jonathan Bradshaw (2007) ha diseñado un método basado en la identificación de distintos tipos o modelos de familia (*model family method*) con



objeto de poder comparar, de forma sistemática, las políticas sociales de infancia que se aplican en un conjunto de 22 países.

Los datos que Bradshaw ha utilizado en su estudio han sido facilitados por informantes locales. Se incluyen en el mismo parejas con uno a tres hijos y padres o madres solos con uno o dos niños, al objeto de poder establecer comparaciones entre ellos. Las edades de los niños consideradas son de menos de tres y hasta 17 años. Los ingresos de las familias se agrupan en tres categorías: la mitad de la media de ingresos, la media y el doble de la media. La matriz de datos se completa con la consideración de uno solo o de dos ingresos en la familia. Las políticas que se incluyen en el "paquete" son las siguientes:

- Beneficios fiscales.
- Beneficios en metálico referenciados a ingresos.
- Beneficios en metálico no referenciados a ingresos.
- Seguridad social.
- Beneficios en el alquiler/alojamiento.
- Impuestos/beneficios locales.
- Cuidados infantiles.
- Asistencia social.
- Ayudas a la infancia garantizadas.
- Ayudas para la escolarización (tales como ayudas de comedor).
- Paquete estándar de cuidados de salud.

El autor advierte que los resultados son ilustrativos aunque no representativos, mostrando antes bien el dibujo formal de como determinadas políticas operarían, en un entorno normativo e institucional dado, no necesariamente de como operan en realidad. Con todo y eso, dada la escasez de estudios que profundicen en el análisis de la posición de los niños en el esquema de bienestar social, nos parece importante reflejar aquí unos resultados que, de algún modo, vienen a detallar el contenido y la intensidad de la protección social a la infancia en una perspectiva comparada entre países.

A lo largo del informe de Bradshaw, España aparece mencionada en distintas ocasiones, en la mayoría de los casos para señalar la ausencia aquí, o bien la escasez, de

la dotación de algunos de los componentes del paquete de beneficios para los niños. Así se señala que nuestro país no dispone de ayudas para parejas con hijos de entre siete y catorce años y unos ingresos equivalentes a la mitad de la media. España también se encuentra entre los seis países que no tienen subsidios por alojamiento. Solamente Irlanda, Israel y España no tienen ningún subsidio de ninguna clase para compensar los costes de cuidado infantil preescolar (*child care*)<sup>3</sup>. En lo que se refiere a asistencia social aparece una considerable variación entre países en lo que cada uno considera un nivel apropiado, y los niveles más bajos están en Portugal y España para familia monoparental con un niño (Grecia no tiene nada); para parejas con tres hijos, el nivel más bajo lo muestran España e Italia.

En el resumen del informe aparecen los países clasificados en cuatro grupos:

*Líderes:* Austria, Luxemburgo y Finlandia.

*Segundo nivel:* Francia, Suecia, Alemania, Bélgica, Reino Unido, Dinamarca, Noruega y Australia.

*Tercer nivel:* Irlanda, Israel, Canadá, Estados Unidos, Holanda e Italia.

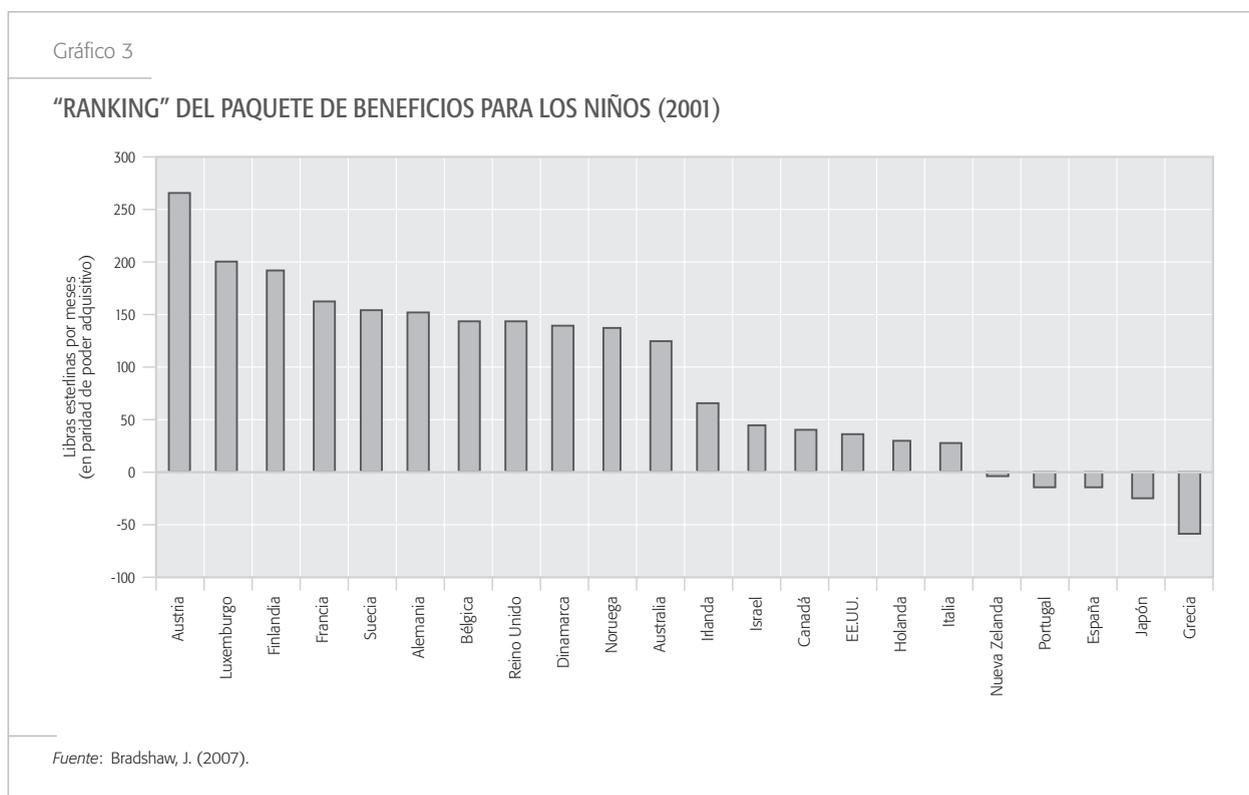
*Rezagados:* Nueva Zelanda, Portugal, España, Japón y Grecia.

En el gráfico 3 se muestra el rango del paquete de beneficios para los niños en los países estudiados, ordenados de mayor a menor. El valor está expresado en paridades de poder de compra (*purchasing power parities*). Aunque el autor señala que hay poca relación entre la agrupación de países que aparece como resultado de su estudio y la conocida tipificación de regímenes de bienestar de Esping-Andersen (1993), sí que puede observarse que, en los puestos más altos, se sitúan países incluidos en los modelos nórdico y continental, mientras que los países con un modelo de bienestar liberal se encuentran más al final de la escala, próximos o mezclados con los países mediterráneos. La posición ocupada por Reino Unido muestra cómo un país del modelo liberal puede también ser eficaz en la protección social de los niños si en sus políticas se da prioridad a las mismas, como ha ocurrido en los últimos años en este.

En sus conclusiones finales Bradshaw (2007: 155-156) señala lo siguiente:

- Los países que tienen un paquete más generoso de beneficios sociales para los niños son los que prestan la ma-

<sup>3</sup> Cabe recordar aquí que los datos que utiliza Bradshaw están referidos a julio de 2001.



yoría, si no todo su valor, de una forma no basada en la suficiencia de ingresos.

— Aparentemente, no es el nivel de riqueza de un país, ni el carácter del mercado de trabajo, ni el nivel de ingresos, sino más bien su gasto social y, especialmente, la parte de ese gasto que va a las familias lo que determina la importancia del paquete de beneficios sociales para los niños.

— El paquete de beneficios alcanzado está también asociado al mayor o menor éxito de los países a la hora de reducir los niveles de pobreza infantil generados por el mercado, y es posible que unos beneficios altos estén asociados con tasas de fecundidad más altas.

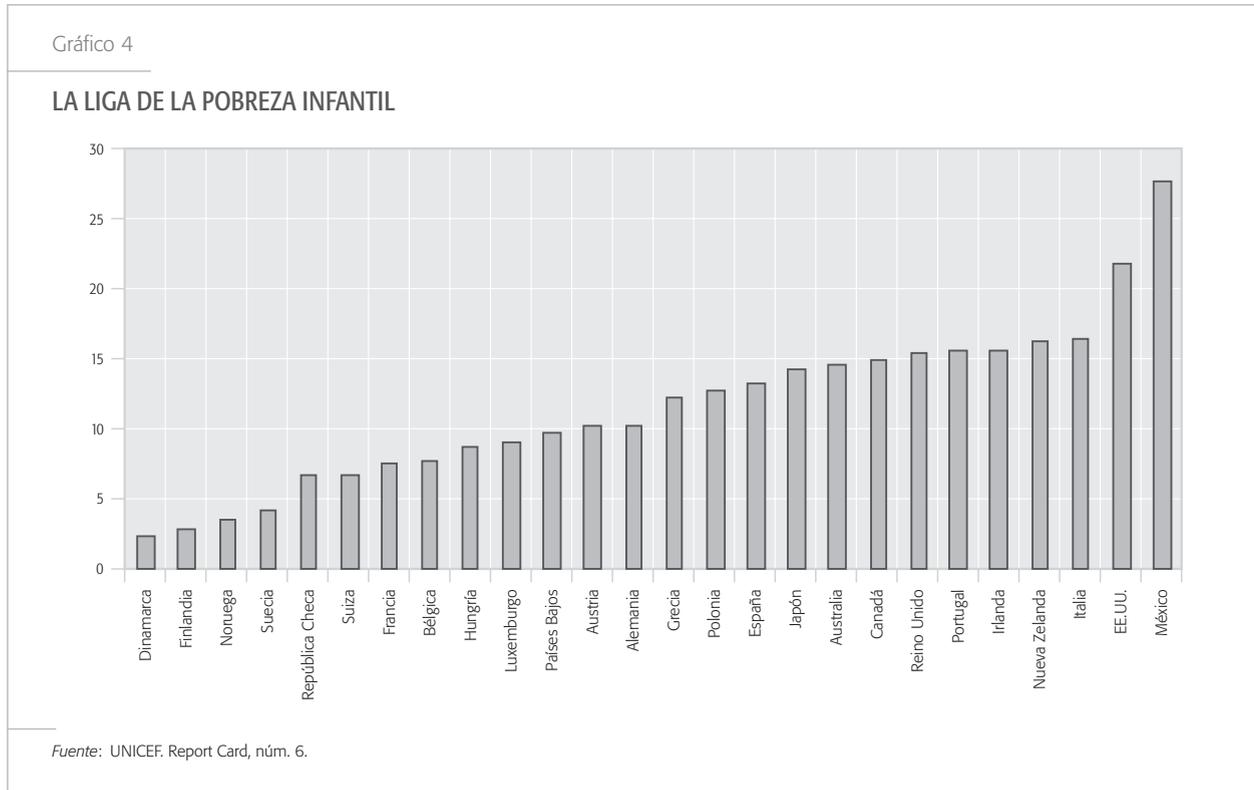
— Los países que hacen más esfuerzo en transferir recursos horizontalmente (generacionalmente) tienen los paquetes de beneficios para los niños más generosos.

#### 4. La otra cara del bienestar: pobreza infantil en países ricos

La pobreza de los niños es el ejemplo extremo del malestar infantil, entendido como el estado opuesto al deseado bienestar de los niños. Constituye también, de alguna forma, un indicador del fracaso de los estados de bienes-

tar a la hora de alcanzar objetivos de equidad, de eficacia en la satisfacción de necesidades humanas socialmente reconocidas, y de una más justa distribución de la riqueza (Gaitán, 2006a).

La pobreza afecta no sólo a los niños que viven en países menos desarrollados, sino también a un importante segmento de los que viven en las naciones ricas. Desde principios de los años noventa se han llevado a cabo algunos estudios e investigaciones en los cuales, pese a su carácter poco sistemático y comparable entre sí, prevalecía la impresión de que existía una tendencia general y clara hacia la pauperización de la infancia en sociedades económicamente avanzadas (Wintersberger, 2006). El Centro de Investigación Innocenti, de UNICEF, ha continuado esta línea publicando dos informes titulados, precisamente, *Pobreza infantil en países ricos*. En ellos se compara la situación en los países de la OCDE con respecto a la pobreza que afecta a los niños. El informe de 2005 señala que la proporción de niños que vive en situación de pobreza en el mundo desarrollado se ha incrementado en 17 de los 24 países que disponen de datos. Dinamarca y Finlandia presentan las menores tasas, inferiores al 3 por 100. En el extremo opuesto se encuentran Estados Unidos y México, con tasas superiores al 20 por 100. España ocupa el puesto 16 en esta lista, con un índice del 13 por 100, como se aprecia en el gráfico 4, donde las barras muestran el porcentaje de niños (0 a 17 años)



que vive en situación de pobreza relativa, es decir, que los ingresos del hogar están por debajo del 50 por 100 del promedio nacional respectivo.

Se señala en este informe de UNICEF que los niveles de pobreza son el resultado de una relación compleja entre tendencias sociales, condiciones del mercado laboral y políticas gubernamentales. De este modo, los factores que habrían influido en la pobreza infantil en la década 1995-2005 serían los siguientes:

- Cambios sociales y familiares:
  - A favor: mayor edad y nivel educativo de los padres.
  - En contra: aumento de familias monoparentales.
- Condiciones del mercado laboral:
  - A favor: hogares con dos sueldos, trabajo de la mujer.
  - En contra: recesión económica, nuevas tecnologías, inmigración.
- Políticas de gasto social:
  - A favor: todos los países han realizado intervenciones para combatir la pobreza.

- En contra: revisión de las condiciones de acceso y del valor de las prestaciones. En general, los incrementos de gasto social en los países de la OCDE se concentraron más en jubilación y sanidad en los años noventa.

En lo que se refiere a la comparación generacional de los niveles de pobreza, los adultos solos aparecen en general como los mejor situados. Por otro lado, mientras que los primeros estudios realizados indicaban una tendencia al desplazamiento de los niveles de pobreza más elevados desde los ancianos a los niños, los estudios más recientes son menos concluyentes en este aspecto. Sin embargo, en opinión de algunos especialistas (Wintersberger, 2006, Bradshaw, 2007) las escalas de equivalencia utilizadas hacen que la pobreza infantil quede subestimada en los estudios<sup>4</sup>.

El caso de la pobreza infantil en España ha sido objeto de un importante estudio reciente (Ayala, 2006). En

<sup>4</sup> Con el fin de ponderar la situación de los distintos tipos de hogares se utilizan escalas de equivalencia. Una de las más conocidas y utilizadas es la escala de la OCDE, que originalmente otorgaba un peso de 1 al primer adulto de un hogar, un 0,7 al segundo y un 0,5 a cada niño. Esta escala ha sido modificada, contabilizando ahora al primer adulto como 1, al segundo como 0,5 y a cada niño como 0,3. Por efecto de este cambio, que no obedece a razones científicas, sino a un consenso entre los gobiernos, la percepción estadística de la pobreza infantil ha disminuido.

el documento de conclusiones de este estudio se resume la situación del modo siguiente: la tasa de pobreza infantil en España, sea cual sea el umbral, la escala de equivalencia o la fuente utilizada, es mayor que la de la media de la población. Los datos permiten comprobar que casi uno de cada cuatro niños vive aquí con rentas inferiores al umbral de pobreza, situación especialmente acusada en lo que se refiere a la pobreza extrema, que afecta mucho más que proporcionalmente a los niños, aunque tiende a reducirse. Además, la pobreza infantil aumentó en el período estudiado —1994-2001— (Ayala *et al.*, 2006: 23).

En el caso de los niños, continúa este informe, la pertenencia a hogares monoparentales o a familias numerosas eleva la probabilidad de situarse en el nivel de pobreza. El mercado de trabajo aparece identificado como el principal determinante del riesgo de pobreza, ya que las rentas salariales resultan decisivas para el mantenimiento de los niños. El sistema de prestaciones sociales es el otro gran factor que influye en que los niños puedan evitar la pobreza, mostrándose, en este estudio también, la limitada eficacia de las mismas para reducir la pobreza infantil, dada la escasez e insuficiencia de las prestaciones familiares, que no se compensa con otras que podrían reducir la inseguridad de los hogares con niños, como serían las prestaciones por desempleo o los programas de lucha contra la pobreza.

## 5. Conclusiones

Con respecto al bienestar, los niños se encuentran en una posición ambivalente, como en la propia vida: a medias dependientes subordinados y sujetos de derechos, a medias abandonados y protegidos, mimados y maltratados, riqueza y carga para los padres y la sociedad, queridos y temidos a la vez. No es extraño que, dada esta confusa situación de partida, no resulte fácil definir el lugar de los niños en el contexto del bienestar, su aportación al mismo o los servicios más adecuados para ellos y la forma de proveerlos.

Todas las contradicciones que se hacen visibles en un tipo de análisis como el que aquí se ha abordado, son aún más palpables en el caso de España. En la propia presentación de la medida con cuyo comentario se ha comenzado este artículo, los niños han aparecido una vez más como apéndices y “cargas” familiares, y se ha perdido la oportunidad de resaltar la importancia de que la sociedad toda (a través de prestaciones y servicios que se sostienen con sus impuestos) tome una parte de responsabilidad en su propia reproducción, y el derecho de todos los niños a tener garantizado un mínimo de bienestar en el seno de una sociedad satisfecha.

No sería este el único caso en el que las iniciativas públicas están más orientadas a reducir carencias que a am-

Cuadro 1

### TASAS DE POBREZA INFANTIL EN ESPAÑA SEGÚN TIPO DE HOGAR (2000)

Tipo de hogar	Porcentaje niños	Tasa pobreza (umbral 50 por 100)
Pareja con un niño	23,1	10
Pareja con dos niños	39,4	11
Pareja con tres o más niños	14,8	25
Monoparental un niño	2,0	26
Monoparental dos niños	1,4	28
Monoparental con tres o más niños	0,6	60
<b>Total monoparentales</b>	<b>4,1</b>	<b>32</b>
Otros hogares con un niño	5,8	11
Otros hogares con dos niños	7,5	10
Otros hogares con tres o más niños	5,4	17
<b>Total tres o más niños</b>	<b>20,8</b>	<b>24</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>14</b>

Fuente: Ayala, L. *et al.* (2006).

pliar los derechos de los niños por sí. De esta forma queda intocada una situación de injusticia para los niños, en virtud de una razón de desigualdad aceptada debido al estatus especial que se les asigna dentro de la sociedad.

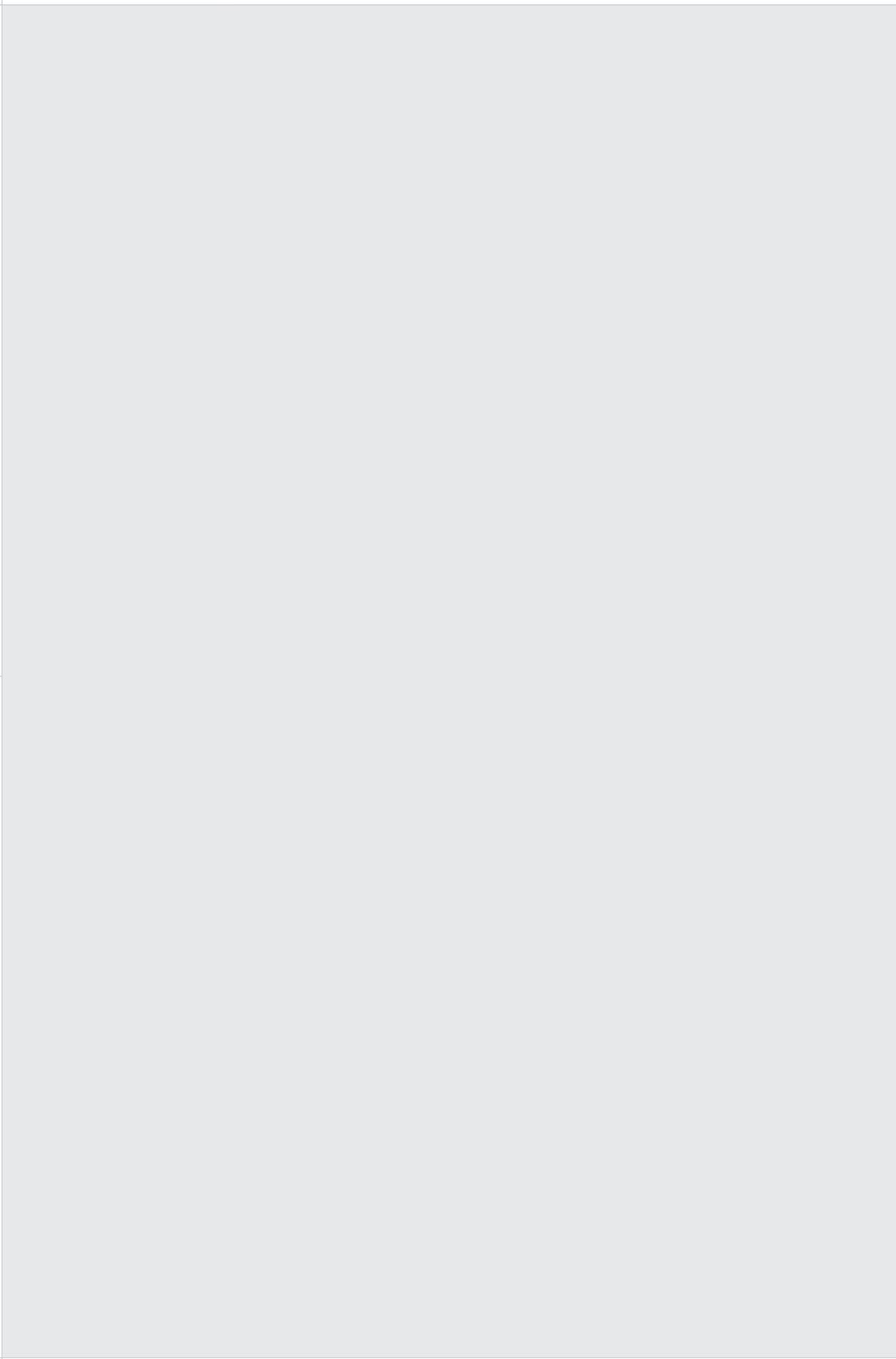
Por ello, sea desde la perspectiva del desarrollo de los derechos de las personas menores de edad, sea desde la necesidad de profundizar en la justicia distributiva que constituye uno de los rasgos fundamentales de los estados de bienestar, o sea desde la de asegurar la viabilidad futura de los sistemas de protección, se aboga hoy por un nuevo pacto o contrato generacional, que se produzca no sólo entre los adultos en edad de trabajar y los mayores en edad de retiro, sino entre las tres generaciones compuestas por niños, adultos y mayores, para asegurar también los costos asociados a la crianza de niños a través de la responsabilidad colectiva.

### Bibliografía

- ALANEN, L. (2007): "Theorizing Children's Welfare", en: *Childhood, Generational Order and the Welfare State: Exploring Children's Social and Economic Welfare*, Odense: University Press of Southern Denmark.
- AYALA, L.; MARTÍNEZ, R. M. y SASTRE, M. (2006): *Familia, infancia y privación social*, Madrid: Cáritas Española.
- BRADSHAW, J. (2007): "Child benefits packages in 22 countries", en *Childhood, Generational Order and the Welfare State: Exploring*

*Children's Social and Economic Welfare*, Odense: University Press of Southern Denmark.

- ESPING-ANDERSEN, G. (1993): *Los tres mundos del Estado del Bienestar*, Valencia: Ediciones Alfons el Magnànim.
- (2000): *Fundamentos sociales de las economías industriales*, Barcelona: Ariel.
- (2002) (ed.): *Why We Need a New Welfare State*, Oxford: Oxford University Press.
- Eurostat (2004): *Statistics in focus. Population and social conditions 6/2004*, Luxembourg: European Communities.
- (2007): *Statistics in focus. Population and social conditions 99/2007*, Luxembourg: European Communities (<http://publications.europa.eu>).
- GAITÁN, L. (2006a): *Sociología de la infancia*, Madrid: Síntesis.
- (2006b): "El bienestar de la infancia y los derechos de los niños", en *Política y Sociedad*, vol. 43, núm. 1, 63-80.
- OSTNER, I. (2007): "Families and children in «activating» Welfare States", en *Childhood, Generational Order and the Welfare State: Exploring Children's Social and Economic Welfare*, Odense: University Press of Southern Denmark.
- PILOTTI, F. (2001): *Globalización y Convención sobre los Derechos del Niño: el contexto del texto*, Naciones Unidas, CEPAL, Santiago de Chile.
- UNICEF (2005): *Pobreza infantil en Países Ricos, 2005*, Report Card núm. 1, Florencia: Centro de Investigación Innocenti de UNICEF.
- WINTERSBERGER, H. (1994): *Cost and Benefits-The Economics of Childhood*, en QVORTRUP, J. y otros (eds.), *Childhood Matters*, Avebury: Aldershot.
- (2006): "Infancia y ciudadanía: el orden generacional del Estado de Bienestar", en *Política y Sociedad*, vol. 43, núm. 1, 81-103.



### Panel de previsiones de la economía española Enero-Febrero 2008

Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

A la espera de que se publiquen los datos de Contabilidad Nacional del cuarto trimestre de 2007, no se han producido cambios en las previsiones correspondientes al conjunto del año. Se sigue estimando un crecimiento del PIB del 3,8 por 100 en media anual, lo que supone una suave desaceleración en el tramo final del ejercicio. Según las previsiones de consenso, el crecimiento en el último trimestre ascendió a un 3,4 por 100 (cuadro 2), una décima menos que la estimación realizada por el Banco de España, publicada con posterioridad a la recogida de datos del panel.

La composición del crecimiento de 2007 apenas experimenta modificaciones. Tan solo el consumo público, las exportaciones y las importaciones son revisados marginalmente al alza. Se mantienen, por tanto, las aportaciones esperadas de la demanda nacional y de la demanda externa en 4,7 puntos y -0,9 puntos respectivamente.

La cifra de consenso para la tasa de crecimiento esperada de 2008 se recorta en una décima en comparación con el anterior panel, hasta el 2,7 por 100. Nueve panelistas han revisado a la baja sus previsiones. De acuerdo con los resultados de la encuesta, la contribución del sector exterior mejorará en cinco décimas porcentuales con respecto a 2007, hasta -0,4 pp., mientras que la de la demanda nacional será de 3,1 pp., lo que supone 1,6 puntos menos que la estimada para el ejercicio pasado. La tasa de crecimiento esperada coincide con la pronosticada por el FMI en octubre, y se encuentra en un punto intermedio entre las previsiones de la Comisión Europea y las de la OCDE.

Casi todos los componentes de la demanda revisan su previsión de crecimiento a la baja. La del consumo de los hogares se corrige dos décimas, hasta el 2,5 por 100, y la de la formación bruta de capital fijo en seis décimas, hasta el 2,4 por 100. Dentro de esta, la mayor corrección se produce, como ya viene siendo habitual, en la inversión en construcción, que se prevé que crezca un 0,3 frente a un 1 por 100 que se estimaba en la anterior encuesta, después de que nueve panelistas hayan recortado su previsión. Esta variable es la que ha sufrido mayores revisiones a la baja desde que se solicitó por primera vez en marzo de 2007. Desde entonces, mientras que la cifra de crecimiento esperado del PIB se ha recortado en 0,5 pp., la de inversión en construcción se ha rebajado en 3,4 pp., lo que convierte a ésta en el principal responsable del deterioro de las expectativas de crecimiento para 2008. El perfil trimestral para el crecimiento del PIB será de desaceleración, con una tasa del 2,4 por 100 en el último cuarto del año (cuadro 2).

*Sin cambios en  
el cuadro de 2007*

*La construcción sigue  
liderando el deterioro  
de las expectativas  
para 2008*

Cuadro 1

**PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - ENERO-FEBRERO 2008**

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	PIB		Consumo hogares		Consumo público		Formac. bruta de capital fijo		FBCF equipo		FBCF construcción		FBCF otros productos		Demanda nacional	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
AFI	3,8	2,4	3,1	2,2	4,9	4,9	5,9	1,4	11,8	3,9	4,2	-0,5	—	—	4,3	2,4
BBVA	3,8	2,6	3,1	2,5	5,1	5,1	5,9	1,7	11,9	4,7	4,0	-0,3	3,3	2,8	4,3	2,8
Caixa Catalunya	3,8	3,0	3,2	2,8	5,0	5,0	6,3	3,9	11,9	6,5	4,6	2,3	3,3	2,7	4,7	3,6
Caja Madrid	3,8	2,5	3,1	2,3	5,2	5,2	5,5	0,4	10,9	1,8	3,8	-1,3	3,3	2,9	4,3	2,3
CEPREDE-UAM	3,8	2,6	3,1	2,3	4,8	4,8	5,9	2,2	12,4	9,7	3,9	-1,2	3,2	2,2	4,3	2,9
CSCC	3,8	2,7	3,2	2,6	4,6	4,6	6,2	3,7	11,7	7,7	4,2	1,8	3,3	2,7	4,4	3,3
FUNCAS	3,8	2,6	3,1	2,4	5,3	5,4	5,8	1,3	11,7	6,8	4,1	-1,6	3,3	2,9	4,3	2,6
ICAE-UCM	3,8	2,7	3,1	2,5	5,4	5,0	5,9	3,1	11,7	7,0	4,2	0,8	3,5	3,0	4,6	3,0
ICO	3,8	3,0	3,1	2,7	5,6	5,1	5,9	3,2	11,8	7,1	4,2	1,7	3,2	2,4	4,3	3,2
IEE	3,7	2,7	3,2	2,7	5,5	4,7	5,8	3,0	11,0	6,0	4,3	0,5	3,5	3,0	4,4	3,2
IFL-UC3M	3,8	2,8	3,2	2,6	5,4	5,6	5,9	2,8	11,8	6,3	4,1	1,4	3,4	2,3	4,3	3,1
Intermoney	3,8	2,4	3,1	2,0	5,3	4,9	5,6	1,2	11,4	6,5	3,9	-1,8	3,3	3,2	4,2	2,3
La Caixa	3,8	2,9	3,1	2,4	5,5	5,2	5,9	3,2	11,7	6,8	4,2	1,7	3,3	2,6	4,3	3,1
SCH	3,8	2,7	3,1	2,6	5,5	5,0	5,9	2,0	11,7	7,2	4,1	0,0	3,6	0,7	4,3	2,9
Consenso (media)	3,8	2,7	3,1	2,5	5,4	5,0	5,9	2,4	11,7	6,3	4,1	0,3	3,4	2,6	4,4	2,9
<b>Máximo</b>	3,8	3,0	3,2	2,8	5,6	5,6	6,3	3,9	12,4	9,7	4,6	2,3	3,6	3,2	4,7	3,6
<b>Mínimo</b>	3,7	2,4	3,1	2,0	5,2	4,6	5,5	0,4	10,9	1,8	3,8	-1,8	3,2	0,7	4,2	2,3
Diferencia 2 meses antes <sup>1</sup>	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,6	-0,1	-0,7	-0,1	-0,2	0,0	-0,3
— Suben <sup>2</sup>	0	0	0	0	3	5	3	0	3	2	0	0	0	1	1	1
— Bajan <sup>3</sup>	0	9	2	9	1	1	4	9	4	5	6	9	3	6	3	9
Diferencia 6 meses antes <sup>1</sup>	0,0	-0,6	-0,3	-0,5	0,5	0,7	-0,1	-2,1	1,2	-1,1	-0,9	-2,9	0,3	-1,1	0,0	-0,9
<b>Pro memoria:</b>																
Gobierno (diciembre 2007)	3,8	3,1	3,2	2,8	5,3	5,2	5,9	3,1	—	—	—	—	—	—	4,3	3,3
CE (noviembre 2007)	3,8	3,0	3,4	2,7	4,9	5,0	6,3	3,0	12,2	5,9	4,4	1,3	—	—	4,5	3,2
FMI (octubre 2007)	3,7	2,7	3,3	2,2	5,1	4,4	5,8	3,0	—	—	—	—	—	—	4,9	4,3
OCDE (diciembre 2007)	3,8	2,5	3,3	2,7	5,0	4,1	5,8	1,2	—	—	—	—	—	—	4,3	2,5

<sup>1</sup> Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).<sup>2</sup> Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.<sup>3</sup> Remuneración media por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo: incluye todos los conceptos de coste laboral para las empresas.<sup>4</sup> En términos de Contabilidad Nacional: puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.<sup>5</sup> Saldo de la balanza por cuenta corriente, según estimaciones del Banco de España.<sup>6</sup> Deflactor del consumo privado.<sup>7</sup> Remuneración por asalariado.<sup>8</sup> Necesidad de financiación frente al resto del mundo.

Cuadro 1 (continuación)

**PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - ENERO-FEBRERO 2008**

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Exportaciones bienes y servicios		Importaciones bienes y servicios		Producción industrial (PI)		IPC (media anual)		Costes laborales <sup>5</sup>		Empleo <sup>4</sup>		Paro (EPA) (Porcentaje población activa)		Saldo B. Pagos c/c (Porcentaje del PIB) <sup>5</sup>		Saldo AAAPP (Porcentaje del PIB)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
AFI	5,5	3,9	6,8	3,9	2,3	1,2	2,8	3,3	—	—	2,8	1,7	8,2	8,8	-10,0	-8,1	2,0	0,9
BBVA	5,9	4,2	7,0	4,3	2,0	1,0	2,8	3,5	3,6	3,1	2,9	1,3	8,2	8,5	-8,9	-8,6	1,7	0,9
Caixa Catalunya	5,6	5,8	7,0	6,2	2,5	1,0	2,8	3,3	—	—	—	—	8,2	8,3	—	—	—	—
Caja Madrid	5,6	3,5	6,7	3,1	2,2	1,3	2,8	3,7	3,6	3,0	3,0	1,6	8,1	8,7	-9,0	-9,1	2,0	0,7
CEPREDE-UAM	5,7	5,0	7,0	5,3	2,6	2,1	2,8	3,2	3,6	3,3	2,9	1,7	8,3	9,0	-9,6	-10,0	1,7	0,6
CSCC	5,4	4,6	6,7	5,8	2,4	1,4	2,8	3,1	—	—	2,9	2,0	8,2	8,4	-9,3	-9,4	1,5	0,7
FUNCAS	5,9	4,9	7,1	4,7	2,2	1,3	2,8	3,8	3,7	4,0	2,9	1,5	8,3	9,0	-9,8	-10,2	2,1	1,1
ICAE-UCM	5,8	4,8	7,1	5,1	2,8	2,0	2,8	3,7	3,4	3,2	3,0	1,8	8,1	8,5	-9,3	-9,3	1,6	1,1
ICO	5,8	4,9	7,1	5,3	2,5	2,2	2,8	3,5	3,7	3,5	3,0	2,1	8,2	8,3	-9,4	-9,4	1,8	1,2
IEE	5,5	5,0	7,0	5,5	2,8	2,0	2,8	3,2	3,5	2,1	2,7	1,8	8,1	8,5	-9,5	-9,5	1,1	0,2
IFL-UC3M	6,0	5,4	7,3	6,0	2,4	1,5	2,8	3,9	3,7	4,0	—	—	8,2	8,5	-9,7	-9,6	1,0	0,1
Intermoney	6,1	5,8	7,1	4,3	1,7	1,3	2,8	3,4	3,7	3,5	2,9	1,2	8,3	9,4	-9,9	-9,9	2,3	0,8
La Caixa	6,0	5,6	7,2	6,0	2,5	2,1	2,8	3,8	3,7	3,3	3,0	2,0	8,1	8,4	-9,3	-9,4	1,5	0,9
SCH	5,2	4,1	6,6	4,2	—	—	2,8	3,2	3,2	3,4	2,7	1,8	8,1	8,5	-9,5	-9,5	2,0	1,5
Consenso (media)	5,7	4,8	7,0	5,0	2,4	1,6	2,8	3,5	3,6	3,3	2,9	1,7	8,2	8,6	-9,5	-9,4	1,7	0,8
<b>Máximo</b>	6,1	5,8	7,3	6,2	2,8	2,2	2,8	3,9	3,7	4,0	3,0	2,1	8,3	9,4	-8,9	-8,1	2,3	1,2
<b>Mínimo</b>	5,2	3,5	6,6	3,1	1,7	1,0	2,8	3,1	3,4	2,1	2,7	1,2	8,1	8,3	-10,0	-10,2	1,0	0,1
Diferencia 2 meses antes <sup>1</sup>	0,2	-0,2	0,1	-0,5	-0,3	-0,6	0,0	0,4	0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,1	-0,1
— Suben <sup>2</sup>	6	3	4	1	0	0	4	11	3	2	0	0	4	9	2	3	6	1
— Bajan <sup>2</sup>	2	4	3	6	10	11	1	1	1	3	4	7	1	0	6	5	1	5
Diferencia 6 meses antes <sup>1</sup>	0,5	0,0	0,7	-0,5	-1,2	-1,5	0,2	0,8	0,4	0,2	0,1	-0,6	0,1	0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,3
<b>Pro memoria:</b>																		
Gobierno (diciembre 2007)	5,7	5,4	7,2	5,5	—	—	2,7 <sup>6</sup>	3,3 <sup>6</sup>	3,7 <sup>7</sup>	4,0 <sup>7</sup>	3,0	2,2	8,2	8,2	-9,0 <sup>8</sup>	-8,9 <sup>8</sup>	1,8	1,2
CE (noviembre 2007)	4,6	4,7	6,5	5,2	—	—	2,6	2,9	2,8	3,0	3,0	2,1	8,1	8,5	-9,3	-9,6	1,8	1,2
FMI (octubre 2007)	—	—	—	—	—	—	2,5	2,8	—	—	—	—	8,1	8,2	-9,8	-10,2	—	—
OCDE (diciembre 2007)	4,7	6,5	6,3	5,6	—	—	2,8	3,6	—	—	3,3	2,4	8,1	8,1	-9,8	-10,0	1,9	1,5

SIGLAS:

AFI: Analistas Financieros Internacionales.

BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.

CEPREDE-UAM: Centro de Predicción Económica, Univ. Autónoma de Madrid.

CSCC: Consejo Superior de Cámaras de Comercio.

FUNCAS: Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

ICAE-UCM: Instituto Complutense de Análisis Económico.

ICO: Instituto de Crédito Oficial.

IEE: Instituto de Estudios Económicos.

IFL-UC3M: Instituto Flores de Lemus de la Universidad Carlos III de Madrid.

La Caixa: Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.

SCH: Santandar Central Hispano.

CE: Comisión Europea.

FMI: Fondo Monetario Internacional

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

Cuadro 2

**PREVISIONES TRIMESTRALES - ENERO-FEBRERO 2008<sup>1</sup>**

Variación interanual en porcentaje

	2007-I	2007-II	2007-III	2007-IV	2008-I	2008-II	2008-III	2008-IV
PIB <sup>2</sup>	4,1	4,0	3,8	3,4	3,1	2,8	2,5	2,4
Consumo hogares <sup>2</sup>	3,4	3,3	2,9	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3
IPC	2,4	2,4	2,4	4,0	4,3	3,8	3,6	2,9

<sup>1</sup> Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro 1.<sup>2</sup> Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.***Debilitamiento de la industria***

La actividad industrial, medida a través del índice de producción industrial, presenta una acusada tendencia a la desaceleración desde el comienzo de 2007. El último dato de crecimiento correspondiente al mes de noviembre ha sido incluso negativo. Los malos resultados recientes de este y de otros indicadores de actividad en el sector, unido a las perspectivas económicas menos favorables para el ejercicio actual (tanto para nuestro país como para la Unión Europea), han conducido a un recorte de las previsiones de consenso para esta variable. Las de 2007 se rebajan en tres décimas hasta el 2,4 por 100, y las de 2008 en seis, hasta el 1,6 por 100. Esta es otra de las variables que ha sufrido mayores revisiones a la baja en los sucesivos paneles.

***La inflación media de 2008 se corrige al alza hasta el 3,5 por 100***

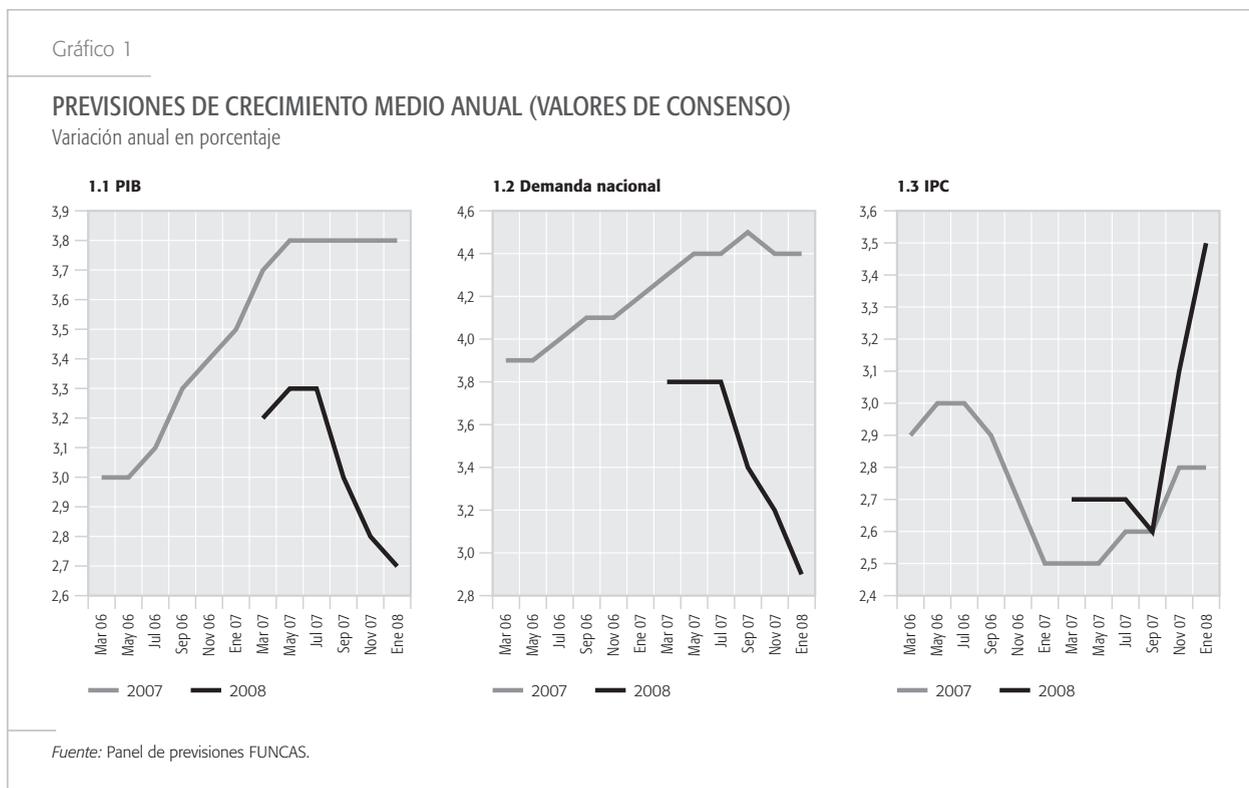
La tasa media de inflación de 2007 ascendió al 2,8 por 100. Las relativamente moderadas tasas registradas en los primeros ocho meses del año han compensado el fuerte repunte registrado en los meses siguientes, dando lugar a una media anual inferior a la del año anterior, que fue del 3,5 por 100. Sin embargo, el dato de crecimiento interanual de diciembre, que expresa el crecimiento de precios habido a lo largo de todo el ejercicio, se disparó hasta el 4,2 por 100, muy por encima, en este caso, del 2,7 por 100 de crecimiento registrado entre enero y diciembre del año anterior.

La continuidad de las tensiones inflacionistas procedentes del petróleo y de las materias primas agrícolas en los meses posteriores a la elaboración del anterior panel (noviembre y diciembre), unido al fuerte ascenso del precio del crudo en las primeras semanas del año actual, ha llevado a nueve panelistas a revisar al alza sus estimaciones sobre inflación para el conjunto de 2008. De este modo la cifra de consenso también se ha visto modificada al alza en cuatro décimas con respecto a la encuesta anterior, hasta el 3,5 por 100. No obstante, el perfil será descendente a lo largo del ejercicio (cuadro 2), con tasas entorno al 2,9 por 100 en el último trimestre.

***Aumenta la tasa de paro en 2008***

Los últimos resultados de la Encuesta de Población Activa, correspondientes al cuarto trimestre de 2007, han sido peores de lo esperado. La tasa de paro se elevó hasta el 8,6 por 100, dejando la media anual en el 8,3 por 100. Esta cifra es superior en una décima a la reflejada en el panel debido a que la EPA todavía no se conocía cuando se realizaron estas previsiones. Por esta misma razón, es probable que la previsión para 2008 sea algo optimista, y ello pese a que ha sido revisada al alza dos décimas, hasta el 8,6 por 100. También se prevé que el empleo (en términos de Contabilidad Nacional) crezca dos décimas menos de lo que se estimaba en la anterior encuesta, un 1,7 por 100.

De las cifras de consenso para el crecimiento del PIB y del empleo se desprende un crecimiento de la productividad del 1 por 100 en 2008, que en conjunción con el aumento del 3,3 por 100 esperado para la remuneración por trabajador, da como resultado un crecimen-



to de los costes laborales unitarios del 2,3 por 100, cifra cuatro décimas inferior a la estimada para el año 2007.

En el conjunto de los tres primeros trimestres de 2007, período para el cual se dispone de datos, el déficit por cuenta corriente ascendió al 9,8 por 100 del PIB, un punto porcentual por encima del registrado en el mismo período del año anterior. De acuerdo con las previsiones de consenso, el resultado para el conjunto de 2007 ascenderá al 9,5 por 100.

En cuanto a 2008, las menores expectativas de crecimiento se han traducido en una previsión más favorable de saldo por cuenta corriente, que reduce su déficit en una décima porcentual del PIB con respecto al panel de noviembre, situándose, según los resultados del consenso, por debajo del dato previsto para el año precedente. De cumplirse estas previsiones, sería la primera vez desde el año 2002 en que esta magnitud desciende de un año a otro.

El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas para 2007 se revisa al alza hasta el 1,7 por 100 del PIB, en vista de la buena marcha de las cuentas públicas, especialmente las del Estado, que hasta el mes de noviembre acumulaban un saldo positivo del 2,5 por 100 del PIB, frente a un 2 por 100 en el mismo período del año anterior. No obstante, la cifra correspondiente a 2008 se vuelve a corregir a la baja en una décima, hasta el 0,8 por 100 del PIB, lo que es coherente con el deterioro esperado de las cifras de crecimiento económico.

En las últimas encuestas se habían producido, de forma gradual, pequeños trasvases de opinión desde las opciones que valoraban tanto la situación actual como las perspectivas para la economía internacional de manera favorable hacia las opciones de neutralidad o desfavorables. Pero en la encuesta actual dicha tendencia se ha acelerado considerablemente (cuadro 3), sobre todo en el caso del entorno exterior a la UE, cuya valoración y perspectivas se ha deteriorado en mayor medida que para el entorno comunitario. Así, este último se considera ahora neutro, frente a la opción de favorable que predominaba en las últimas encuestas, mientras

*Mejoran las previsiones sobre Balanza de Pagos pero empeoran las de saldo presupuestario*

*La situación internacional va a peor*

Cuadro 3

## PANEL DE PREVISIONES: OPINIONES - ENERO-FEBRERO 2008

Número de respuestas

	Actualmente			Tendencia 6 próximos meses		
	Favorable	Neutro	Desfavorable	A mejor	Igual	A peor
Contexto internacional: UE	3	10	1	0	1	13
Contexto internacional: No-UE	2	5	7	0	3	11
	Bajo <sup>1</sup>	Normal <sup>1</sup>	Alto <sup>1</sup>	A aumentar	Estable	A disminuir
Tipo interés a corto plazo <sup>2</sup>	6	7	1	0	3	11
Tipo interés a largo plazo <sup>3</sup>	9	5	0	1	6	7
	Apreciado <sup>4</sup>	Normal <sup>4</sup>	Depreciado <sup>4</sup>	Apreciación	Estable	Depreciación
Tipo cambio euro/dólar	13	0	0	7	2	4
	Está siendo			Debería ser		
	Restringida	Neutra	Expansiva	Restringida	Neutra	Expansiva
Valoración política fiscal <sup>1</sup>	2	9	3	2	10	2
Valoración política monetaria <sup>1</sup>	0	5	9	0	12	2

<sup>1</sup> En relación a la situación coyuntural de la economía española.<sup>2</sup> Euríbor a tres meses.<sup>3</sup> Rendimiento deuda pública española a 10 años.<sup>4</sup> En relación al tipo teórico de equilibrio.

que la percepción correspondiente al contexto no-UE es ahora mayoritariamente desfavorable, cuando en el anterior panel la opinión era de favorable.

En cuanto a las perspectivas para los próximos seis meses, en el caso de la UE aumenta la mayoría de quienes estiman que la evolución va a ser a peor, y ningún panelista cree que va a mejorar. Las expectativas para el entorno exterior fuera de la UE también se deterioran considerablemente, y frente al empate entre las opiniones de "igual" y "a peor" de la anterior encuesta, la mayoría apuesta ahora claramente por un empeoramiento. Tampoco aquí existe ningún panelista con la opinión de que la situación va a ir "a mejor".

**Los tipos de interés se van a mover a la baja y el euro al alza**

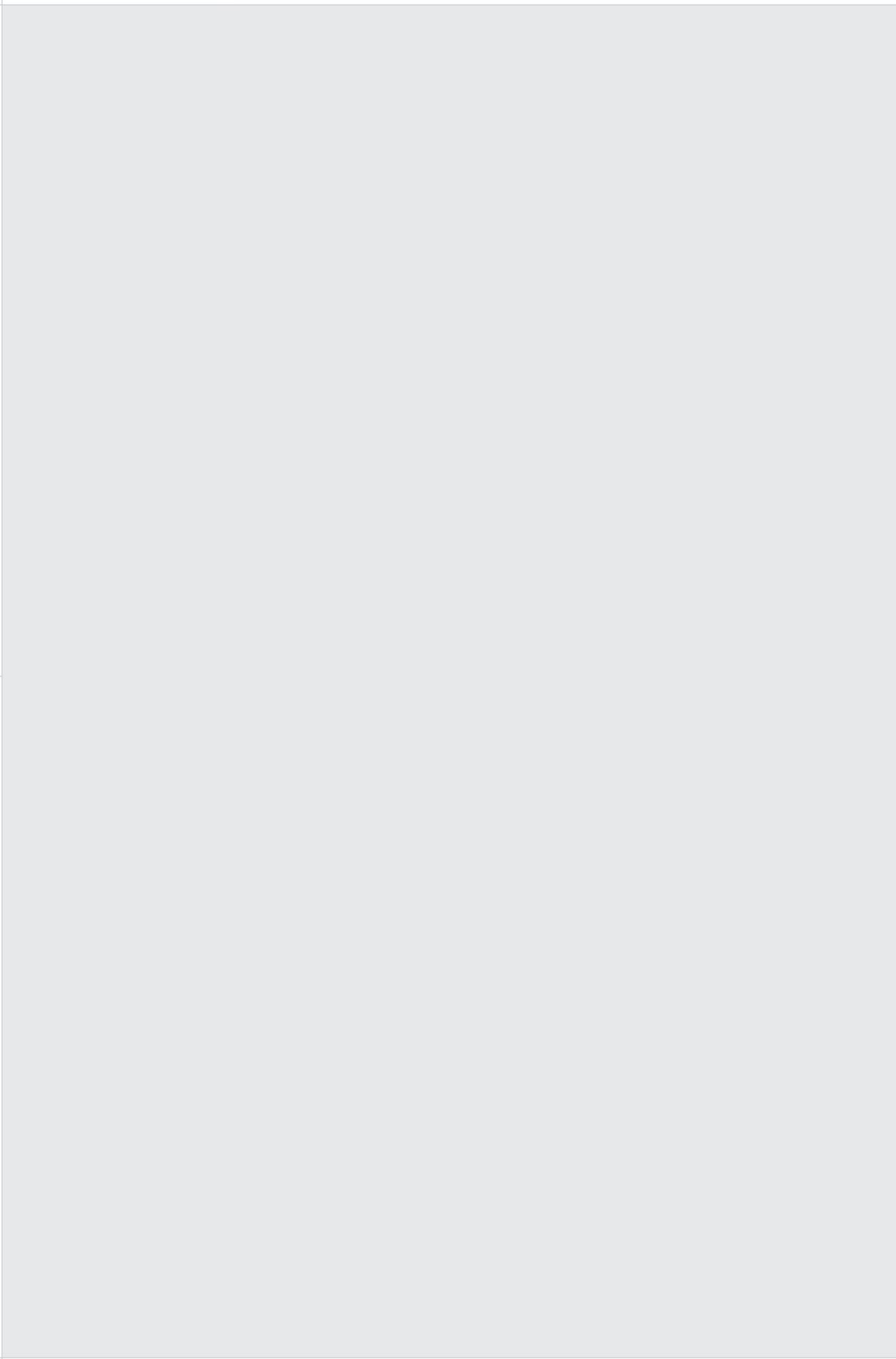
Tras la reproducción de las tensiones alcistas sobre los tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) en el mes de diciembre, motivadas por el deseo de las entidades financieras de cerrar sus balances con una posición cómoda de liquidez, en enero la tendencia que se ha impuesto ha sido claramente bajista. En un contexto en el que prácticamente están descartados nuevos aumentos en el tipo de interés de referencia de la política monetaria, el euríbor a tres meses debería converger hacia el nivel de este último (el 4 por 100), aunque no se pueden descartar nuevos episodios de turbulencias motivadas por los efectos de la crisis de las hipotecas *subprime*, que podrían interrumpir dicho descenso. No obstante, se trataría de interrupciones transitorias que no deberían cambiar de signo una trayectoria que la lógica dicta que sea a la baja. Así, la gran mayoría de los panelistas apuestan, por primera vez, por la continuación de los descensos en los próximos seis meses. También en lo que se refiere a los tipos a largo, que se han movido de forma errática en los últimos meses, se ha producido un cambio de opinión en el mismo sentido, y la opción predominante es que van a descender.

Por otra parte, existe unanimidad en cuanto a que el euro está apreciado, lo que no va a impedir que en los próximos meses siga ganando terreno frente al dólar.

Apenas se han producido cambios en la valoración de las políticas macroeconómicas. Se sigue considerando que la política fiscal es neutra y la monetaria expansiva para las condiciones de la economía española, y que la orientación de ambas debería de ser neutra. No obstante, hay una pequeña matización en lo que se refiere a la política monetaria, puesto que se reduce el número de panelistas que opinan que es expansiva a favor de la opción de que es neutra, al tiempo que por primera vez algunos panelistas señalan que debería ser expansiva y ya nadie plantea la necesidad de que sea restrictiva.

Este pequeño desplazamiento de la opinión responde, lógicamente, a las menores expectativas de crecimiento para la economía nacional, que hacen que la orientación de la política monetaria, hasta ahora excesivamente holgada para nuestra situación, comience a adecuarse más a la misma, y que incluso empiece a vislumbrarse la necesidad de un cierto estímulo monetario.

*Sin apenas cambios en la valoración de las políticas macro*



## Previsiones de inflación\*

La tasa de **inflación** subió una décima en enero, hasta el **4,3 por 100**. La variación **mensual** del IPC fue del **-0,6 por 100**. El **índice armonizado** también aumentó una décima en su tasa interanual hasta el **4,4 por 100**, y puesto que la inflación en la zona euro se ha acelerado en la misma medida, el **diferencial** se mantiene estable en **1,2** puntos porcentuales. La inflación **subyacente** se redujo en dos décimas hasta el **3,1 por 100**.

Los resultados han sido, pese a la aceleración registrada en la tasa general, bastante mejores de lo esperado (cuadro 1). Todos los componentes, excepto los alimentos sin elaboración, se han desviado a la baja con respecto a las previsiones. En los productos energéticos es donde dicha desviación ha sido mayor, casi un punto, mientras que el índice subyacente ha experimentado un inesperado descenso en su tasa interanual. Como resultado, la subida de la tasa correspondiente al índice general ha sido dos décimas menor de lo previsto.

El descenso de la **tasa de inflación subyacente** obedece a la bajada registrada en las tasas interanuales de sus tres grandes componentes: **alimentos elaborados**, bienes industriales no energéticos y servicios. El primero de estos grupos reduce la suya en cuatro décimas hasta el 7 por 100. Dentro del mismo, desciende la inflación en el pan desde el 14,4 hasta el 13 por 100, pese a sufrir un aumento mensual del 1 por 100, ya que dicho aumento fue inferior al observado el mismo mes del año anterior. También baja la tasa interanual de la leche desde el 31 hasta el 28,9 por 100, con un descenso mensual de los precios del 0,9 por 100. El tabaco, que se incluye dentro de este grupo, experimenta asimismo una importante re-

ducción en su tasa interanual desde el 7 hasta el 2,8 por 100, debido a que la subida de precios de enero fue inferior a la de enero del año pasado. Las bajadas de estos artículos no han sido contrarrestadas por las subidas de otros, como los aceites y grasas, cuya tasa interanual aumenta en más de seis puntos, aunque aun se mantiene en cifras negativas, un -2,6 por 100. Excluyendo estos últimos y el tabaco, el resto del grupo de alimentos elaborados reduce su inflación en dos décimas hasta el 8,2 por 100.

Los precios de los **bienes industriales no energéticos** han bajado un 3,75 por 100 mensual en el mes de enero, lo que deja la tasa interanual en el **0,1 por 100**, frente al 0,3 por 100 del mes anterior. Una parte de dicho descenso mensual es de carácter estacional, con motivo de las rebajas. Así, el componente de vestido y calzado ha registrado una bajada mensual del 11,9 por 100. No obstante, este descenso ha sido más intenso que otros años, y, además, la tasa de inflación del resto de bienes industriales excluyendo dicho componente, que ya se encontraba en cifras negativas, también se reduce, desde el -0,1 hasta el -0,4 por 100. Se mantiene por tanto la tendencia a la baja de la inflación en este grupo.

La inflación también se modera en los **servicios**, con un descenso de su tasa interanual de una décima hasta el **3,7 por 100**, aunque sin salirse de la estrecha franja de entre el 3,7 y el 3,9 por 100 dentro de la cual se viene moviendo en los últimos años. Baja la inflación en enseñanza, seguros y hoteles, y sube en los viajes organizados y transportes. El grupo constituido por **bienes industriales no energéticos y servicios**, que constituye el núcleo más estable de la inflación, y que ha mantenido a lo largo de 2007 una suave tendencia a la baja, reduce su tasa interanual una décima hasta el **2,2 por 100**.

\* IPC enero 2008 - previsiones hasta diciembre 2008 (15 de febrero de 2008).

Cuadro 1

**IPC ENERO 2008: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES**

Tasas de variación anual en porcentaje

	Diciembre 2007		Enero 2008	
	Observado	Observado	Previsión	Desviación
1. IPC total	4,2	4,3	4,5	-0,2
1.1. Inflación subyacente	3,3	3,1	3,3	-0,2
1.1.1. Alimentos elaborados	7,4	7,0	7,3	-0,3
1.1.2. BINE	0,3	0,1	0,3	-0,2
1.1.3. Servicios	3,8	3,7	3,9	-0,2
1.2. Alimentos sin elaboración	4,9	5,5	5,4	0,1
1.3. Productos energéticos	11,5	13,4	14,3	-0,9

Fuentes: INE (datos observados) y FUNCAS (previsiones).

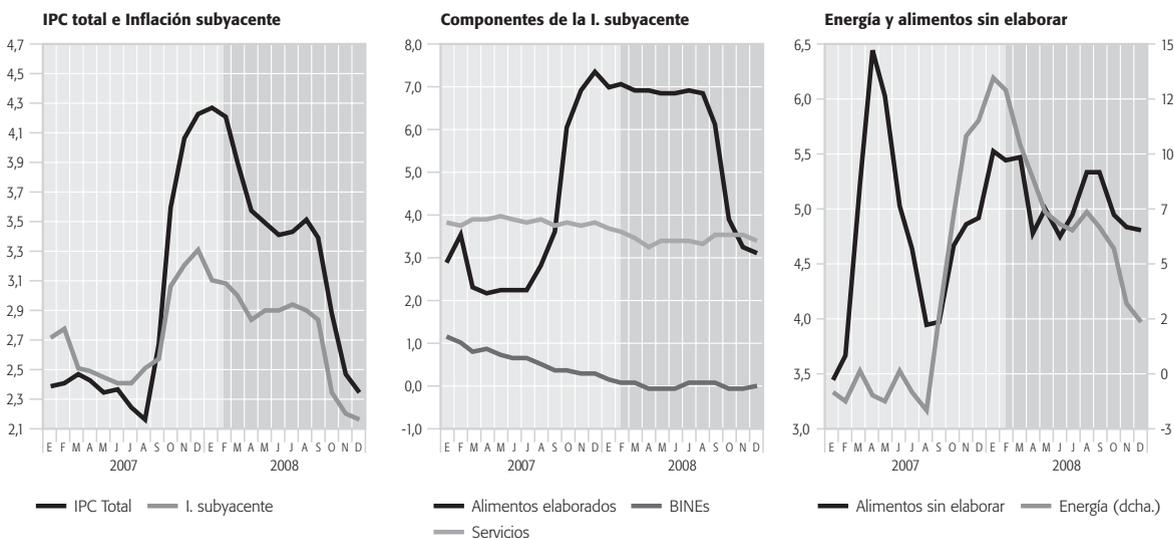
Los **productos energéticos** han acelerado su tasa de inflación hasta el **13,4 por 100**. El impacto de la subida mensual del 1,4 por 100 registrada en enero ha sido amplificado por un efecto escalón derivado del descenso mensual de los precios de este componente en el mismo mes del año pasado. Los **alimentos no elaborados**

han continuado la tendencia a la aceleración que mantienen desde agosto, situando su tasa interanual en el **5,5 por 100**, seis décimas más que en diciembre. La inflación interanual en las carnes y las patatas ha bajado, pero ha subido en los huevos (hasta el 10,5 por 100), el pescado y la fruta fresca.

Gráfico 1

**ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO**

Variación interanual en porcentaje



Fuente: INE y previsiones de FUNCAS.

Previsiones a partir de febrero 2008.

Fecha de actualización: 15-02-08		Cuadro 2.- PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA												Último dato observado:	
		Tasas de variación mensual y anual en porcentaje												ENERO 2008	
Año	Mes	1. IPC total (a)		1.1. IPC subyacente (a)		1.1.1. Alimentos elaborados		1.1.2. B. Indust. no energét.		1.1.3. Servicios totales		1.2. Alimentos no elaborados		1.3. Ptos. energéticos (*)	
		Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual
2005	Diciembre	0,2	3,7	0,3	2,9	0,7	3,8	-0,2	1,1	0,5	3,9	1,9	5,2	-1,9	9,9
	<b>Media anual</b>	--	<b>3,4</b>	--	<b>2,7</b>	--	<b>3,4</b>	--	<b>0,9</b>	--	<b>3,8</b>	--	<b>3,3</b>	--	<b>9,6</b>
2006	Diciembre	0,3	2,7	0,1	2,5	0,1	2,2	-0,2	1,2	0,5	3,7	1,4	4,5	0,4	2,6
	<b>Media anual</b>	--	<b>3,5</b>	--	<b>2,9</b>	--	<b>3,6</b>	--	<b>1,4</b>	--	<b>3,9</b>	--	<b>4,4</b>	--	<b>8,0</b>
2007	Enero	-0,7	2,4	-0,8	2,7	1,0	2,9	-3,6	1,2	0,6	3,8	0,0	3,5	-0,3	-1,3
	Febrero	0,1	2,4	0,2	2,8	0,4	3,5	-0,3	1,0	0,4	3,8	-1,3	3,7	0,2	-1,8
	Marzo	0,8	2,5	0,6	2,5	0,3	2,3	0,8	0,8	0,6	3,9	0,6	5,2	2,0	-0,3
	Abril	1,4	2,4	1,3	2,5	0,2	2,2	2,9	0,9	0,7	3,9	1,1	6,4	1,9	-1,5
	Mayo	0,3	2,3	0,2	2,5	0,2	2,3	0,4	0,7	-0,1	4,0	0,0	6,0	1,5	-1,6
	Junio	0,2	2,4	0,1	2,4	0,1	2,2	-0,2	0,7	0,3	3,9	0,4	5,0	0,7	-0,2
	Julio	-0,7	2,2	-1,0	2,4	0,1	2,2	-3,8	0,6	0,6	3,8	0,5	4,7	0,5	-1,2
	Agosto	0,1	2,2	0,2	2,5	0,3	2,8	-0,3	0,5	0,6	3,9	0,2	4,0	-0,8	-2,2
	Septiembre	0,3	2,7	0,3	2,6	0,9	3,7	1,0	0,4	-0,6	3,7	0,7	4,0	0,6	2,3
	Octubre	1,3	3,6	1,4	3,1	2,3	6,1	2,7	0,4	0,1	3,8	0,5	4,7	1,0	7,0
	Noviembre	0,7	4,1	0,5	3,2	0,9	7,0	1,0	0,3	-0,1	3,8	0,6	4,9	2,7	10,7
	Diciembre	0,4	4,2	0,2	3,3	0,4	7,4	-0,3	0,3	0,5	3,8	1,5	4,9	1,1	11,5
<b>Media anual</b>	--	<b>2,8</b>	--	<b>2,7</b>	--	<b>3,7</b>	--	<b>0,7</b>	--	<b>3,9</b>	--	<b>4,7</b>	--	<b>1,7</b>	
2008	Enero	-0,6	4,3	-1,0	3,1	0,7	7,0	-3,8	0,1	0,5	3,7	0,6	5,5	1,4	13,4
	Febrero	0,0	4,2	0,2	3,1	0,5	7,1	-0,3	0,1	0,4	3,7	-1,3	5,5	-0,3	12,9
	Marzo	0,5	3,9	0,5	3,0	0,2	7,0	0,8	0,1	0,5	3,5	0,6	5,5	-0,4	10,3
	Abril	1,1	3,6	1,2	2,8	0,2	6,9	2,7	-0,1	0,5	3,3	0,4	4,8	0,5	8,8
	Mayo	0,2	3,5	0,2	2,9	0,1	6,9	0,4	-0,1	0,1	3,4	0,2	5,0	0,1	7,2
	Junio	0,1	3,4	0,1	2,9	0,1	6,9	-0,2	-0,1	0,3	3,4	0,1	4,8	0,1	6,5
	Julio	-0,7	3,4	-1,0	2,9	0,1	6,9	-3,6	0,1	0,6	3,4	0,7	5,0	0,2	6,3
	Agosto	0,2	3,5	0,2	2,9	0,2	6,9	-0,2	0,1	0,5	3,3	0,6	5,3	0,0	7,2
	Septiembre	0,2	3,4	0,2	2,8	0,2	6,2	1,0	0,1	-0,4	3,5	0,6	5,3	-0,1	6,5
	Octubre	0,8	2,9	0,9	2,4	0,2	3,9	2,6	0,0	0,1	3,6	0,1	4,9	0,0	5,5
	Noviembre	0,3	2,5	0,3	2,2	0,3	3,2	1,0	0,0	-0,1	3,5	0,5	4,8	0,1	2,8
	Diciembre	0,3	2,3	0,2	2,2	0,4	3,2	-0,2	0,0	0,4	3,4	1,5	4,8	0,3	2,0
<b>Media anual</b>	--	<b>3,4</b>	--	<b>2,8</b>	--	<b>6,0</b>	--	<b>0,0</b>	--	<b>3,5</b>	--	<b>5,1</b>	--	<b>7,3</b>	

Previsiones en zona sombreada.

(\*) Estas previsiones están hechas bajo la hipótesis de que el precio del petróleo Brent se sitúe de media entorno a 90 \$/bbl en 2008, y que el euro se mantenga en torno a 1,47 dólares.

(a) El IPC total y subyacente se calculan como media ponderada de sus respectivos componentes.

Fuentes: INE y FUNCAS.

En definitiva, han sido los componentes tradicionalmente más volátiles, energía y alimentos no elaborados, los responsables del ascenso de la inflación del índice general en enero, puesto que los componentes del índice subyacente han registrado descensos de forma bastante generalizada. El inesperado buen comportamiento de estos últimos, unido a una revisión a la baja en el comportamiento esperado del precio del petróleo (debido al impacto sobre el mismo de la crisis económica internacional), han dado lugar a un descenso en las previsiones de inflación para el resto del año. La moderación que se preveía a partir de marzo podría adelantarse a febrero, y mantenerse hasta cerrar el año en un 2,3 por 100 (tasa interanual de diciembre), lo que supone una media para el conjunto del ejercicio del 3,4 por 100, cuatro décimas menos de lo que se preveía hace un mes. La tasa subyacente también se moverá suavemente a la baja, hasta un 2,2 por 100 interanual en diciembre, con una media anual del 2,8 por 100 (frente a un 3,1 por 100 esperado en las anteriores previsiones).

### Nota metodológica

Las previsiones del IPC español se basan en modelos econométricos, fundamentalmente modelos univariantes tipo ARIMA y modelos de indicador adelantado.

El análisis econométrico se realiza, siguiendo la metodología propuesta por Espasa *et al.* (1987) y Espasa y Albacete (2004), sobre una desagregación del IPC total en varios componentes básicos que responden a mercados suficientemente homogéneos, atendiendo a las diferentes características tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda que muestran los distintos sectores. Así pues, el IPC total se desglosa en los siguientes componentes básicos: alimentos elaborados, bienes indus-

triales no energéticos, servicios, alimentos no elaborados y energía.

La agregación de los tres primeros componentes —que muestran una evolución más suave— da lugar al **IPC subyacente**, de tal forma que la agregación de los dos restantes componentes, que muestran una evolución más errática, da lugar al **IPC residual**.

Para cada uno de los cinco componentes básicos se elabora un modelo ARIMA o un modelo de indicador adelantado específico con el que se realizan las predicciones. Una vez obtenida la predicción para cada uno de los cinco componentes se elaboran las predicciones para el IPC total, subyacente y residual mediante la agregación ponderada de las predicciones de sus respectivos componentes.

De este modo, el **IPC subyacente** sería la media ponderada del IPC de alimentos elaborados (con un peso de 17 por 100 sobre el IPC total), de servicios (35,80 por 100) y de bienes industriales no energéticos (29,51 por 100). Y el **IPC general** sería la media ponderada del IPC subyacente (82,31 por 100), de alimentos no elaborados (8,35 por 100) y de energía (9,34 por 100), de acuerdo con las ponderaciones utilizadas por el INE en 2006 para el IPC base 2001.

### Bibliografía

- ESPASA, A.; MATEA, M. L.; MANZANO, M. C. y CATASUS, V. (1987): "La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología", *Boletín Económico del Banco de España*, marzo, 32-51.
- ESPASA, A. y ALBACETE, R. (2004): "Consideraciones sobre la predicción económica: metodología desarrollada en el Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico". Publicado en el libro *Estudios en Homenaje a Luis Ángel Rojo, Volumen I, Políticas, Mercados e Instituciones Económicas*, editado por José Pérez, Carlos Sebastián y Pedro Tedde. Editorial Complutense, S.A., diciembre 2004.

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA*. RESUMEN									
Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario									
Fecha de actualización: 21-02-08									
Indicador	2005	2006	2007(2)	Penúlt. dato	Último dato	Periodo últ. dato	Previsiones FUNCAS (2)		
							2008	2009	
1.- PIB (serie c.v.e. y calendario) .....	3,5	3,9	3,8	3,8	3,5	IV T. 07	2,6	1,6	
- Demanda nacional (3) .....	5,2	5,1	4,6	4,5	3,9	IV T. 07	2,7	1,6	
- Saldo exterior (3) .....	-1,7	-1,2	-0,7	-0,7	-0,4	IV T. 07	-0,2	0,0	
1.b.- PIB (precios corrientes, miles millones euros) .....	905,5	981,0	1049,8	264,0	268,3	IV T. 07	1106,0	1153,0	
2.- IPI (filtrado calendario) .....	0,7	3,9	1,9	-1,0	-2,4	dici-07	0,2	1,3	
3.- Empleo (puestos trabajo e.t.c., Cont. Nacional) .....	3,1	3,2	3,0	3,0	2,5	IV T. 07	1,5	0,4	
4.- Tasa de paro (EPA, % poblac. activa, c.v.e.) .....	9,2	8,5	8,3	8,3	8,6	IV T. 07	9,0	10,3	
5.- IPC - Total .....	3,4	3,5	2,8	4,2	4,3	ener-08	3,4	2,5	
5.b.- IPC - Inflación subyacente .....	2,7	2,9	2,7	3,3	3,1	ener-08	2,8	2,4	
6.- Deflactor del PIB .....	4,1	4,0	3,1	2,9	2,9	IV T. 07	2,7	2,6	
7. Coste laboral por unidad producida .....	2,2	2,3	2,7	2,7	2,9	IV T. 07	2,9	2,0	
8.- Balanza de Pagos: saldo por cta. cte.:									
- millones euros, media mensual .....	-5572	-7061	-8809	-9773	-11638	novi-07	-9878	-10241	
- % del PIB .....	-7,4	-8,6	--	-10,0	-10,1	III T. 07	-10,7	-10,7	
9.- Déficit/superávit público (total AA.PP., % del PIB) .....	1,09	1,83	..	..	..	2006	1,2	-0,1	
10.- Euríbor a tres meses (%) (2) .....	2,19	3,08	4,28	4,85	4,48	ener-08	4,0	3,2	
11.- Tipo deuda pública 10 años (%) (2) .....	3,39	3,78	4,31	4,35	4,18	ener-08	4,0	4,1	
12.- Tipo de cambio: dólares por euro (2) .....	1,245	1,256	1,371	1,457	1,472	ener-08	1,47	1,450	
- % variación interanual .....	0,1	0,9	9,2	10,3	13,2	ener-08	7,2	-1,4	
13. Financiación a empresas y familias (4) .....	21,2	24,2	16,1	17,7	16,1	dici-07	--	--	
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (4) .....	1156,2	1554,9	1642,0	1642,0	1435,2	ener-08	--	--	

(1) Media del periodo para el que se dispone de datos, excepto B. Pagos (cifras acumuladas en el periodo disponible) e índice de Bolsa de Madrid (dato del último día de cada periodo). El déficit público es la previsión del gobierno para todo el año.

(2) Medias del periodo.

(3) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

(4) Datos de fin de periodo.

Fuentes: MH, MITAS, INE y Banco de España.

\* La página web de FUNCAS (<http://www.funcas.ceca.es>) incluye actualizados "Los 100 principales indicadores coyunturales de la economía española".

INDICADORES DE CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CON LA UE Y LA UEM							
Fecha de actualización: 21-02-08							
	2004	2005	2006	2007 (1)	12 últimos meses	Último mes o trimestre	
<b>A. CONVERGENCIA NOMINAL</b>							
<b>1. Inflación</b> .....							
(IPCA, % var. anual)							
España	3,1	3,4	3,6	2,6	3,0	4,4	ener-08
UEM	2,2	2,2	2,2	2,0	2,3	3,2	ener-08
UE-27	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	3,2	dici-07
3 mejores UE	0,7	1,0	1,3	1,8	2,0	2,7	dici-07
<b>2. CLU, total economía</b> .....							
(% var. anual)							
España	2,4	2,5	2,3	2,0	2,7	2,9	IV T. 07
UEM	1,0	1,1	1,0	1,4	0,9	0,8	III T. 07
UE-27	1,0	1,5	1,2	1,7	0,8	0,3	III T. 07
<b>3. Déficit público</b> .....							
(% PIB)							
España	-0,3	1,0	1,8	1,8	--	--	--
UEM	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8		--	--
UE-27	-2,8	-2,4	-1,6	-1,1	--	--	--
<b>4. Deuda pública</b> .....							
(% PIB)							
España	46,2	43,0	39,7	36,3	--	--	--
UEM	69,6	70,3	68,6	66,5	--	--	--
UE-27	62,1	62,7	61,4	59,5	--	--	--
<b>5. Tipos deuda 10 años</b> .....							
(%)							
España	4,1	3,4	3,8	--	4,3	4,2	ener-08
UEM	4,1	3,4	3,9	--	4,3	4,2	ener-08
UE-15	4,3	3,6	4,0	--	4,4	4,2	ener-08
<b>B. CONVERGENCIA REAL</b>							
<b>6. Crecimiento del PIB</b> .....							
(% var. anual)							
España	3,3	3,6	3,9	3,8	3,8	3,5	IV T.07
UEM	2,0	1,5	2,8	2,6	2,7	2,3	IV T.07
UE-27	2,5	1,8	3,0	2,9	3,0	2,6	IV T.07
<b>7. PIB per cápita</b> .....							
(PPA, UE-27=100)							
España	101,4	103,2	105,3	102,6	--	--	--
UEM	110,9	110,9	110,4	109,7	--	--	--
<b>8. Crecimiento del empleo</b> ...							
(% var. anual)							
España	2,7	3,2	3,2	3,0	3,0	2,5	IV T.07
UEM	0,5	0,5	1,3	1,5	1,8	1,9	III T.07
UE-27	0,6	0,8	1,5	1,5	1,5	1,6	III T.07
<b>9. Tasa de paro</b> .....							
(% poblac. activa)							
España	10,6	9,2	8,5	8,1	8,3	8,6	dici-07
UEM	8,9	8,9	8,3	7,3	7,4	7,2	dici-07
UE-27	9,1	8,9	8,2	7,1	7,1	6,8	dici-07
<b>10. Tasa de ocupación</b> .....							
(% poblac. 15-64 años)							
España	61,1	63,3	64,8	--	--	--	--
UEM	63,0	63,5	64,5	--	--	--	--
UE-27	62,9	63,4	64,3	--	--	--	--

(1) Previsiones de la Comisión Europea (otoño 2007).

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat, BCE, OCDE, BE e INE.

**Criterios de convergencia del Tratado de Maastricht:****Inflación:** La media de los doce últimos meses no debe superar en 1,5 puntos la de los tres países con menor inflación.**Déficit público:** No superar el 3% del PIB.**Deuda pública:** No superar el 60% del PIB.Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS <http://www.funcas.ceca.es>

## INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (I)

Variación en porcentaje sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 21-02-08

	1-PIB (c.v.e. y calendario laboral)						2-Demanda interna (c.v.e., aportac. al cresc. PIB)							
	Media 83-06	2006	2007 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2007 (2)	Media 83-06	2006	2007 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2007 (2)		
Alemania	2,1	2,9	2,6	2,5	1,8	IV T.07	2,5	1,8	1,8	0,9	0,3	0,5	III T.07	1,6
Francia	2,1	2,0	1,9	2,2	2,1	IV T.07	1,9	2,1	2,4	2,2	2,4	2,0	IV T.07	2,1
Italia	1,8	1,9	2,0	1,8	1,9	III T.07	1,9	1,9	1,6	2,0	2,2	1,7	III T.07	1,8
Reino Unido	2,7	2,8	3,1	3,3	2,9	IV T.07	3,1	3,1	3,0	3,7	3,4	4,0	III T.07	3,3
España	3,2	3,9	3,8	3,8	3,5	IV T.07	3,8	3,8	4,5	4,6	4,5	3,9	IV T.07	4,5
UEM	2,3	2,8	2,7	2,7	2,3	IV T.07	2,6	2,2	2,6	2,3	2,0	2,1	IV T.07	2,4
UE-27	2,4	3,0	2,9	3,0	2,6	IV T.07	2,9	2,4	3,0	2,8	2,5	2,7	IV T.07	2,9
EE.UU.	3,3	2,9	2,2	2,8	2,5	IV T.07	2,1	3,5	2,8	1,6	2,0	1,8	IV T.07	1,6
Japón	2,3	2,2	2,1	1,9	1,8	IV T.07	1,9	2,2	1,4	1,0	0,8	0,4	IV T.07	1,1
Notas y Fuentes:	(1) Media del periodo disponible. (2) Previsiones Comisión Europea (CE), otoño 2007. Eurostat e Institutos de Estadística de los países.													

	3.- Producción industrial (corregido calendario)						4-Precios de consumo							
	Media 83-06	2006	2007 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2007 (2)	Media 83-06	2006	2007 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2007 (2)		
Alemania	1,9	5,5	6,0	6,9	4,7	dici-07	2,9	2,0	1,8	2,3	3,3	3,1	dici-07	2,2
Francia	1,4	0,5	1,5	2,3	0,8	dici-07	2,5	2,9	1,9	1,6	2,6	2,8	dici-07	1,5
Italia	1,3	2,1	-0,2	-2,4	-6,5	dici-07	1,6	4,8	2,2	2,0	2,6	2,8	dici-07	1,9
Reino Unido	1,3	0,2	0,0	-0,4	-0,7	dici-07	0,6	3,3	2,3	2,3	2,1	2,1	dici-07	2,4
España	2,0	3,9	1,9	-1,0	-2,4	dici-07	1,7	5,2	3,6	2,8	4,3	4,4	ener-08	2,6
UEM	1,8	3,5	3,5	3,2	1,4	dici-07	2,7	3,2	2,2	2,1	3,1	3,2	ener-08	2,0
UE-27	1,8	3,0	3,2	2,8	1,2	dici-07	2,4	3,9	2,3	2,3	3,1	3,2	dici-07	2,3
EE.UU.	3,1	3,9	1,9	1,7	2,3	ener-08	..	3,1	3,2	2,8	4,1	4,3	ener-08	2,7
Japón	2,0	4,6	2,9	1,6	2,1	dici-07	..	0,8	0,2	0,1	0,6	0,7	dici-07	0,0
Notas y Fuentes:	(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2007. Eurostat.						(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2007. Eurostat. Desde 1996, IAPC para los países UE.							

	5.- Empleo (Cont. Nac.)						6.- Tasa de paro (% poblac. activa)							
	Media 83-06	2006	2007 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2007 (2)	Media 83-06	2006	2007 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2007 (2)		
Alemania	0,6	0,6	1,7	1,7	1,5	III T.07	1,4	7,7	9,8	8,4	7,9	7,8	dici-07	8,1
Francia	0,6	0,8	1,7	1,7	1,6	III T.07	1,0	9,8	9,5	8,3	7,9	7,8	dici-07	8,6
Italia	0,6	1,7	1,0	0,7	1,7	III T.07	0,8	9,3	6,8	6,0	6,0	6,0	sept-07	5,9
Reino Unido	0,8	0,8	0,7	0,6	1,0	IV T.07	0,5	7,7	5,3	5,3	5,2	5,2	octu-07	5,3
España	2,0	3,2	3,0	3,0	2,5	IV T.07	3,0	14,3	8,5	8,3	8,5	8,6	dici-07	8,1
UEM	0,8	1,3	1,9	1,8	1,9	III T.07	1,5	9,0	8,3	7,4	7,2	7,2	dici-07	7,3
UE-27	0,7	1,5	1,6	1,5	1,6	III T.07	1,5	8,9	8,2	7,1	6,9	6,8	dici-07	7,1
EE.UU.	1,6	1,9	1,1	1,0	0,5	IV T.07	1,1	5,9	4,6	4,6	5,0	4,9	ener-08	4,6
Japón	0,3	0,4	0,5	0,2	0,3	IV T.07	0,3	3,4	4,1	3,9	3,8	3,8	dici-07	3,9
Notas y Fuentes:	(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2007. Comisión Europea e Institutos de Estadística de los países.						(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2007. Eurostat. Tasas normalizadas y desestacionalizadas.							

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS <http://www.funcas.ceca.es>

**INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (II)**

Variación en porcentaje sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 21-02-08

	7.- Déficit público (% PIB)				8.- Deuda pública (% PIB)				9.- B. Pagos c/c (% PIB)			
	Media 83-06	2005	2006	Prev. 2007 (1)	Media 83-06	2005	2006	Prev. 2007 (1)	Media 83-06	2005	2006	Prev. 2007 (1)
Alemania	-2,3	-3,4	-1,6	0,1	51,4	67,8	67,5	64,7	1,4	4,7	5,2	5,8
Francia	-3,2	-2,9	-2,5	-2,6	47,6	66,7	64,2	64,3	-0,3	-1,7	-2,2	-2,3
Italia	-7,3	-4,2	-4,4	-2,3	102,0	106,2	106,8	104,3	0,0	-1,2	-2,0	-1,7
Reino Unido	-2,5	-3,3	-2,7	-2,8	43,8	42,1	43,2	43,6	-1,8	-2,5	-3,2	-3,1
España	-3,2	1,0	1,8	1,8	49,5	43,0	39,7	36,3	-2,5	-7,5	-8,8	-9,3
UEM	-3,6	-2,5	-1,5	-0,9	63,0	70,3	68,6	66,5	0,3	0,2	-0,1	0,0
UE-27	-3,3	-2,4	-1,6	-1,1	59,8	62,7	61,4	59,5	-0,1	-0,3	-0,7	-0,8
EE.UU.	-3,3	-3,6	-2,6	-2,8	62,5	62,6	62,1	60,6	-2,6	-5,9	-6,1	-5,4
Japón	-3,7	-6,4	-4,6	-4,0	104,4	172,1	176,3	179,5	2,8	3,6	4,0	4,7
Notas y Fuentes:	(1) Previsiones Comisión Europea, otoño 2007. Eurostat y Comisión Europea.											

	10.- Tipos de interés a corto (%) (1)						11.- Tipos de interés a largo (%) (1)					
	Media 83-07	Media 2006	Media 2007	Nov 2007	Dic 2007	Ene 2008	Media 83-07	Media 2006	Media 2007	Nov 2007	Dic 2007	Ene 2008
Alemania	4,78	3,02	4,22	4,55	4,81	4,42	5,96	3,78	4,23	4,11	4,25	4,05
Francia	6,30	3,08	4,28	..	..	..	7,13	3,80	4,30	4,23	4,35	4,16
Italia	8,63	3,08	4,28	..	..	..	9,19	4,05	4,47	4,42	4,55	4,41
Reino Unido	7,79	4,78	5,90	6,31	6,28	5,56	7,68	4,55	5,11	4,80	4,76	4,55
España	8,72	3,07	4,27	4,64	4,82	4,46	9,07	3,78	4,31	4,25	4,35	4,18
UEM	6,60	3,08	4,28	4,64	4,85	4,48	7,48	3,86	4,33	4,25	4,38	4,23
UE-15	6,91	3,32	4,46	4,88	5,05	4,64	7,55	3,95	4,44	4,33	4,43	4,24
EE.UU.	5,34	5,13	5,24	4,93	4,97	3,85	6,94	4,85	4,68	4,22	4,12	3,76
Japón	2,67	0,26	0,71	0,83	0,81	0,74	3,71	1,75	1,68	1,51	1,53	1,43
Notas y Fuentes:	(1) Mercado interbancario a tres meses. BCE y Banco de España.						(1) Deuda pública a diez años. BCE y Banco de España.					

	12.- Bolsas de valores					13.- Tipos de cambio				
	Fin de periodo			% var. anual últ. dato		Media de datos diarios				% var. anual últ. dato
	2007	Dic 2007	Ene 2008			83-07	2007	Dic 2007	Ene 2008	
NYSE (Dow Jones)	13264,8	13264,82	12650,36	0,2		\$ por 1 euro	1,118	1,371	1,457	1,472
Tokio (Nikkei)	15307,8	15307,78	13592,47	-21,8	¥ por 1 euro	147,3	161,3	163,6	158,6	1,3
Londres (FT-SE 100)	6456,9	6456,90	5879,80	-5,2	¥ por 1 dólar	136,1	117,7	112,3	107,8	-10,5
Francfort (Dax-Xetra)	8067,3	8067,32	6851,75	0,9	Tipo efec. euro (1)	99,1	107,7	111,2	112,0	6,7
París (CAC 40)	5614,1	5614,08	4869,79	-13,2	Tipo efec. \$ (1)	97,5	82,4	77,9	77,2	-11,3
Madrid (Ibex 35)	15182,3	15182,30	13229,00	-9,1	Tipo efec. ¥ (1)	100,1	88,8	90,6	94,1	5,7
Notas y Fuentes:	Datos de fin de periodo. Bolsa de Madrid y "Financial Times".					(1) Tipo medio frente países desarrollados, 1999 = 100. BCE y Banco de España.				

14.- Precios materias primas	En dólares					En euros				
	Media 95-07	Media 2007	Dic 2007	Ene 2008	% var. anual últ. dato	Media 95-07	Media 2007	Dic 2007	Ene 2008	% var. anual últ. dato
Índice "The Economist", 2000=100: - Total	118,8	202,1	214,7	227,3	23,6	101,2	134,0	133,9	140,4	9,1
- Alimentos	116,8	174,9	211,6	225,7	45,3	100,7	116,1	132,4	139,8	28,3
- Prod. industriales	121,4	237,2	218,7	228,8	3,6	101,8	157,0	135,9	140,8	-8,5
Petróleo Brent, \$ ó euros/barril	32,6	72,5	91,2	92,3	72,2	28,0	52,9	62,6	62,7	52,1
Fuente: "The Economist". Los datos en euros están obtenidos aplicando el tipo medio mensual euro/dólar.										

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS <http://www.funcas.ceca.es>

## **El siglo de la empresa,**

Vicente Salas Fumás, *Fundación BBVA*,  
Bilbao, 2007, 207 págs.

“El siglo XX pasará a la historia de la economía como el «siglo de la empresa»”. Con esta afirmación tajante se inicia este libro, y con la misma rotundidad que Salas empieza su obra, va desgranando a lo largo de más de 200 páginas las razones de dicha afirmación.

Sólo una persona que ha dedicado sus años al estudio y reflexión sobre la empresa, que ha sido galardonada con prestigiosos premios y sobre todo una dilatada vida académica ejemplar, con su paso por prestigiosas universidades, su cercanía a sus alumnos y siempre próximo a sus compañeros de profesión, podría entregarnos el legado que esta obra representa. En realidad, el trabajo del autor consiste en mantener una pausada conversación con los grandes pensadores de la empresa del siglo XX, Coase, Simon, Barnard, Williamson, Handy, Porter, Teece y tantos otros, y entregarnos su visión. Estas conversaciones o meditaciones le conducen a plantear la tesis que subyace en la obra y es que las sociedades complejas plantean problemas permanentes de organización, competencia y equilibrio de poder en los que la empresa tiene, y seguirá teniendo, un notable protagonismo.

La publicación se basa en las tres conferencias magistrales dictadas por el profesor Salas en la Fundación BBVA al inicio del curso 2005/2006. Quienes tuvimos la fortuna de escuchar de viva voz su pensamiento, nos encontramos ahora con el valor añadido de una obra donde la inmediatez de la palabra ha dado paso a la reflexión escrita, pausada, ponderada y documentada.

La importancia de la empresa en nuestra sociedad radica en que las sociedades anónimas emplean a cientos de miles de trabajadores repartidos por todo el mundo, sus decisiones de inversión y desinversión generan disputas con y entre los gobiernos nacionales, y el acierto o desacierto en las decisiones estratégicas de sus respectivos gestores tiene consecuencias directas e indirectas para los ciudadanos de muchos países.

La investigación académica sobre economía de la empresa se inicia en los años treinta del siglo pasado con un artículo de Coase sobre la naturaleza de la empresa, artículo que pasó inadvertido en sus comienzos. La profesionalización sobre la gestión de la empresa comienza en el momento en que se vincula la responsabilidad de la toma de decisiones al más alto nivel jerárquico de la empresa, a la valía profesional de las personas y no

los derechos que otorga la propiedad sobre los activos empresariales<sup>1</sup>. Es por todas estas razones por las que el premio Nobel de Economía, Herbert Simon, aboga por denominar la economía de la moderna sociedad industrial, economía de las organizaciones antes que economía de los mercados.

Los tres capítulos en que se divide la obra responden a cada una de las tres conferencias a las que acompaña una bibliografía seleccionada para cada capítulo de la obra. La unidad de análisis es la empresa de propiedad privada y en régimen de competencia. Quedan, pues, fuera de este estudio las organizaciones del sector público, otras ciencias sociales que tratan de la vertiente profesional de la administración de empresas y los mercados.

El primer capítulo explica el papel de la empresa en una economía de mercado. El segundo analiza la empresa como institución que produce bienes y servicios para el mercado y donde obtiene también los ingresos que van a determinar su viabilidad. El tercero aborda la relación de la empresa con el entorno social del que forma parte.

Así pues, el primer capítulo se centra en la naturaleza de la empresa y las razones que justifican su existencia. La ciencia económica combina el interés por el estudio de las decisiones individuales con el interés por los resultados colectivos a que llevan esas actuaciones individuales. Este vínculo entre lo individual y colectivo surge porque las personas optan por la división del trabajo y la consiguiente especialización. Esta especialización es la que les lleva a colaborar e intercambiar con otros especialistas los resultados de su trabajo individual. Especialización, colaboración e intercambio son los tres elementos inseparables de la organización económica. El avance o el impulso de estas tres características pueden dejarse en manos de: a) una planificación central, algo que históricamente no se ha mostrado muy eficiente; b) el mercado y su mano invisible, según postuló en su momento Adam Smith y sus seguidores, o c) la empresa. Existen razones para afirmar que la importancia cuantitativa y cualitativa de la empresa en nuestra economía de mercado pone en duda la supuesta eficacia de la mano invisible del mercado para la realización de esas tres necesidades de especialización, colaboración e intercambio.

El punto de inflexión en la ciencia económica sobre el interés por la naturaleza de la empresa se atribuye a Coase, que en su artículo sobre la naturaleza de la empresa, publicado en 1937, pone en duda la hipótesis de que el mercado funciona por sí mismo y pueda llevar a cabo por el mecanismo de los precios la función de coordinación. Lo que emerge de la obra de Coase es la función que desempeña el empresario, a quien define como la

<sup>1</sup> Esta cuestión acerca de la profesionalización de la dirección de empresa se inicia también en el siglo pasado, año 1912, con las reflexiones de LOUIS D. BRANDEIS, famoso jurista y más tarde juez del Tribunal Supremo estadounidense, y su testigo

lo recogió años más tarde, 1969, KENNETH ANDREWS con su artículo en la revista *Harvard Business Review*, “Toward Professionalism in Business Management”. Pero este aspecto de la profesionalización queda fuera del ámbito de estudio de Salas.

persona o personas que en un sistema competitivo reemplazan el mecanismo de los precios en su papel de asignación de recursos. Para Coase la empresa existe en la medida que existe el empresario. La esencia de la naturaleza de la empresa y el rasgo que la diferencia del mercado reside en la autoridad y capacidad del empresario para dar órdenes y dirigir el trabajo de los demás.

Otra visión de la empresa proviene del mundo del Derecho y hace hincapié en la personalidad jurídica de la empresa y la posibilidad de tener derechos de propiedad sobre activos productivos no humanos. Merece especial mención la consolidación de la forma jurídica de la empresa, conocida como corporación en los países anglosajones y sociedad anónima por acciones en nuestro ordenamiento jurídico. Esta forma societaria es la que permite separar en personas distintas la propiedad formal de los activos y el control que se ejerce sobre los mismos.

Además de Coase hay toda una pléyade de pensadores que a lo largo del siglo XX han contribuido en el desarrollo y formalización de una teoría de la empresa. En este capítulo de fundamento de la empresa, Salas estudia la aportación de los autores más representativos y cómo en el transcurrir del tiempo se ha ido edificando esta teoría.

No faltan en este primer capítulo los referentes empíricos de la empresa. Cualquier empresa tiene unas señas de identidad propias y posee elementos organizativos y físicos susceptibles de someterse a un análisis externo. Gran parte del conocimiento de la empresa se deriva de los métodos inductivos que analizan su funcionamiento y, sobre todo, intentan explicar las razones de su éxito. Por consiguiente, al mismo ritmo que ha crecido el interés de los investigadores académicos sobre esa realidad llamada empresa, ha suscitado también el interés de historiadores, redactores de casos prácticos, analistas y consultores, cuyo objetivo de análisis ha sido describir unos hechos sin enmarcarlos en una categoría o bien ordenando en un catálogo normativo de buenas prácticas para quienes tienen que resolver problemas similares.

Esta literatura empírica se ha centrado en dos áreas de análisis: la estructura organizativa de la propia empresa por un lado, y, por otro en las principales decisiones de gestión. En cuanto a la estructura interna, el análisis se ha centrado en: a) la definición de los puestos de trabajo; b) la identificación de las competencias que se asignan a cada puesto y, c) los flujos de información y comunicación que los unen dentro de la misma empresa. Las decisiones organizativas que han merecido la atención de los estudios empíricos han sido: a) el análisis de las actividades de la cadena de valor de los productos y servicios, qué actividades se van a realizar dentro de la empresa y cuáles se van a encomendar a socios externos; b) ¿a qué distancia de la máxima autoridad se va a ubicar el poder de decisión?, y c) ¿dónde se localiza espacialmente la producción?

En lo que a estructuras empresariales se refiere, el autor aporta los tres modelos organizativos que han ido apareciendo a lo largo del siglo, Ford y General Motors a principios de siglo, Toyota en el último tercio y Cisco como modelo de transición al siglo XXI. Lo

que ha estado detrás de estos cambios organizativos han sido las tecnologías de la información. En este capítulo se hace mención también a cuál ha sido el desarrollo tecnológico en cada momento, cómo han penetrado en la empresa las TIC y cuáles han sido sus implicaciones para la gestión.

El segundo capítulo analiza la empresa privada como productora de bienes y servicios para ser vendidos al mercado en condiciones de competencia y suficiencia financiera. Producir en competencia significa que los compradores potenciales tienen múltiples oportunidades de elección para satisfacer sus necesidades. La suficiencia financiera, por otro lado, determina que la empresa dependa de los ingresos por la venta de los productos y de las aportaciones de los propietarios para afrontar los costes en que incurre en la producción de los mismos.

El estudio de la empresa en competencia se interesa por conocer los factores que determinan los resultados privados y sociales del comportamiento empresarial actuando en mercados donde opera el principio de libre empresa. Las dos perspectivas principales de este estudio en el siglo XX han sido: una basada en la teoría de los precios y mercados, y otra que tiene como fundamento los factores explicativos del beneficio empresarial. La primera visión tiene raíces microeconómicas y un interés positivo en cuanto que describe y comprende el funcionamiento de los mercados, y al mismo tiempo exhibe un interés normativo puesto que se refiere a las recomendaciones de políticas públicas en el ámbito de la política industrial, la regulación y la defensa de la competencia.

La segunda visión sobre la empresa, aquella que intenta explicar las razones del beneficio empresarial en competencia con otras empresas, tiene su arraigo en la dirección estratégica y su principal interés es explicar la heterogeneidad observada entre las empresas, incluso dentro de un mismo mercado, empezando por las diferencias en beneficios y la evolución de esas diferencias en el tiempo. En su acepción más general, la estrategia de la empresa define cómo ésta se relaciona con el entorno del que forma parte, la conjunción de factores de ese entorno donde la empresa desarrolla su actividad y factores internos o específicos de la empresa, es la que explica las diferencias observadas en los beneficios económicos.

Dado que la dirección estratégica es una disciplina reciente, con no más de 50 años de existencia, el autor hace un esfuerzo de síntesis para presentar los modelos que se han sucedido a lo largo de estos años de existencia para explicar los determinantes del beneficio empresarial. Se destacan en una primera época los modelos de Harvard, Boston Consulting Group, McKinsey, PIMS y Porter. Quizá el modelo que haya adquirido más fama entre los mencionados ha sido el de Porter, que explica las diferencias entre los beneficios de las empresas por dos vías. Por un lado, se justifica por el mayor o menor atractivo de la industria donde la empresa desarrolla su actividad, y por otro, la posición competitiva relativa de la empresa dentro de la industria. Se trata de ver en qué medida la empresa analizada se protege mejor o peor de la competencia general a que se ve sometida en el mercado al que pertenece.

Para identificar las cinco fuerzas que determinan el atractivo de la industria en el modelo de Porter, se proponen los siguientes factores: la competencia entre las empresas establecidas, la amenaza de nuevos entrantes, el poder negociador de los clientes, el poder negociador de los proveedores y la amenaza de los productos sustitutivos. La empresa responde a estas cinco fuerzas llevando a la práctica su propia forma de competir, que puede ser en forma de menor coste, diferenciarse ofreciendo un mayor valor para el cliente o posicionamiento en un nicho de mercado inexpugnable.

Este modelo de Porter no ha estado exento de críticas, pues se estima que hace excesivo hincapié en los factores de la industria para explicar los beneficios de la empresa, no destacando lo suficiente los factores internos de la propia empresa. Arguyen sus críticos que el modelo de Porter es insuficiente para explicar la heterogeneidad empresarial y su persistencia en el tiempo, y proponen como alternativa lo que se conoce como la teoría de los recursos y capacidades. Este nuevo modelo, conocido en el mundo académico por sus siglas en inglés, *RBV*, afirma que lo relevante es la dotación de recursos con que cuenta la empresa para competir. Esta acumulación de activos requiere un tiempo y unas inversiones específicas, que hasta que puedan ser imitadas ofrece ventajas competitivas para la empresa que las posee.

La teoría fue introducida en el año 1984 por Wernefelt y ha sido enriquecida por las aportaciones de los economistas que estudian los mercados y las empresas en situación de desequilibrio, en contraste con la economía industrial que tiende a concentrarse en las situaciones de equilibrio. Esta teoría propone una gestión de la empresa que tome como punto de partida la dotación de sus recursos tangibles e intangibles, así como sus capacidades distintivas, aquello que la empresa hace mejor que sus competidores con los recursos que posee.

Desde el punto de vista empírico, este enfoque de *RBV* ha impulsado una serie de investigaciones sobre los determinantes de los beneficios empresariales, destacando entre ellas aquella que trata de aclarar la importancia relativa de los factores propios de la empresa frente a los factores de la industria para explicar la variabilidad de los beneficios de las empresas que operan en distintas industrias. En la última parte del capítulo, el autor hace una referencia a la competitividad de la empresa cuyos recursos estratégicos son los conocimientos de sus empleados, es lo que se conoce como la estrategia de los recursos basados en el conocimiento.

El tercer capítulo analiza la relación entre la empresa y la sociedad de la que forma parte. Se exponen aquí los principales argumentos del debate sobre el papel de la empresa en la sociedad más allá del cumplimiento de la función económica que realiza. Los principales temas de debate abiertos hoy por esta relación entre empresa y sociedad son el análisis político de la empresa, el tamaño de la empresa y, en particular, el dominio de la gran empresa, su propiedad y en beneficio de quién deben tomarse las decisiones en esta gran empresa, los efectos externos de la actividad empresarial y finalmente la ética o la pregunta de si es posible sobrevivir en el mundo de los negocios actuando con respeto a los valores humanos y sociales fundamentales.

En el siglo pasado el debate en torno a la empresa y la sociedad ha sido un reflejo del debate entre capitalismo frente a socialismo como formas de organización social. La caída del muro de Berlín y el fin de las experiencias socialistas en la antigua Unión Soviética ha zanjado el debate en el momento actual. Dentro del capitalismo a lo largo del siglo XX tuvo lugar un debate sobre las formas de empresa, donde se contraponía la empresa renana y japonesa orientadas supuestamente a todos los interesados —*stakeholders*—, frente a la empresa del capitalismo financiero anglosajón, con una orientación última a los beneficios a corto plazo para los accionistas.

En los últimos años, los analistas se han inclinado por la mayor eficiencia exhibida por la empresa anglosajona, principalmente por sus logros financieros y tecnológicos. Pero este tipo de empresa ha estado salpicado por escándalos, engaños y comportamientos contrarios a la ética más elemental, sin olvidar el reto de la sostenibilidad medioambiental. Por ello dentro del sistema capitalista se ha especulado por una nueva forma de entender la relación entre empresa y sociedad. Algunos autores han abogado por superar esa tensión entre empresa y sociedad sustituyéndola por una relación de interdependencia en la que primen la colaboración y el reparto mutuo de las ganancias que de esta nueva relación se deriven.

El siglo XX ha sido testigo del auge y consolidación de la gran empresa de capital privado y alcance global. La dimensión de la empresa se justifica por razones de economía de escala y alcance en los procesos de producción y venta. A este apogeo de la gran corporación ha contribuido también la ampliación de los mercados, el aumento de la demanda debido a una mayor población y renta así como la liberalización de comercio a escala regional y global.

En esta gran empresa, la propiedad accionarial está enormemente dispersa, de tal modo que los accionistas que son los propietarios formales de la empresa, no tienen control sobre los activos de la empresa, éste es ejercido por los directivos profesionales que prestan sus servicios a cambio de una retribución, alumbrando así el fenómeno de lo que se conoce como empresa gerencial.

Uno de los grandes debates del siglo XX ha sido el de la sostenibilidad del modelo capitalista de producción, cómo hacer compatible la mejora sostenida del bienestar de la generación actual sin hipotecar el bienestar y progreso de las generaciones futuras. Entre los efectos externos positivos cabe citar la riqueza y el bienestar que ha creado la empresa, y entre los negativos, que quizá han recibido más atención, el peligro para la salud de la población de los procesos químicos y biológicos, el deterioro del medio ambiente y las amenazas que se ciernen sobre la población mundial como consecuencia de la previsión sobre el cambio climático.

Se cierra este capítulo con el gran debate de nuestros días en torno a la responsabilidad social corporativa. Ha sido el Guadiana del siglo XX. Los directivos alemanes ya se manifestaron sobre este tema a comienzos de siglo, al final de los años setenta irrumpió en escena el balance social en Francia, como una nueva forma de dar cuenta a la sociedad de las aportaciones de la empresa a ésta. Escándalos, desgracias, desigualdades y posibilidades

de la empresa en su relación de interdependencia con la sociedad han incrementado el tono y la ampliación del debate, en éste han intervenido todo tipo de organizaciones, incluida las Naciones Unidas. En los últimos tiempos cobra fuerza lo que se conoce como responsabilidad social estratégica que insta a las empresas, que aunque su motivación sea el beneficio privado, deben tener en cuenta los efectos externos de tales decisiones que repercuten en el bienestar del conjunto de la sociedad. De ahí que se recomiende a las empresas incorporar expresamente las consecuencias sociales de sus actuaciones en la toma de decisiones al más alto nivel.

Finalmente, una última palabra por lo primero que aparece en el libro, su portada. Se debe a Eduardo Núñez Valbuena y tiene como título *Los empresarios*, en ella se contienen de un modo gráfico todos los temas de discusión que aparecen en la obra y es que de la complejidad de todo el mundo de la empresa del siglo XX, y de lo que será en el futuro, los empresarios son quienes tendrán el mayor protagonismo.

**José Manuel Rodríguez Carrasco**

### **Guía de la Política Pública Local, 4.ª edición,**

*Consultores de las Administraciones Públicas,  
Madrid, 2007, 373 págs.*

El libro elaborado por los expertos de Consultores de Administraciones Públicas del Grupo AFI constituye, una vez más, una referencia obligada para los estudiosos y gestores de la Administración Local en España y una guía muy útil sobre la normativa actualizada y los procedimientos de un conjunto de actividades de ámbito local muy bien complementada con información y análisis cuantitativo de las principales actividades del sector. Los numerosos aspectos tratados sobre la política pública local abarcan campos tan importantes como la gestión presupuestaria y financiera, el control interno y externo, los recursos humanos y la organización, el desarrollo territorial y el urbanismo, el régimen jurídico local, la contratación pública o las vías de prestación de los servicios locales.

A través de ocho capítulos, el lector puede aproximarse a las cuestiones más generales sobre la delimitación, el marco regulador y competencial de los distintos agentes que forman parte del sector público local (capítulo 1). La regulación de los órganos de gobierno de las entidades locales y las principales cuestiones sobre el personal al servicio de las mismas, a través de la ordenación de la gestión de recursos humanos (capítulo 2). La gestión económica-presupuestaria, incluyendo la explicación detallada del ciclo presupuestario, la gestión financiera y de tesorería, los procedimientos de control y el régimen jurídico de los bienes de las entidades locales (capítulo 3). El marco jurídico de la contratación local, con los tipos y procedimientos de adjudicación de los contratos administrativos más usuales (capítulo 4). La prestación y formas de gestión de los servicios públicos locales, incluyendo el marco regulador de la financiación, seguimiento y evaluación

del funcionamiento de los servicios municipales (capítulo 5). Las cuestiones relacionadas con la modernización de los modelos organizativos y gerenciales y la implantación de sistemas más racionales de funcionamiento interno, de relación con los ciudadanos y de transparencia de la administración local (capítulo 6). Las competencias de las distintas administraciones en materia urbanística, la planificación y la gestión urbanística local (capítulo 7). Y, finalmente, el control externo y las responsabilidades de los gestores públicos (capítulo 8).

El libro está redactado de forma muy didáctica, a través de preguntas y respuestas fácilmente comprensibles sobre las cuestiones recurrentes a las que se enfrenta un gestor público local en su trabajo cotidiano, complementadas con recuadros que amplían y especifican las principales cuestiones planteadas. De esta manera, sus principales destinatarios, responsables políticos y empleados públicos de las distintas áreas de gestión, cuentan con un instrumento muy útil y actualizado de toda la problemática local a la que se pueden enfrentar en sus actividades cotidianas. Esta utilidad se extiende también a quienes por motivos profesionales o académicos o simplemente como usuarios de los servicios locales quieran contar con un texto comprensivo de los principales campos de actuación de la administración local.

En suma, un libro que actualiza y sintetiza espléndidamente los principales aspectos de las políticas públicas locales e incorpora un trabajo impropio de recopilación de datos e información que permite tener una radiografía actual del estado de la cuestión, que será de mucha utilidad a sus lectores.

**Alfonso Utrilla de la Hoz**

*Universidad Complutense de Madrid*

### **Un Modelo Integral de Gestión del Valor de Clientes: Una nueva forma de gestión en banca,**

*Francisco de Borja de Carlos Martín-Lagos,  
Instituto Tecnológico Empresarial ITE Caixa Galicia,  
La Coruña, 2007, 164 págs.*

En un entorno cada vez más competitivo, como es el del sector bancario, las entidades se ven obligadas a generar ventajas competitivas diferenciales que garanticen su posicionamiento en el mercado. Dentro de las alternativas estratégicas que pueden plantear las empresas bancarias para conseguir esta diferenciación, sin duda, la vinculación de los clientes tiene un impacto sobre sus cuentas de resultados muy elevado.

Esta idea, la *orientación del negocio bancario al cliente*, constituye el eje central del libro que se presenta, nacido de la tesis doctoral del autor.

El principio fundamental en torno al cual se estructura todo el trabajo descansa en la propuesta de que "el valor supuesto a un cliente es el factor que permitiría a una entidad optimizar sus

decisiones de gestión comercial". Este principio hay que enmarcarlo a su vez en *la teoría de gestión de valor*, que se sustenta en la premisa de que hay que incidir en aquellos elementos de la organización que aportan realmente valor a la misma con el fin de ser más eficaces en la asignación de los recursos escasos. En este contexto, y partiendo del principio mencionado, la clave está en la capacidad de medir el valor aportado por cada cliente, con el fin de evitar la dispersión de esfuerzos y recursos organizativos hacia iniciativas, estrategias y clientes que no estén aportando valor a la entidad, y para ello se presenta un *Modelo Integral de Gestión de Valor (MIGV)*, proponiendo el diseño de los elementos y herramientas necesarios para la gestión del valor de clientes y utilizando para ello parámetros tanto cuantitativos como cualitativos. El desarrollo conceptual del modelo se centra en la banca minorista o de particulares.

El libro se estructura a lo largo de nueve capítulos, en los que se abordan unos contenidos tal vez demasiado numerosos —dada la extensión limitada del texto— y no es que los mismos no estén interconectados entre sí, pero quizás hubiera resultado más adecuado profundizar algo más en algunas cuestiones y no extenderse en otras, sin duda también interesantes, pero no tan relevantes en el contexto analizado. Seguramente el carácter académico del texto original ha influido en este hecho.

Entrando un poco más en detalle en los contenidos del libro que se reseña, el primer capítulo se dedica a resaltar, de alguna manera, la relevancia de la información de gestión orientada al cliente, examinando las limitaciones de los sistemas tradicionales de información y analizando los factores de cambio hacia los modernos modelos de información para la gestión bancaria, así como la importancia de la misma como apoyo a las estrategias de retención de clientes.

El marco conceptual del *Modelo Integral de Gestión de Valor de Clientes (MIGV)* es el objeto del capítulo segundo. Tras un acercamiento y análisis de los elementos y conceptos fundamentales que conforman el proceso de valoración de un cliente y la gestión de sus resultados, en este capítulo se llega a un planteamiento conceptual del MIGV en el que el factor clave en la medición del valor reside en los *niveles de retención* que puedan conseguirse con la clientela, pues, según el autor, es esta ratio la que explica gran parte de la rentabilidad a medio plazo conseguida con cada cliente y su efecto en cascada sobre los resultados de la empresa. Por otro lado, el modelo se desarrolla basado en dos ejes fundamentales que estructuran conjuntamente una visión integral de la gestión de valor: el *modo de cálculo* —aspecto eminentemente cuantitativo del modelo— y, de otra parte, el *modo de gestionarlo* —apoyando a la dirección en la toma de decisiones y consiguiendo su alineación con la estrategia corporativa—. En cuanto al *modo de cálculo*, se proponen dos parámetros fundamentales relacionados con la cuantificación de valor de un cliente: la *rentabilidad*, que mide la aportación real y actual del cliente, y su *relevancia futura*, que determina el potencial futuro del mismo. Por lo que se refiere al *modo de gestionarlo*, se proponen dos herramientas de gestión: una *matriz de decisión*, que se desarrolla con detalle en otro capítulo, y un *cuadro de mando*, diseñado en base a lo que el autor denomi-

na los *impulsores de valor* y que también es objeto de análisis detallado en un capítulo posterior.

Todos los elementos mencionados, que configuran el MIGV, se desarrollan metodológicamente con cierto detalle en los capítulos tercero a noveno: el *modo de cálculo* en los capítulos tercero a séptimo, y el *modo de gestionarlo* en el octavo y noveno. Por otro lado, todo el diseño metodológico se apoya en datos reales de una muestra de clientes proporcionada por una caja de ahorros. Esta muestra está compuesta por 6.349 clientes elegidos al azar dentro del segmento de clientes de banca minorista catalogados como de alto potencial.

Con más detalle, cabe reseñar que los capítulos tercero, cuarto y quinto se centran en el examen del punto de partida del MIGV, esto es el cálculo de la rentabilidad de cada cliente, al que se llega tras realizar unas consideraciones previas, matizando y concretando ciertos conceptos, y que, de una manera general, vendría determinada por la diferencia entre el margen de los productos y servicios que consume dicho cliente y los costes, tanto directos como indirectos, que cabe imputar al mismo. Debe resaltarse el tratamiento riguroso que se da en el libro a aspectos tales como las tasas de transferencia interna a imputar entre operaciones de activo y pasivo, o la imputación de los costes de estructura, así como del consumo de recursos propios, aspectos que incorporan elementos de discrecionalidad y que pueden provocar que algunos clientes rentables no lo parezcan, y viceversa, con el consiguiente riesgo de que la entidad pueda perder precisamente a estos clientes rentables. Al mismo tiempo, se percibe claramente que el autor tiene un conocimiento directo de este negocio por ciertos planteamientos bastante intuitivos que no hacen sino reflejar esta experiencia profesional bancaria.

Posiblemente, en los capítulos sexto y séptimo estén recogidos los contenidos más interesantes, y nos atreveríamos a señalar como de más valor, del conjunto del libro. A nuestro juicio, el tratamiento que se da al perfil temporal y el riesgo, aspectos relacionados de una manera mucho más explícita y directa con la rentabilidad de los clientes, constituyen la principal aportación del libro.

En cuanto al perfil temporal o *ciclo de vida medio del cliente* —tiempo estimado de permanencia del cliente en la entidad—, es la referencia básica para poder cuantificar los flujos de caja generados por el mismo y, por tanto, resulta esencial para determinar el valor que dicho cliente aporta a la entidad. En el capítulo sexto se modeliza la estimación del ciclo medio de un cliente en base a dos conceptos antónimos: *ratio de retención* frente a *ratio de abandono*. Es decir, con un planteamiento ciertamente original, se representa la ratio de retención vinculada con la de abandono de clientes, y ello por segmentos en lugar de hacerse para la base global de la clientela, de tal modo que el valor obtenido, que representa el comportamiento tipo de un segmento, se utiliza como referencia de conducta de cada uno de los clientes que forman parte del mismo, si bien debe tenerse en cuenta, en este sentido, que no todos los clientes responden al mismo patrón de comportamiento de abandono y que además este no se mantiene a lo largo de su ciclo de vida medio. Por otro lado, y esto también

resulta un planteamiento muy interesante, se trabaja en el modelo con la *propensión a abandonar la entidad*, en vez de con la *probabilidad de abandono* calculada en base a datos históricos de bajas. Se tiene en cuenta, de esta manera, un hecho incuestionable cada vez en mayor medida en el negocio bancario, como es la limitada lealtad de la clientela. En efecto, podría decirse que el negocio de banca minorista está formado por una clientela poco fiel que tiende a compartir parte de su negocio con otras entidades. Por ello, un cliente puede no llegar a causar baja definitiva en la entidad aunque sí haber disminuido su relación con esta o haber modificado sus hábitos de ahorro en beneficio de competidores, de forma que podría no aparecer como baja para la entidad y, sin embargo, ser un cliente que ya no aporta valor a la misma, e incluso destruye valor.

El concepto de *riesgo* en el Modelo se incorpora en el capítulo séptimo. Resulta obvio que cualquier modelo que pretenda analizar y explicar la realidad de la gestión bancaria, como el que se propone en el libro, deberá tener en cuenta en su diseño la amplia diversidad de riesgos inherentes al sector, que el nuevo acuerdo de capital de Basilea II define con claridad. Algunos de estos riesgos son claramente imputables al nivel de cada cliente específico, o grupos de ellos, como el *riesgo de crédito*; otros riesgos, por el contrario, no son explícitamente imputables a clientes o segmentos específicos, como el *riesgo operacional* o el *riesgo de tipo de interés*, sino que son gestionados por la entidad y deben ser imputados con ciertos criterios. Toda la problemática relacionada con los distintos tipos de riesgos es analizada con detalle en el texto, diseñándose un *mapa de factores de riesgo* aplicables al MIGV. Por otro lado, la caracterización del riesgo en el Modelo se lleva a cabo vía *tasas de descuento*, que incluyen en su cálculo la prima de riesgo que supone actuar con inversiones (cartera de clientes) más o menos arriesgadas, y para la estimación de estas tasas de descuento se opta por el *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* como método de cálculo. Finalmente, en este capítulo séptimo, como forma de apoyar el planteamiento conceptual que se propone, se acompaña como ilustración práctica el tratamiento de datos reales, apoyándose en la muestra de clientes antes comentada, llegándose a la obtención de las tasas de descuento de cada segmento propuesto.

En los dos últimos capítulos del libro se abordan las cuestiones relacionadas con el *modo de gestionar* el MIGV, que, como se ha señalado en los párrafos anteriores, se concretan en la *matriz de decisión* y en el *cuadro de mando* valor de clientes, he-

rramientas que permiten integrar el Modelo propuesto en el proceso de decisión estratégica de la entidad.

Así, en el capítulo octavo se desarrolla la matriz de decisión tomando en consideración, por una parte, *el nivel de eficiencia relativa* y *el nivel de adecuación estratégica* de los clientes, por otra, medidos por combinación entre la aportación global de valor de cada cliente mediante el cálculo del VAN (valor actual neto) y la eficiencia a la hora de adecuar los recursos disponibles a través del VAR (valor actual relativo) —el nivel de eficiencia relativa—, y el alineamiento estratégico de cada cliente mediante un proceso de segmentación —el nivel de adecuación estratégica—. Resultan muy interesantes en este capítulo las conclusiones que se extraen integrando, y aplicando a la muestra seleccionada, los dos enfoques del análisis de la aportación de valor de los clientes: el de rentabilidad actual de los clientes y el MIGV que se propone, de tal modo que, según se pone de manifiesto, el Modelo permite discriminar de forma más precisa el conjunto de clientes que realmente aportan valor a la entidad de aquellos que aportan menos o incluso llegan a destruir valor con el tiempo.

Finalmente, el capítulo noveno y último del libro se destina al examen de los *impulsores de valor* para la confección del cuadro de mando integral. Estos impulsores o palancas de valor son los factores que puedan permitir inducir las estrategias de creación de valor de clientes en banca minorista, como serían la venta cruzada, nivel de operatividad, volumen de negocio, etc. A partir de estos impulsores se estructura un cuadro de mando integral desde cuatro perspectivas: financiera, comercial, operativa y de recursos humanos.

En suma, nos encontramos ante un libro con un carácter eminentemente metodológico que, sin duda, puede resultar interesante para directivos del ámbito bancario y puede constituir un importante paso adelante en el proceso de racionalización de este negocio. El Modelo Integral de Gestión de Valor propuesto puede decirse que representa un avance, tanto en lo que se refiere a su planteamiento práctico y empírico, con numerosos ejemplos y aplicaciones prácticas, como en términos analíticos y conceptuales. Por todo ello, el libro puede constituir una buena referencia para entender una nueva forma de gestión del negocio bancario basada en la orientación al cliente, con una rigurosa medición de su rentabilidad y valor añadido.

**María del Mar Sarro Álvarez**  
Universidad de Alcalá

### Una nota sobre Julian Alienes Urosa

Manuel Martín Rodríguez\*

Aunque se ha escrito mucho sobre el exilio español de 1939, la vida y obra de los economistas que formaron parte de él es aún poco conocida. En *La obra impresa de los intelectuales españoles en América* (1936-1945), una de las obras más apreciadas sobre el exilio, Amo y Shelby tan sólo incluyeron como tales, pese a que fueron muchos más, a Francisco de Abrisqueta, un alto empleado del Banco de Vizcaya en Bilbao, que tuvo luego una brillante carrera como profesor y funcionario internacional en Colombia; Manuel Sánchez Sarto, al que conocemos bien gracias a los trabajos de Fernández Clemente; Marc-Aureli Vila Comaposada, de quien por su trabajo y por su obra no puede decirse que fuera verdaderamente un economista; y Julián Alienes Urosa, que ha muerto el pasado 28 de octubre en Madrid cuando estaba próximo a cumplir los 100 años.

Tuve la suerte de conocer a Julián Alienes hace unos diez años y, desde entonces, le he venido visitando asiduamente en su piso de la madrileña calle de General Perón. Como legado suyo, he recibido hace poco de sus sobrinos, José y María del Carmen, un ejemplar encuadernado de sus *Características fundamentales de la economía cubana*, su obra más importante, que he vuelto a leer con el mismo interés con que lo hice la primera vez. Había nacido en Carabanchel Bajo, el 25 de agosto de 1909. En 1932, después de obtener el grado de Intendente Mercantil con premio extraordinario en la Escuela Superior de Comercio de Madrid, por entonces el título de mayor nivel dentro de los estudios de economía que se impartían en España, fue contratado como profesor ayudante, a propuesta de Ricardo Bartolomé y Mas, por entonces Catedrático de Legislación Mercantil Comparada, Legislación Mercantil de Aduanas y Economía Política y Estadística de la Escuela. Para seguir sus clases de Economía Política y

Estadística, la asignatura en la que se especializó, recomendaba a sus alumnos el *Curso de Economía Política* de Gide, el texto más utilizado en España durante el primer tercio del siglo XX.

En 1936 estaba ya preparado para opositar a cátedra, e iba a hacerlo en unas oposiciones convocadas para el 28 de julio de ese año, que habían firmado, entre otros, Román Perpiñá Grau, por entonces profesor también de la Escuela Superior de Comercio de Madrid. Lamentablemente, ni Perpiñá ni él mismo pudieron opositar. Declarada la guerra civil diez días antes, sin haber militado antes en ningún partido político, había sido llamado a filas urgentemente por el gobierno republicano, incorporándose como intendente mercantil al Servicio Central de Inspección Económica de Madrid, del que pronto sería nombrado Jefe superior. Más tarde, serviría como capitán de Estado Mayor del Ejército de Maniobras hasta que, cuando la guerra estaba definitivamente perdida para el ejército republicano, como tantos otros intelectuales, se vio obligado a salir de España, por el Pirineo catalán, cerca de Figueras, acompañado de su madre, de 70 años, y de dos de sus hermanas.

Al cabo de año y medio de pasar por muchas dificultades en Francia, ayudado por la encargada de negocios de Cuba en Francia, arribó a la antigua colonia española a principios de 1941. Allí comenzó dando clases de gramática, geometría y caligrafía en la Asociación Hispano-Cubana de Cultura, dirigida entonces por Fernando Ortiz, que acababa de publicar su *Contrapunteo cubano del tabaco y del azúcar*, de quien recibió sus primeras lecciones sobre la historia de Cuba, que tan útiles le iban a ser más tarde. Y al poco, el vicepresidente de la Cámara de Comercio de la República de Cuba, que había conocido en la Asociación, le invitó a trabajar en ella en funciones más acordes con su formación económica.

\* Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Durante siete años elaboró para la Cámara un Informe mensual de coyuntura e informes anuales sobre la economía cubana. Publicó también numerosas monografías sobre la economía cubana, entre ellas: "La economía nacional de Cuba", en *Directorio Oficial de Exportación e Importación, Producción y Turismo*, La Habana, 1941; *Estadísticas del Seguro en Cuba*, Asociación Cubana de Estudios de Seguros, 1941; *Banco Nacional de Cuba*, Cámara de Comercio de la República de Cuba, La Habana, 1942; *Economía cubana e inversiones internacionales*, Asociación Cubana de Estudios de Seguros, La Habana, 1942; y "El comercio en la economía cubana", en *Censo del año 1943*, La Habana. Y, naturalmente, acudió a la reunión de La Habana, con el trabajo "El equilibrio económico español y las bases para el progreso de la renta nacional", publicado en el *Libro de la Primera Reunión de los profesores españoles emigrados*, Universidad de La Habana, 1944.

De la propia Cámara de Comercio, partió la idea de crear el Banco Nacional de Cuba, siendo Alienes el hombre encargado de hacer los correspondientes estudios económicos y, más tarde, de defender el proyecto de ley en el Senado. Y en 1948, cuando el Banco Nacional estuvo creado, siendo gobernador Felipe Pazos, se trasladó a él para crear y dirigir su Servicio de Estudios, en el que colaborarían economistas tan prestigiosos luego como Claudio Escarpenter, Concepción Rodríguez Betancourt y René Montserrat. Para entonces, Alienes era ya una figura indiscutible de la economía cubana, continuaba elaborando su informe anual, participaba con Ramiro Guerra en la preparación de estudios que servían de base a leyes económicas, acompañaba al ministro de Asuntos Exteriores en misiones económicas internacionales, daba conferencias en la Universidad de La Habana, e incluso era requerido en repetidas ocasiones para dirigir el todopoderoso *Diario de la Marina*. En 1950, publicó sus *Características fundamentales de la economía cubana*, una de las obras más importantes de todos los tiempos sobre la economía cubana. Esta frenética y fecunda actividad como economista, pese a no tener la nacionalidad cubana, le haría merecer la Orden de Carlos Manuel de Céspedes, entonces la distinción más preciada de Cuba, que recibiría de manos del presidente Grau San Martín, opositor de Batista, antes y después de que éste llegara a la presidencia.

En 1959, al triunfar la revolución castrista, Julián Alienes era un economista muy caracterizado de la etapa anterior y, con la ayuda de Felipe Pazos, todavía bien visto por la revolución castrista, decidió volver a España. En un trabajo publicado en La Habana en 1990, Nérida Lamelas ("Una concepción keynesiana acerca del desarrollo económico en Cuba: Julián Alienes", en *Selección de materiales del pensamiento económico cubano*, Universidad de La Habana, 1990), calificaría a Alienes como un economista

keynesiano, "representante de los intereses del capitalismo de Estado, que implementó los mecanismos de reactivación de la economía capitalista frente al socialismo". La obra de Alienes no tenía todavía el reconocimiento que ha merecido luego, hasta el punto de verse convertido su piso de General Perón en lugar obligado de peregrinación para los economistas *oficiales* cubanos que visitaban nuestro país.

Acabo de leer sus *Características Fundamentales de la Economía Cubana*, una verdadera obra maestra. ¡Qué lástima que no la escribiera para España, y en la cátedra universitaria a la que aspiraba en 1936! Al escribirla, Alienes se había olvidado ya de Gide, institucionalista, para hacer uso de la mejor teoría económica de aquel tiempo. Utilizaba en ella las matemáticas de Allen (*Mathematical Analysis for Economists*, 1938), a quien había leído en inglés, pese a que desde 1946 se disponía de la versión española de Figueroa, con el famoso prólogo de Zumalacárregui. Su microeconomía era la de Marshall, que había asimilado a través de Benham (*Curso Superior de Economía*, 1938) y Boulding (*Economic Analysis*, 1948), pero dominaba también la teoría de la competencia imperfecta a través de la lectura directa de Lerner ("The concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly Power", *Review of Economic Studies*, 1934, 1), Robinson (*The Economics of Imperfect Competition*, 1946) y Chamberlin (*Teoría de la competencia monopolística*, FCE 1946). Y conocía, sobre todo, las obras fundamentales de la macroeconomía keynesiana, por muy diversas fuentes: Khan ("The relation of home investments to unemployments", *Economic Journal*, 1931, vol. 41), Keynes (*Teoría General*, 1936), Hansen (*Teoría Monetaria y Política Fiscal*, 1946), Haavelmo ("Methods of measuring the marginal propensity to consume", *Journal of the American Statistical Association*, 1947, march) y Samuelson ("Análisis económico de la función de consumo" en *Política fiscal y ciclo económico*, Madrid, 1945). Sus lecturas sobre ciclos y crecimiento económico estaban también al día (Kondratieff, Kuznets, Haberler), y brillaba particularmente su dominio de la literatura sobre comercio internacional y determinación del tipo de cambio (Ricardo, Mill, Haberler, Harrod, Machlup, Mainolesco, Triffin, Tinbergen).

Su conocimiento de la escasísima literatura económica cubana llegó a ser exhaustivo: Abad, Agete, Reynoso, González del Valle, Ramiro Guerra, Fernando Ortiz y, por supuesto, los *Anuarios azucareros y estadísticos*, de los que se nutrió ampliamente. Y, desde luego, había leído todos los libros españoles que su familia conseguía enviarle desde Madrid: Higinio París (*La expansión de la economía española*, 1944), Antonio Robert (*El mañana económico de España*, 1947) y Manuel de Torres (*Teoría general del multiplicador*, 1943).

Después de la revolución de 1959, como he dicho, Alienes sabía que su lugar no era Cuba y volvió a España precipitadamente, tal vez antes de lo que había siempre acariciado, pero cuando todavía no las tenía todas consigo en su propio país. Como otros exiliados liberales que lo habían hecho antes que él, como Agustín Viñuales, pronto encontró un confortable refugio en el Servicio de Estudios del Banco Urquijo, donde trabajó junto a hombres como Lladó, Muñoz Rojas o Lucas Beltrán, o a economistas mucho más jóvenes, como Gloria Begué. Allí permaneció hasta su jubilación definitiva, dedicado sobre todo al estudio de las empresas del banco, con trabajos que hoy nos son desconocidos.

Sin embargo, en sus primeros años del Urquijo, aún le quedó tiempo para impartir la asignatura *Economía del Mundo Hispanoamericano* en la Facultad de Ciencias Políticas, Económicas y Comerciales, y de publicar algunos trabajos de extraordinaria calidad en algunas de las revistas españolas más prestigiosas de aquel tiempo. En todos ellos, apareció siempre el gran economista matemático que era Alienes. En *Moneda y Crédito* publicó una serie de tres extraordinarios artículos. En el primero de ellos, titulado "Inversiones y divisas" (*Moneda y Crédito*, 1959, núm. 69), se discutía hasta qué nivel podía llevarse la inversión o el gasto público en una economía nacional sin crear un desequilibrio básico en la balanza por cuenta corriente, o una elevación en los precios, o ambas cosas a la vez, presentando el caso de la economía cubana durante los años en que había tenido la responsabilidad de dirigir el servicio de estudios del Banco Central de Cuba. En el segundo, "Desarrollo económico y relación intersectores. Un análisis cuantitativo" (*Moneda y Crédito*, 1960, núm. 75), desarrollaba un modelo econométrico en el que se trataba de demostrar que, bajo los supuestos de neutralidad del comercio internacional respecto a la demanda y la renta nacional y de una población estacionaria, un aumento de la renta real *per cápita* en una economía nacional requiere que la tasa de crecimiento del sector primario sea inferior a la de los demás sectores. Y en el tercero, "Una técnica para pronosticar niveles de renta nacional" (*Moneda y Crédito*, 1962, núm. 80), se exponía la posibilidad de hacer esti-

maciones sobre la previsible evolución de la renta nacional en España, utilizando la misma técnica que él había seguido en Cuba, consistente en una regresión entre compensaciones bancarias y renta.

Dos años más tarde, Julián Alienes publicaba un excelente artículo, titulado "Diferencias regionales de renta en la economía española" (*Revista Internacional de Economía*, 1964), en el que, anticipándose a los actuales estudios sobre convergencia económica regional y utilizando técnicas estadísticas rigurosas, estudiaba, a partir de los datos del Banco de Bilbao, las causas de las desigualdades regionales de renta en España. Y su último trabajo fue "Una alternativa instrumental de la política monetaria: análisis de su repercusión sobre los bancos", en el libro *Homenaje a Lucas Beltrán* (1982), uno de sus grandes amigos a su vuelta a España. En él volvía a la política monetaria, desarrollando un modelo con el que se trataba de probar que, aún cuando podrían alcanzarse idénticos objetivos respecto a las disponibilidades líquidas del sistema actuando sobre el coeficiente de reservas bancarios o sobre los bonos del Tesoro puestos en circulación por el Banco de España, los efectos sobre la cuenta de resultados del sistema bancario podrían ser distintos, dependiendo de los tipos de interés de los depósitos bancarios y de los bonos del Tesoro.

Con Julián Alienes se ha ido uno de los grandes economistas españoles del siglo XX, el último gran economista del exilio de 1939. Modernizó la teoría económica en Cuba, hizo el mejor análisis de su economía en 1950, contribuyó decisivamente a la creación de su Banco Central al que sirvió lealmente durante sus diez primeros años de vida, aunque discrepaba amargamente de la política expansionista que se vio obligado a aceptar. Alguna vez se le tributará allí el homenaje que merece. A su vuelta a España, contó con la confianza y el apoyo incondicional del Banco Urquijo y del puñado de economistas liberales que trabajaban en él, pero sintió la frustración de no ver reconocidas sus originales aportaciones y de no haber podido encontrar un hueco en la Universidad española. También aquí merecería que se conociera mejor su obra y que se le apreciara en cuanto vale, que es mucho.

**PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS**

Últimos números publicados:

**PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA**

- N.º 113. Retos económicos actuales
- N.º 114. Competencia en los servicios financieros minoristas

**PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO**

- N.º 90. Financiación de las PYME
- N.º 91. Fundaciones

**PANORAMA SOCIAL**

- N.º 5. El medio ambiente a principios del siglo XXI: ¿Crisis o adaptación?
- N.º 6. La reforma de la universidad: Vectores de cambio

**ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS**

- N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una euroregión

**CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**

- N.º 200. 20 años de Economía en 200 Cuadernos
- N.º 201. Desaceleración, inflación y presupuesto

**ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN**

En INTERNET: <http://www.funcas.es/>

<b>FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS</b>		<b>AÑO 2008</b>	
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81 suscrip@funcas.es			
Deseo suscribirme a:		Euros	
<input type="checkbox"/> Papeles de Economía Española .....		55,00	
<input type="checkbox"/> Números sueltos .....		17,00	
<input type="checkbox"/> Perspectivas del Sistema Financiero .....		48,00	
<input type="checkbox"/> Números sueltos .....		17,00	
<input type="checkbox"/> Cuadernos de Información Económica .....		66,00	
<input type="checkbox"/> Números sueltos .....		13,00	
<input type="checkbox"/> Panorama Social (dos números) .....		25,00	
<input type="checkbox"/> Números sueltos .....		15,00	
<input type="checkbox"/> Estudios de la Fundación (un ejemplar) .....		13,00	
El pago lo efectuaré:			
<input type="checkbox"/> Contra reembolso del primer envío	<input type="checkbox"/> Giro postal núm. ....	<input type="checkbox"/> Cheque bancario	
Nombre o razón social .....			
Profesión, actividad o departamento .....			
Domicilio .....		Teléfono .....	
Ciudad .....		C.P. .... Provincia o país .....	
Fecha .....			
<input type="checkbox"/> Domiciliación bancaria	Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre en la siguiente Cuenta corriente o Libreta de ahorros:		
Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96			

Firma o sello,