Cuadernos de Información Económica

205

JULIO/AGOSTO
2008

La economía, primer problema de los españoles

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Preguntas clave sobre la actual coyuntura

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Las economías emergentes ante la desaceleración

SISTEMA FINANCIERO

La crisis financiera internacional ¿tiene solución?

ACTUALIDAD SOCIAL

El reto de los idiomas

Resumen de prensa
Indicadores financieros
Indicadores de coyuntura y previsiones
Libros

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Cuadernos de Información Económica

205

JULIO/AGOSTO
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: **Grupo Marte, S.A.**
Pol. Ind. Cobo Calleja. Villablino, 28. 28947 Fuenlabrada (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: **Marín Alvarez, Hnos., S.A.**
Pol. Ind. Callfersa. Metalúrgicos, 14. 28942 Fuenlabrada (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
Julio Fermoso García
Julio Fernández Gayoso
Josep Ibern Gallart
Roberto López Abad
Jesús Medina Ocaña
Ricard Pagès Font
Atilano Soto Rábanos

Sumario

PRESENTACIÓN

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Página

1 **La economía española y su inmediato futuro**
Josep Oliver Alonso

5 **El relevo del segmento residencial en el sector de la construcción**
Félix Lores y Pablo Alonso

11 **Si la demanda interna cae, ¿podemos impulsarla mediante las exportaciones?**
Ángel Laborda

15 **¿Tiene margen de actuación la política presupuestaria?**
Victorio Valle

21 **¿Qué hacer con el desequilibrio exterior?**
Esther Gordo

25 **¿Cómo reducir el déficit energético?**
Claudio Aranzadi

27 **Decisiones del BCE, el pasado reciente y el futuro cercano**
Víctor Gonzalo

33 **La crisis económica y el crédito bancario: *¿credit crunch* o corrección?**
Santiago Carbó Valverde

37 **Vuelve la economía: el problema número uno de los españoles**
FACTAM

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Página

49 **Las economías emergentes ante la desaceleración mundial**
Alicia García Herrero

57 **Tendencias recientes de la inversión directa extranjera mundial**
Isabel Álvarez y Raquel Marín

67 **Informes de los organismos económicos internacionales**
Resumen y comentarios de Ricardo Cortes

77 **Resumen de prensa**

77 **Comentario de actualidad,** *Ramon Boixareu*

81 **La información económica en la prensa internacional**

Sumario

SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

Página 91 **Las soluciones propuestas por los organismos internacionales a la crisis financiera**
Mª. Nieves García Santos

101 ***Boom* inmobiliario y financiero: el final del ciclo**
María Teresa Sánchez Martínez

113 **Panorámica empresarial**
Carlos Humanes

117 **Indicadores financieros**
Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS

ACTUALIDAD SOCIAL

Página 119 **Los idiomas: un reto para los españoles**
Francisco Alvira Martín y José García López

INDICADORES DE COYUNTURA Y PREVISIONES

Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

Página 139 **Panel de previsiones de la economía española**

147 **Previsiones de inflación**

151 **Principales indicadores de la economía española**

152 **Indicadores de convergencia de la economía española con la UE y la UEM**

153 **Indicadores básicos de la economía internacional**

LIBROS

Página 155 "Una interpretación de la crisis financiera. **The Trillion Dollar Meltdown,**
de Charles R. Morris; **Leveraged losses: Lessons from de Mortgage Market Meltdown,**
de David Greenlaw, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, Hyun Song Shin
Gumersindo Ruiz

161 **El economista naturalista**
de Robert Frank
Rafael Pampillón Olmedo

163 **El sector público español. Evolución, situación actual y retos planteados**
de José M. Domínguez Martínez
Francisco Paniagua

PRESENTACIÓN

Muchas preguntas y algunas respuestas sobre la situación económica

En un ambiente general de incertidumbre, en el que los problemas económicos retornan –según el Índice de Sentimiento del Consumidor– al primer plano de las preocupaciones de los ciudadanos españoles, la actividad económica sigue un curso débil y va aflorando, dato tras dato, las negativas tendencias previstas.

Pero ya no es tiempo de semántica ni de lamentaciones. España vive una situación económica difícil y compleja, compartida en parte por otras muchas economías, y ante este hecho claro se agolpan las dudas y preguntas sobre el alcance de la situación y las perspectivas para el futuro inmediato. Desgraciadamente, no todas las inquietudes tienen respuestas claras y terminantes. Pero *Cuadernos de Información Económica* ha transmitido las cuestiones más acuciantes a un conjunto de especialistas de reconocido prestigio. Sus respuestas se recogen en la primera parte –inhabitualmente amplia– de este número.

Se han pedido transmisiones breves y visiones personales, más que artículos académicos muy elaborados, para llegar con mayor facilidad a las preocupaciones del lector. Una lectura pausada de las contestaciones será de indudable utilidad. En lo que sigue se ha tratado de resumir esquemáticamente las quince ideas centrales de estas autorizadas opiniones.

1. La economía española vive un proceso de desaceleración detrás del que hay cuatro distintos impactos: la caída del sector de la construcción, el desplome de la confianza de los consumidores, las alzas de precios de la energía, alimentos y otras materias primas y la crisis financiera internacional.

2. La absorción de la crisis inmobiliaria en España podría realizarse sin grandes problemas si las condiciones internacionales retornarán a una cierta normalidad. Si los choques financieros y energéticos mejorasen notablemente, el horizonte más probable sería de crecimiento bajo pero positivo tanto en 2008 como en 2009. En caso contrario, se acentuarán las tendencias recesivas que se están poniendo de manifiesto en los últimos meses.

3. España necesita reducir la dependencia energética del exterior pero ésta no es el único componente de la estrategia de seguridad del abastecimiento. Es preciso también una diversificación geográfica de los suministros, la minimización de los riesgos políticos, diversificación por combustibles y tecnología, y el uso de la diplomacia.

4. A largo plazo, las nuevas tecnologías incorporarán ganancias significativas de eficiencia. A corto plazo, cabe prever una utilización creciente de motores híbridos; la inducción a una reducción proporcional del transporte por carretera y aumento del ferroviario y la penalización de la contribución a la congestión urbana.

5. Aún cumpliendo los objetivos comunitarios de ahorro y eficiencia energética, utilización de energía renovable y reducción de CO_2, el déficit energético, en el horizonte 2020, no disminuiría en términos absolutos.

6. A corto y medio plazo, el alargamiento de la vida de las centrales nucleares en funcionamiento, tendría un efecto positivo en la reducción del déficit exterior energético.

7. Respecto al otro gran condicionamiento exterior, la crisis financiera, el racionamiento del crédito que está soportando la economía española se debe a los problemas de incertidumbre de los mercados interbancario y de bonos que generaron las crisis de confianza y de liquidez.

La persistencia de las turbulencias en el entorno internacional ha supuesto que las restricciones crediticias, desde comienzo de 2008, se hayan manifestado tanto en tramos crediticios de baja calificación como en las de mejor calidad.

Es previsible que el racionamiento de crédito pueda prolongarse durante 2008 y buena parte de 2009 ajustando su evolución a la corrección de la actividad en el sector inmobiliario.

8. Si el origen de la crisis es la caída del sector de la vivienda ¿cabría esperar que el segmento no residencial tome el relevo en el sector de la construcción?

En el futuro inmediato se asistirá a un cambio de tercio en el sector de la construcción y, efectivamente, el segmento residencial cederá terreno a favor de la obra civil, la construcción no residencial y la rehabilitación, y también se producirá un trasvase desde la construcción de obra libre hacia la vivienda de protección oficial.

9. Parece lógico preguntarse si la caída de la demanda interna que ha protagonizado la actual situación económica, no podría suplirse con un impulso de la demanda exterior. El patrón clásico de salida de las fases recesivas ha sido en España la demanda externa. Ello significa, entre otras cosas, que la recuperación tendría que esperar, si continúa la línea tradicional, a que las condiciones en la escena internacional den una oportunidad a la exportación.

10. El problema de fondo es si la exportación está preparada para tomar el relevo. La trayectoria de los últimos años no es muy alentadora.

La competencia de los países emergentes, la apreciación del tipo de cambio real y los elevados costes de producción no proyectan buenas perspectivas, aunque el fallo de la demanda interna hará que muchas empresas se vuelquen sobre el exterior.

11. En todo caso, lo que parece claro es que el nivel y persistencia del actual desequilibrio exterior es elevado, tanto en términos históricos como comparativos con los países de nuestro entorno.

Un dato preocupante es que a pesar del cambio en la coyuntura nacional, ni los expertos ni los organismos internacionales prevén una corrección del desequilibrio exterior.

12. Pese al proceso de convergencia y modernización de la economía española existen debilidades competitivas que influyen negativamente en los intercambios exteriores. Las mejoras encaminadas a reducir el déficit exterior son de medio y largo plazo, pero a corto plazo caber eliminar la inercia nominal que caracteriza los procesos de determinación de precios y salarios, y ajustar la evolución de los márgenes empresariales.

13. ¿Y que pasa con las políticas macroeconómicas convencionales?

La noticia más reciente es la elevación del tipo de interés del BCE. Todo lo que se va conociendo de los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía real es negativo. Lo que logre en el frente de la inflación ¿compensará esta influencia negativa sobre el crecimiento?

Sin valorar la adecuación de la política monetaria a los criterios del BCE y a la defensa de la estabilidad del euro, muchos analistas, con óptica española, valoran cuando menos como inoportuna la reciente subida del tipo de interés y la posible continuidad en esa senda.

14. La política presupuestaria es la única posibilidad de actuación a nivel nacional para compensar las caídas de demanda.

En 2008, el sector público ha seguido un comportamiento básicamente neutral. El saldo presupuestario no está impidiendo –aunque tampoco está estimulando– la recuperación económica.

En principio ese comportamiento es coherente con la interpretación oficial de la situación como de suave desaceleración económica.

Los estabilizadores automáticos están haciendo su papel compensador, incluso con una intensidad reforzada, ya que la reducción de la recaudación impositiva asociada a la caída de la demanda de vivienda está generando una menor contractividad –o una mayor expansividad– sobre la economía, de lo que cabría esperar.

15. Existe margen para una intervención adicional de la actividad presupuestaria en un sentido expansivo. Las autoridades deberían tener un plan de intervención, vía gasto público, que vayan modulando en su aplicación en función de la evolución real de la economía.

Aunque en condiciones normales la situación presupuestaria deseable es de equilibrio o ligero superávit, en situación de decaimiento intenso de la demanda, generar un déficit de 1 – 1,5 % del PIB por parte de las administraciones públicas no debe constituir una opción preocupante.

Los anteriores comentarios deben estimular la lectura de las indicadas notas a cuyos autores *Cuadernos* hace llegar el testimonio de su sincera gratitud.

Temas importantes, para meditar al calor del verano, que comparten este número, con los contenidos y secciones habituales en las que se incluyen otras colaboraciones igualmente interesantes entre la que cabría destacar el análisis de los efectos de la desaceleración mundial sobre las economías emergentes, la descripción de las soluciones propuestas por los organismos económicos internacionales a la crisis financiera y el estudio sociológico sobre el reto que el conocimiento de idiomas extranjeros plantea a los españoles.

La economía española y su inmediato futuro

*Josep Oliver Alonso**

1. Un cuádruple choque difícil de absorber

La economía española afronta, en este verano de 2008, las consecuencias de diversos choques, con distintos impactos sobre la demanda y la oferta, y con diversidad de orígenes, internos y exteriores. Evaluar el final del actual proceso de desaceleración implica ponderar adecuadamente la prelación, la intensidad y la profundidad de los cuatro choques que están operando en la actualidad. Dos de ellos son de naturaleza puramente interna: la caída del sector de la construcción y el desplome de la confianza de los consumidores. Por su parte, las alzas de precios (de la energía, los alimentos y otras primeras materias) y la crisis financiera internacional proceden del exterior, con amplios canales de transmisión, al afectar tanto a las condiciones de la oferta de las empresas como a los mecanismos de financiación de la actividad productiva y de la demanda de los hogares.

La dificultad de separar los efectos de cada uno de esos elementos, su simultaneidad en el tiempo, y el reforzamiento de las tendencias recesivas que implican, hacen especialmente difícil el análisis sosegado de lo que está hoy sucediendo. Por ello, conviene, siquiera sea brevemente, destacar los elementos más característicos de cada uno de esos choques, su situación actual y las perspectivas de futuro, ya que de su correcta absorción depende la salida, más o menos mediata, de nuestra economía de la situación de fuerte caída de la actividad en la que está inmersa.

* UAB.

El punto de partida ha de ser, lógicamente, la crisis de la construcción inmobiliaria. Sobre ella, y en el contexto de lo que aquí interesa, conviene destacar cuatro efectos distintos: el impacto sobre los balances familiares, su efecto sobre el empleo y las perspectivas de renta, la acumulación de estos y sus consecuencias sobre la actividad del sector y, finalmente, el elevado endeudamiento familiar que ha legado el *boom* inmobiliario.

Por lo que se refiere, en primer lugar, a la reducción del efecto riqueza que el frenazo en el crecimiento de los precios y sus primeras caídas implican, debe recordarse la más elevada elasticidad del consumo a la variación de la riqueza inmobiliaria que a la de la riqueza financiera. Estos últimos años, un importante impulso al aumento del gasto familiar ha sido ese efecto riqueza, que ha situado la ratio riqueza neta/renta en valores insólitos en la moderna historia de España, cercanos a diez (la media de los grandes países de la OCDE se sitúa próxima a cinco o seis). Por tanto, un primer canal de transmisión de la crisis inmobiliaria es directamente hacia el consumo. En segundo término, la destrucción de ocupación que está implicando y el retorno, en el empleo agregado, hacia ritmos de avance situados alrededor o por debajo del 1% o, en 2009, probablemente con un crecimiento nulo o incluso negativo, constituye una alteración muy notable de las expectativas de renta de los hogares, acostumbrados en la última década a fuertes aumentos del empleo. Por tanto, la destrucción de empleo en la construcción es relevante tanto por la pérdida de renta que genera como por la brusca alteración de las expectativas de los hogares, a la que nos referimos más abajo.

En tercer lugar, la acumulación de *stocks* de viviendas, que algunas estimaciones sitúan alrededor del millón, implica una pesada losa sobre el futuro de la actividad del

sector. Máxime cuando, tras las alegrías del período 2002-2007, con aumentos en viviendas iniciadas en el entorno de las 600.000 (libres y de protección oficial), la economía española se encamina a un retorno a la media, también, en esta variable. Más de 300.000 viviendas iniciadas serán difíciles de absorber los próximos años, lo que implica que la actividad del sector se mantendrá muy contenida más allá de 2009.

Finalmente, y no por ello menos importante, el volumen de deuda familiar que ha dejado el *boom* inmobiliario, constituye el último de los canales de transmisión que hay que considerar. Y este tiene un carácter mucho más estructural, como algunos datos básicos reflejan, carácter que expresa los excesos cometidos por los hogares, y que el sector público no pudo o no supo frenar, en esta larga etapa expansiva. Por ejemplo, en las dos fases alcistas del ciclo inmobiliario (1985-1992 y 1995-2007) la tasa de ahorro de los hogares experimentó una cierta reducción, más importante en el último período que en el primero. Además, ese menor ahorro se combinó con una mucho más intensa inversión en activos materiales (fundamentalmente inmuebles): del 6,2% en 1985 al 8,0% en 1990 (el máximo de esta etapa), frente al 6,4% (1995) y el 16,4% (2007) en los últimos años. Ese comportamiento en forma de tijera (caída de la tasa de ahorro y aumento de la de inversión) se ha traducido en un hundimiento, insólito en términos históricos, de la capacidad de financiación de las familias españolas. Así, mientras entre 1985 y 1989 esta cayó del 5,4% al 1,8% de la renta disponible, en el último *boom* inmobiliario pasó de un máximo del 7,6% a un valor negativo de -4,4% de la renta disponible. Finalmente, esas alteraciones en el comportamiento financiero de los hogares se han acabado trasladando a un fuerte endeudamiento que, en términos de la ratio deuda familiar/renta disponible, experimentó un muy intenso avance, desde el 86% al 140% entre 1994 y 2007, un crecimiento que poco tiene que ver con el que ha acaecido en el período 1985-1993, años en los que el endeudamiento familiar pasó del 73% al 85% de la renta familiar disponible. De esta forma, los hogares españoles se sitúan en la actualidad con un volumen de endeudamiento sólo equiparable a los de las familias americanas o británicas, y mucho más elevado que el de las alemanas (en el entorno del 110% de su renta), francesas (90%) o italianas (60%). Además, revertir este importante valor a su media (hacia el 80% de la renta) no es posible ni en el medio plazo, ya que la renta tendría que aumentar a tasas muy superiores a los de la deuda. En todo caso, para los próximos 5-10 años, este elevado endeudamiento va a constituir una pesada digestión, con negativas consecuencias sobre el crecimiento de la demanda de los hogares (sea en consumo o en inversión inmobiliaria).

La crisis financiera internacional aparece como un segundo choque que se superpone al proceso de ajuste de la construcción residencial, agrava las condiciones en las que este tiene lugar y acentúa el carácter recesivo que la caída de la actividad inmobiliaria genera. Aunque en este aspecto compartimos los problemas del grueso de las economías avanzadas, hay que destacar que esta crisis está teniendo un *impacto diferencial* sobre la economía española. Diferencial en relación con el resto de economías del área del euro, se entiende. Y ello porque la sequía de los mercados internacionales de crédito ha tenido un impacto mucho más acusado en España que en otras economías con menos apelación al crédito externo. Algunos datos situarán al lector en el carácter, absolutamente extraordinario, de nuestra demanda de recursos al área del euro en estos últimos años. Así, en 1999 cuando el área se constituye, el volumen de crédito del conjunto que absorbía la economía española se situaba no muy alejado de nuestro peso en el total del PIB, en el entorno del 8-9%. A principios de 2008, ese porcentaje se había elevado al 16%. Quiere ello decir que, en esta etapa de expansión, nuestra contribución al aumento del crédito interno al sector privado de la economía del área del euro, se ha situado cerca del 18-20% de promedio, alcanzando un máximo en octubre de 2006, cuando absorbimos el 29% del crecimiento agregado. Lógicamente, el ritmo de avance del crédito interno privado en España se ha situado sistemáticamente por encima del resto del área y sólo ahora, por nuestra desaceleración, comienzan a converger. Por tanto, la sequía en los mercados de crédito se ha trasladado de forma más intensa a las condiciones y las disponibilidades de financiación de la economía española. Esta asimetría entre nuestras necesidades y las del resto del área del euro, explica la aparente paradoja de un Banco Central Europeo que continúa postulando que las condiciones de financiación del sector productivo privado son holgadas, mientras en España el tejido productivo y los hogares experimentan un marcado endurecimiento en el volumen disponible de fondos financieros.

En tercer lugar, la rapidez del ajuste inmobiliario y sus consecuencias, y la dureza de la contracción crediticia se han conjugado para debilitar de forma notable la confianza de los hogares. Medido por el índice elaborado desde 1985 por la Comisión Europea, el sentimiento del consumidor pasó de -11 en julio de 2007 al -19 en diciembre, una cifra que no se contemplaba desde mayo de 1994. Además, en el período enero-junio de 2008 esa caída se aceleró, alcanzado un valor este último mes de -38, sólo comparable al -37 de septiembre de 1992, aunque reflejando un peor registro. No es posible evaluar las consecuencias de una caída tan drástica de la confianza sobre la demanda inmobiliaria y sobre el consumo familiar. Pero la sensación generalizada en el país acerca de la *crisis* de la

economía española, de buen seguro que ha contribuido a debilitar el crecimiento de la demanda interna. Parcialmente, esa caída puede estar reflejando el rápido cambio de expectativas de una muy nutrida generación de españoles, aquellos con menos de 40 años, que no tenía experiencia directa de crisis pasadas. Cerca del 45% de los ocupados hoy en España pertenecen a esa cohorte. Un grupo poblacional que ha crecido al amparo de una espectacular expansión del mercado de trabajo y de unos tipos de interés reales negativos en un largo período de tiempo. Y que, por tanto, había forjado sus expectativas de renta permanente en unas circunstancias excepcionales. En definitiva, sea por esta u otras razones, lo cierto es que el hundimiento de la confianza debe destacarse como uno de los elementos que ha precipitado la caída de la actividad y que condicionará la salida de esa situación.

El alza de los precios de los alimentos, de las primeras materias industriales y, finalmente, de la energía, es el cuarto choque que afronta hoy nuestra economía. En ausencia de todos los demás, la magnitud de las alzas del petróleo sería suficiente para provocar una brusca desaceleración de la actividad, dado el carácter recesivo que la transferencia de renta al exterior genera. Hay que apuntar, desde ese punto de vista, que el aumento de la factura del petróleo implica una transferencia de renta al exterior. Y que esos recursos que se filtran a los países productores de energía tienen, lógicamente, un impacto recesivo, que se agrava si se toman en consideración las pérdidas generadas al elevar los costes de producción empresarial. Adicionalmente, y como todos los choques energéticos o de primeras materias anteriores, el componente inflacionario es evidente. Y ese se ha trasladado ya a los costes laborales, como lo muestra su aumento, en el primer trimestre de 2008, en una cifra ciertamente demasiado elevada, del 5,5%. La pérdida de competitividad que ello implica (en el área del euro esos costes han aumentado en el mismo período un 3,3%) añade nuevos impactos recesivos a los que el choque energético comporta. Finalmente, el endurecimiento de la política monetaria del BCE vinculado al alza de los precios, constituye el último de los canales de transmisión del choque energético sobre el tejido productivo y sobre la demanda interna.

2. Perspectivas para 2008 y 2009: crisis financiera internacional y precios del petróleo

En el contexto descrito, las actuales perspectivas de crecimiento de la economía española, en el entorno del 1,5% para 2008 y del 0,5-1% para 2009, reflejan la estabilización de los mercados financieros internacionales y el retorno de los energéticos a valores más acordes con sus tendencias de medio plazo. Dicho de otra forma, la absorción de la crisis inmobiliaria en España puede efectuarse sin grandes problemas en el mercado de trabajo y en la actividad, siempre que las condiciones internacionales retornen a una cierta normalidad. Por tanto, la futura evolución de los dos choques externos va a ser decisiva para los registros inmediatos de la actividad en España. Desde este punto de vista, ¿qué cabe esperar de los mercados financieros y energéticos para 2008 y 2009? En el ámbito de estos últimos, los previsibles incrementos de la oferta de Arabia Saudí e Irak deberían ser suficientes, en los próximos años, para reconducir el precio del petróleo hacia valores por debajo o cercanos a los 100$ el barril. No obstante, la creciente tensión geopolítica de la zona, muy vinculada a la situación en Irán, podría desembocar en una agudización de la crisis energética, con interrupciones parciales en la oferta y precios muy por encima de los actuales. Este elemento es crítico, ya que de su evolución va a depender la respuesta del Banco Central Europeo a las tensiones inflacionarias y, por tanto, endurecimientos adicionales en la política monetaria.

Por lo que se refiere a la crisis financiera internacional, las noticias procedentes de los EEUU en las últimas semanas apuntan a un nuevo episodio, que podría afectar a la deuda corporativa y a segmentos del mercado hipotecario de mayor calidad, así como otros ámbitos del crédito personal (automóviles, tarjetas de crédito, crédito estudiantil, etc.). En este ámbito, las recientes caídas de precios de la propiedad inmobiliaria en los EEUU, con reducciones promedio en los primeros meses de 2008 en el entorno del 12%, disminuciones superiores al 20% en Los Angeles y Miami y previsiones de nuevas caídas para la segunda parte del año, aparecen como la principal amenaza. Y ahí la crisis energética y la financiera se entrelazan: nuevas alzas de los precios de la energía deprimen la renta de los hogares americanos, impactan sobre su capacidad para atender sus obligaciones financieras y acentúan la caída de precios de la vivienda. Y esa, a su vez, tiene los consabidos efectos negativos sobre los balances bancarios, y sobre los mercados de crédito. Por último, de deteriorarse substancialmente la actividad en los EEUU, quizás la Fed podría verse obligada a nuevas reducciones de los tipos de interés (algo que ahora mismo no se contempla), lo que redundaría en nuevas caídas del dólar, y por tanto, nuevos incrementos de precios de la energía.

En síntesis, el abanico de choques a los que está sujeta la economía española la sitúa en una muy difícil posición. Su rápido deterioro en los últimos meses expresa el impacto simultáneo del hundimiento de la confianza, la crisis inmobiliaria, las restricciones en los mercados internacionales de crédito y la llamarada inflacionaria de

los precios del petróleo y otras primeras materias. Y las dificultades objetivas en la predicción de qué sucederá con algunos de esos elementos introducen una muy elevada dosis de incertidumbre sobre el inmediato futuro de la actividad en España. De mejorar notablemente los choques financiero y energético, el horizonte más probable es de crecimiento bajo, pero positivo, tanto en 2008 como en 2009. No obstante, un agudizamiento de las tensiones procedentes del exterior, bien sea en forma de nueva acentuación de la crisis financiera o de nuevo impulso alcista en los precios energéticos, de buen seguro que acentuará las tendencias recesivas que se están poniendo de manifiesto en España estos últimos meses. Cual será el futuro inmediato del crecimiento del PIB español está, como otras veces en nuestra moderna historia, en manos foráneas.

El relevo del segmento residencial en el sector de la construcción

*Félix Lores y Pablo Alonso**

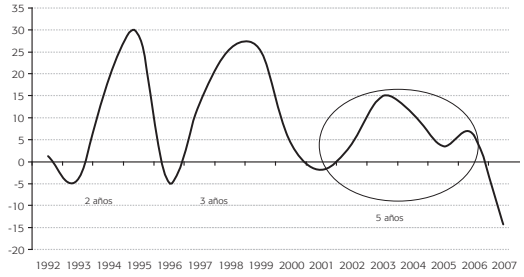
Desde el verano pasado la economía española está viviendo un proceso de ajuste tras un largo periodo de bonanza, algo que ha vuelto a poner de actualidad la teoría de los ciclos económicos. El comportamiento cíclico de la economía puede medirse a través de muchas variables, tasa de empleo, tasa de creación de negocios, medida del déficit público, etc., aunque la más utilizada sigue siendo la producción nacional. Además, la heterogeneidad de los ciclos económicos es manifiesta: ninguno tiene la misma duración ni la misma intensidad y, en la mayoría de los casos, se originan por circunstancias diferentes.

Pero los ciclos no sólo son aplicables al comportamiento global de la economía, sino que también pueden verse reflejados en cada uno de los sectores económicos. En lo referido a la construcción hay que decir que nunca antes había habido un ciclo cuyo periodo de auge hubiera durado tanto tiempo como el comprendido entre 2001 y 2007. A lo largo de él, el segmento residencial de la construcción ha sido el verdadero protagonista del sector. Ni la construcción de grandes infraestructuras ni, incluso, el crecimiento de los servicios, han sido capaces de hacer sombra a la inversión residencial.

Durante este quinquenio de esplendor, uno de los grandes beneficiados ha sido el mercado de trabajo. El sector de la construcción ha sido un gran generador de empleo, de hecho entre 2001 y 2006 los afiliados a la Seguridad Social se incrementaron en un 40%, un crecimiento muy superior al medio del conjunto de la economía (20%). Por otro lado, también hay que tener en cuenta los efectos indirectos e inducidos, ya que son muchas las actividades que han crecido al calor del auge de la construcción: cementeras, empresas del mueble, servicios inmobiliarios, etc.

Gráfico 1

VIVIENDAS INICIADAS (CRECIMIENTO INTERANUAL)



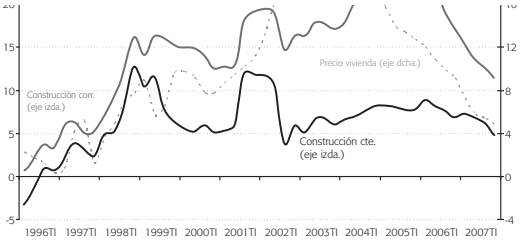
Fuente: MVIV.

2007 se puede definir como un año bisagra entre un largo periodo de auge y otro de ajuste. Este año puede dividirse en dos periodos claramente diferenciados: desde su comienzo hasta el verano, el sector de la construcción evolucionaba según lo previsto, registrando una desaceleración paulatina. Sin embargo, tras el verano, los malos resultados financieros registrados en Estados Unidos se trasladaron con rapidez a Europa afectando con especial intensidad a la economía española en su conjunto, pero sobre todo a este sector. La restricción de liquidez ha sido una de las principales consecuencias de la crisis de las *hipotecas subprime* iniciada en Estados Unidos hace ahora casi un año. Consecuentemente, el sector bancario ha limitado los préstamos tanto a empresas como a particulares, repercutiendo de lleno en la construcción tanto por el lado de la oferta (las empresas cuentan ahora con dificultades a la hora de financiar sus proyectos y sus pasivos)

* Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 2

APORTACIONES DE LA CONSTRUCCIÓN AL CRECIMIENTO ECONÓMICO
(% respecto al crecimiento del VAB) y precio de la vivienda (tasa de crecimiento interanual)



Fuente: INE.

como por el lado de la demanda (la dificultad para acceder a un préstamo hipotecario está dejando fuera de mercado a un mayor número de potenciales demandantes de vivienda). De este modo, el ajuste que venía experimentando el sector de la construcción se vio empañado por una crisis sobrevenida que aceleró este proceso.

La evolución de la construcción entre 2001 y 2006 ha sido espectacular; de hecho en 2005 llegó a ser el sector responsable de una cuarta parte del crecimiento económico del país en términos corrientes, aunque buena parte de esta contribución fue debida al comportamiento de los precios que ascendieron con contundencia durante ese periodo.

El sector de la construcción puede dividirse en cuatro grandes bloques[1]: el segmento residencial, que con un peso del 36% es el de mayor relevancia, el segmento no residencial que representa el 16% (aglutina la construcción de locales comerciales, almacenes, inmuebles industriales, oficinas, etc.), la rehabilitación y el mantenimiento que supone el 24% y la obra civil con otro 24% (que engloba la construcción de aeropuertos, carreteras, líneas ferroviarias, embalses, etc.).

Hasta 2006 el motor del crecimiento del sector de la construcción ha recaído en su segmento residencial, cuya inversión ha registrado las mayores tasas de crecimiento interanual. Sin embargo, desde 2007, año en el que se inicia el cambio de ciclo, la inversión en construcción comenzó a desacelerarse, sobre todo por la pérdida de fuelle de la inversión en vivienda. Una desaceleración que parece que se va a intensificar en este año y en el próximo tal y como auguran las previsiones. Sin embargo, la inversión referida a otra construcción diferente a vivienda mantendrá una tasa de crecimiento interanual positiva en este y en el próximo año, aunque sin ser ajena a la desaceleración que experimenta la economía española.

Por ello es de sumo interés dilucidar en qué medida otros sectores y actividades de la economía serán capaces de tomar el testigo dejado por la construcción.

Este sector se caracteriza por ser muy intensivo en mano de obra y la pérdida de actividad viene acompañada de un proceso de destrucción de empleo. Su mano de obra es de escasa cualificación, una característica que hará más difícil que otros sectores como el industrial, menos

Cuadro 1

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN
(Tasa de crecimiento interanual)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FBCF	2,6	5,0	11,3	10,4	6,6	4,8	3,4	5,9	5,1	6,9	6,8	5,9	**0,6**	**-2,5**
Bienes de equipo	10,0	11,0	17,6	10,9	7,1	-0,3	-2,8	4,1	5,1	9,2	10,4	11,6	**2,9**	**0,4**
Construcción	**-2,0**	**2,1**	**7,8**	**9,6**	**6,0**	**7,6**	**6,3**	**6,2**	**5,4**	**6,1**	**6,0**	**4,1**	**-1,4**	**-4,1**
Vivienda	12,4	2,3	10,9	11,4	10,4	7,5	7,0	9,3	5,9	5,9	6,4	3,1	**-5,8**	**-11,0**
Otra construcción	-9,8	2,0	5,7	8,3	2,5	7,7	5,7	3,5	5,0	6,3	5,5	5,1	**3,4**	**1,9**

Fuente: Elaboración propia.

[1] Ver Estudio Planner Asprima 2008, capítulo 5.

intensivos en trabajo y con perfiles de formación y cualificación más específicos, u otras actividades dentro de los servicios, que actualmente muestran un menor dinamismo en la creación de empleo, puedan absorber a los trabajadores expulsados de la construcción. Por ello parece sensato pensar que uno de los candidatos a liderar el relevo sea el propio sector, pero en los segmentos de obra civil, construcción no residencial y de vivienda protegida y rehabilitación. Además, desde el punto de vista del empleo la recolocación de los trabajadores en estos segmentos del sector será mucho más sencilla.

Pero, ¿en qué medida los segmentos no residenciales de la construcción tienen capacidad para neutralizar la pérdida de actividad residencial? Son muchas las actividades ligadas a las construcciones no residenciales y además presentan un importante crecimiento potencial para los próximos años: el desarrollo del Plan Estratégico de Infraestructuras, la potenciación de la construcción de vivienda pública, la rehabilitación como eje principal de las políticas de vivienda, y la renovación y nueva construcción de parques empresariales son algunos de los proyectos que aseguran la actividad futura de la construcción no residencial, aunque no hay que olvidar que la situación actual de la economía española también pasará factura a los segmentos ajenos al residencial, sobre todo a aquellos que sean de iniciativa privada. Sin, embargo, lo que sí que parece claro es que la reactivación del sector se producirá en el medio plazo por las actividades arriba mencionadas.

Una de las principales es la construcción de infraestructuras y de obra civil. En los últimos años, la inversión de España en la construcción de infraestructuras ha sido muy elevada, sin embargo, quedan todavía grandes proyectos por desarrollar y otros muchos que irán surgiendo debido al gran dinamismo económico y social, y a las nuevas tendencias y requerimientos.

El Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte (PEIT) así lo pone de manifiesto. Se prevé la construcción de más de 6.000 kilómetros de autovías y casi 10.000 kilómetros de altas prestaciones ferroviarias, mejorándose así la comunicación y fortaleciendo también la jerarquía funcional de otros grandes centros y áreas urbanas más allá de Madrid, Barcelona, Valencia y Sevilla. Todo ello gracias a estas nuevas comunicaciones terrestres que complementan la red radio-céntrica con nuevos corredores transversales favorecedores de la integración y cohesión territorial, algo que incrementa la capacidad de atracción de actividades económicas y, por tanto, la construcción residencial y no residencial.

La construcción de líneas ferroviarias de altas prestaciones es una de las obras civiles más ambiciosas para el futuro ya que trata de conectar por esta vía de comunicación a todas las provincias, multiplicando por 6,5 los 1.550 kilómetros actuales. Sin duda, este proyecto traerá consigo un elevado número de externalidades que favorecerán al sector de la construcción. Por un lado, será necesaria la construcción de nuevas estaciones y renovación de las existentes para dar servicio a los ciudadanos. Además, no hay que olvidar el dinamismo que inyecta en la economía la implantación de una conexión ferroviaria de alta prestación[2] y la repercusión que ello tiene en el sector de la construcción debido a la mayor demanda de infraestructuras que mejoren las conexion es de la ciudad, de nuevos centros de transporte[3] donde coincidan diferentes medios de locomoción, de viviendas para responder al incremento demográfico que suele ir asociado a estos procesos y de otros inmuebles no residenciales para satisfacer la demanda de nuevos servicios.

En el siguiente mapa puede apreciarse cómo quedará la nueva malla de alta velocidad en España que propiciará el desarrollo económico (creación y atracción de nuevas actividades económicas, mejora de la competitividad empresarial y de la calidad de vida de los ciudadanos, incremento de la actividad turística, etc.) y, por tanto, la demanda de nuevas infraestructura y construcciones.

Otra de las grandes infraestructuras con proyección de futuro hace referencia a la red de carreteras. De hecho el PEIT pretende que el 94% de la población se encuentre a menos de 30 kilómetros de una autovía o autopista y todas las capitales conectadas por una vía de alta ocupación. En este caso, los nuevos ejes de altas prestaciones por carretera incidirán de forma especial en los núcleos de menor rango jerárquico, que hasta el momento carecían de este tipo de infraestructuras, lo que implica un salto cualitativo en su capacidad de estructuración *nodal* de las comunicaciones una mayor capilaridad y accesibilidad de su entorno, lo que, de nuevo, propicia el desarrollo económico de las ciudades y, por tanto, la demanda de productos inmobiliarios para la ejecución de nuevas actividades.

[2] Existen varias referencias a este efecto. Destacados son los casos de Ciudad Real y Valladolid, dos ciudades donde la conexión con Madrid a través de AVE ha favorecido a su economía y, como no, al sector de la construcción que ha tenido que dar respuesta a una mayor demanda de viviendas e infraestructuras adicionales, parques empresariales, hoteles, centros de ocio, etc.

[3] Por ejemplo, la llegada de la Alta Velocidad a Valladolid ha supuesto un cambio en la ciudad no sólo en infraestructuras sino también urbanístico. El proyecto de soterramiento de la estación de ferrocarril (llevado a cabo por Richard Rogers) liberará 66 hectáreas de suelo en el centro de la ciudad que albergarán nuevas áreas residenciales, espacios comerciales, etc. Hay que decir que serán muchas las ciudades que experimentarán actuaciones urbanísticas similares en los próximos años.

Gráfico 3

RED FERROVIARIA DE ALTAS PRESTACIONES DEL PEIT: HORIZONTE 2020

Fuente: Elaboración propia.

Así pues, desde el punto de vista de las infraestructuras de transporte, el mero desarrollo del PEIT, con horizonte 2020, supondrá un gran revulsivo al sector de la construcción, principalmente de la no residencial, aunque como se ha señalado, los efectos también se extenderán hacia el segmento residencial.

Las nuevas infraestructuras favorecerán la creación de áreas de generación urbana. Pero no sólo eso, sino que también serán un revulsivo para el desarrollo de la industria logística y de nuevos parques empresariales en torno a los núcleos de comunicación intermodal. Por este lado, al segmento no residencial de la construcción le queda mucho que avanzar, sobre todo si se tiene en cuenta que los antiguos polígonos industriales necesitan de una profunda modernización, mientras otros cambiarán de ubicación buscando mejores accesos y mayores posibilidades de comunicación. Además, desde un punto de vista empresarial, es cada vez más común la creación de grandes parques empresariales por parte de las grandes sociedades, que llegan a convertirse en verdaderas mini ciudades. En definitiva, una verdadera oportunidad para el segmento no residencial del sector de la construcción.

Otra de las actividades a las que se le augura una buena proyección en el futuro es la rehabilitación, tanto la referida a las viviendas como al entorno urbano de las ciudades. En este sentido, habrá que prestar especial atención a la rehabilitación de los centros históricos de las ciudades, a los barrios creados entre los años 1950 y 1970 al calor del éxodo rural de la época, y la rehabilitación y reconversión de algunos de los núcleos turísticos, que por su antigüedad y por el cambio de tendencias están cayendo en la obsolescencia.

En la actualidad, la rehabilitación se ha convertido en uno de los pilares en los que se fundamenta la política de vivienda. Aunque el parque inmobiliario de la mayoría de las ciudades españolas se encuentra en buen estado (tal y como indicaba el Censo 2001), la antigüedad de los inmuebles comienza a hacer necesario llevar a cabo procesos de rehabilitación, tanto de viviendas como de barrios con el objeto de lograr una mayor adaptación a las nuevos requerimientos sociales. Además, el fenómeno de dispersión (conocido con el anglicismo "*sprawl*") iniciado en las grandes ciudades en la década de los ochenta ha perdido intensidad y los hogares vuelven a preferir establecer su residencia en los centros urbanos o sus inmediaciones, lo que incrementa la necesidad de conseguir un entorno urbano más habitable. Por ello, junto con los procesos de rehabilitación se hace necesaria una mejora de las infraestructuras en las ciudades y un mayor aprovechamiento de los espacios urbanos que llevan asociados grandes remodelaciones urbanas[4]. Todo ello, teniendo en cuenta los nuevos requerimientos medioambientales (por ejemplo, un nuevo Código de la Edificación, utilización de materiales menos contaminantes, reciclaje, etc.) que permitan hacer de las ciudades territorios más sostenibles.

Pero los poderes públicos no sólo tienen en sus manos las decisiones relativas a la obra civil. La política de vivienda, de repercusiones económicas y sociales, también depende directamente de los gobiernos, siendo la vivienda protegida uno de los principales instrumentos para la ejecución de esta política. En una coyuntura como la actual, en la que el acceso a una vivienda en el mercado libre supone un esfuerzo que muchas familias[5] no pueden permitirse, la construcción de vivienda protegida es fundamental para facilitar el acceso a aquellos que quedan excluidos del mercado libre. Una vieja tesis señala que la construcción de vivienda protegida tiene un marcado carácter anticíclico de manera que su potenciación respondería a dos efectos. Por un lado, favorecería el acceso a la vivienda y, por otro, serviría para tratar de mantener la actividad del sector de la construcción.

La actual situación de la economía y, en concreto del sector de la construcción invita a potenciar la construcción

[4] El soterramiento de Calle 30 en Madrid es un claro ejemplo de este fenómeno.

[5] Los datos del Banco de España señalan que en 2007 una familia media debía destinar al pago de una vivienda el 46% de la renta disponible del hogar, diez puntos más que en 2005.

de viviendas protegidas. Tal y como marcan las directrices de política de vivienda del Ministerio de Vivienda y de las comunidades autónomas, en los próximos años se prevé incrementar el peso de la vivienda protegida. Además, la nueva Ley de Suelo 8/2007, aprobada hace poco más de un año, tiene entre sus objetivos lograr una mayor producción de viviendas protegidas por medio de un incremento de las cuotas de suelo reservadas, ya que la Ley fija una reserva obligatoria del 30% de la edificabilidad residencial que se destinará a la construcción de vivienda protegida. Medidas que servirán para potenciar la actividad del maltrecho segmento residencial en los próximos años.

Por tanto, en el futuro inmediato asistiremos a un cambio de tercio en el sector de la construcción. El segmento residencial, inmerso en un proceso de ajuste, cederá terreno a la obra civil, construcción no residencial y rehabilitación aunque, a buen seguro, también se experimentará un trasvase de activos de la construcción de obra libre a la de vivienda protegida, sobre todo en el periodo de transición hasta que se retome a la velocidad de crucero, estimada en la construcción de unas 350.000-400.000 viviendas anuales, cifra nada desdeñable y acorde con el crecimiento demográfico esperado para los próximos años. Además, no hay que olvidar los efectos que este reequilibrio de los diferentes segmentos de la construcción tendrían sobre el sector, y sobre la economía en general, y es que un mayor peso de construcción no residencial y obra civil incrementa la productividad del sector y, a su vez, favorecerá el crecimiento de otros sectores mucho más productivos, como es la investigación y la construcción de maquinarias, más necesarias en estos segmentos que en el residencial.

Si la demanda interna cae, ¿podemos impulsarla mediante las exportaciones?

*Ángel Laborda**

La economía española ha mantenido desde mediados de los noventa hasta 2007 uno de los periodos más prósperos de la historia económica contemporánea. La llamada crisis de las .com de comienzos de la década actual, que sumió en recesión o estancamiento a muchos países desarrollados, apenas se plasmó en España en una desaceleración del crecimiento, que ni siquiera produjo pérdida de empleo. Superada dicha crisis, en los cinco años transcurridos entre 2002 y 2007 el crecimiento del PIB alcanzó un 3,5% en media anual, un punto y medio porcentual por encima de los países de la eurozona, y se crearon 2,5 millones de puestos de trabajo, a un ritmo de aumento anual del 2,9%. La tasa de paro bajó del 11% en 2002 al 8,3% en 2007. Todo ello permitió que la renta *per cápita* española sobrepasara en un 7% la media de la UE-27, cuando en 2002 se situaba en torno a dicha media.

Pero, junto a estos importantes logros, el patrón de crecimiento de estos años ha generado excesos y desequilibrios graves que, tarde o temprano, iban a requerir su corrección, con el consiguiente freno del crecimiento. El más evidente de tales excesos es la sobreinversión en viviendas, que alcanzó un 9,3% del PIB en 2007, tres puntos porcentuales más que a comienzos de esta década y uno de los niveles más elevados entre los países avanzados, siendo ello acompañado por una escalada de los precios hasta niveles notablemente superiores a los de equilibrio.

Otra consecuencia negativa ha sido la generación de un déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente histórico e impensable años atrás, que alcanzó el 10% del PIB en 2007, seis puntos porcentuales más que en 2002. Las familias, tradicionalmente excedentarias, pasaron a registrar ahorro financiero neto negativo a partir de 2004 y las empresas casi lo triplicaron entre 2002 y 2007. La financiación de estos déficit, más la de las operaciones financieras derivada de la expansión internacional de las empresas españolas, catapultó los niveles de endeudamiento de las familias y empresas no financieras hasta el 83,6% y 130,7% del PIB, respectivamente, en 2007, 37 y 55 puntos por encima del comienzo de la década e igualmente entre los más elevados de los países avanzados.

Por último, entre las consecuencias negativas, cabe señalar que el patrón de crecimiento de estos años, al basarse en un fuerte avance de la demanda interna, ha sido inflacionista. El diferencial de precios y costes con la eurozona se ha mantenido persistentemente en más de un punto porcentual por año, sin que ello haya sido compensado por un mayor avance de la productividad, lo que, unido a la apreciación del euro, ha originado una apreciación del tipo de cambio real de la economía española, es decir, una importante pérdida de competitividad-precio. Tomando como referencia a Alemania, los costes laborales unitarios en la industria han aumentado un 24% más en España desde el inicio de la UEM, siendo la causa principal de ello la caída de la productividad relativa.

La raíz de este patrón de crecimiento tan desequilibrado se encuentra fundamentalmente en las condiciones monetarias en que se ha desenvuelto la economía española desde 2002, seguramente adecuadas para la coyuntura de la eurozona en su conjunto pero excesivamente relajadas para la economía española, que no han sabido compensarse con una política fiscal de corte más restrictivo (la mejora del saldo presupuestario público en estos años, hasta generar un superávit del 2,2% del PIB en 2007, ha sido fruto del efecto cíclico sobre los ingresos y gastos pú-

* Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

blicos) y, sobre todo, con reformas para flexibilizar los mercados y aumentar la competencia. Al comienzo de esta década, la posición financiera de las familias y empresas era desahogada y solvente, y la bajada de los tipos de interés del BCE desde el 4,75% al 2% entre mediados de 2001 y mediados de 2003 y su mantenimiento en este último nivel (negativo en términos reales) hasta finales de 2005 desataron una explosión de demanda de consumo y viviendas, a la que se unió posteriormente la inversión en equipo de las empresas. La inmigración, por el lado de la oferta, al proporcionar mano de obra abundante, barata y flexible, a la vez que un aumento de la base de consumidores, hizo el resto.

Bajo los condicionantes anteriores, se entiende que la fortaleza del consumo privado y de la demanda de viviendas fuera aminorándose ya desde 2006, bajo los efectos del elevado endeudamiento y de la subida de los tipos de interés por el BCE a finales de 2005, si bien ello no se tradujo en un primer momento en una reducción del crecimiento del PIB por la pujanza del gasto público y de la inversión productiva empresarial, y por una mejora de la aportación, muy negativa, de la demanda externa neta al desacelerarse las importaciones. El cambio de tendencia del PIB se produjo en el segundo trimestre de 2007. En principio, como suele ocurrir en las fases iniciales descendentes del ciclo, se trató de una suave desaceleración, que se presumía el prólogo de un aterrizaje suave, pues, aunque los desequilibrios eran elevados, la estabilidad monetaria y financiera proporcionada por el euro y la bonanza del contexto internacional permitían una corrección progresiva de los mismos.

Ello fue así hasta que a la altura del pasado verano se desataron dos graves perturbaciones en la escena internacional: la crisis financiera y el brote inflacionista de los alimentos y materias primas, con el petróleo a la cabeza. La primera produjo un endurecimiento en la accesibilidad al crédito y un aumento de las primas de riesgo de los tipos de interés al sector privado, que aún perdura. La segunda, un fuerte aumento de la inflación, con la consiguiente pérdida de renta real para todos los agentes económicos. Todo ello, más el aumento del paro que empezó a producirse en el otoño, provocaron una brusca caída del clima de confianza y de las expectativas.

Como consecuencia, el crecimiento del PIB se redujo al 0,3% trimestral (la tercera parte de su ritmo tendencial de largo plazo) al comienzo del año en curso, al debilitarse profundamente el consumo y la inversión en viviendas. La demanda externa neta continuó mejorando ligeramente, lo que no fue óbice para que siguiera aumentando el déficit por cuenta corriente, pues los precios de las importaciones se aceleraron, así como los pagos por rentas de inversión y transferencias. El empleo disminuyó un 0,1% en el primer trimestre y la tasa de paro desestacionalizada aumentó al 9,3%. La información disponible para el segundo trimestre muestra un deterioro profundo de los indicadores de demanda, producción y empleo, hasta el punto que el crecimiento trimestral del PIB ha podido ser nulo o ligeramente negativo.

No hay signos ni factores en la coyuntura doméstica o internacional que indiquen que el fuerte ajuste que está sufriendo la economía española, superior al resto de la eurozona, vaya a detenerse en la segunda mitad del año. Incluso, si la crisis financiera no se normaliza en un plazo razonable y no se detiene la escalada alcista de los precios del petróleo y resto de materias primas, dicho ajuste se extenderá a 2009 y 2010. Como consecuencia, el crecimiento medio anual del PIB podría reducirse del 3,8% en 2007 a poco más del 1% en 2008 y ser prácticamente nulo en 2009.

Uno de los aspectos clave de las previsiones en la actual coyuntura, que en definitiva corresponde a una fase cíclica recesiva en la que deberían corregirse los excesos y desequilibrios que han hecho insostenible la continuidad de la fase de expansión, es analizar el recorrido y el alcance de tales correcciones, pues de ello dependerá la posición financiera de los agentes económicos, que, a su vez, determinará las posibilidades de expansión de su gasto en consumo o inversión en los siguientes años. Pues bien, dentro de la gran incertidumbre que rodea cualquier ejercicio de previsión en estos momentos a más de dos o tres trimestres vista, dado que muchas de las variables en juego son exógenas a la economía española, llama la atención que tras dos años de bajo crecimiento –incluso negativo para la demanda interna en 2009– la mayoría de los desequilibrios no se corrigen.

Por lo que respecta a los desequilibrios financieros, la necesidad de financiación frente al resto del mundo continúa creciendo, pudiendo alcanzar un 12,5% del PIB en 2009 (9,5% en 2007). En las previsiones manejadas en FUNCAS, se produce una corrección del saldo de bienes y servicios en términos reales, que permite que la aportación de la demanda externa neta pase a ser positiva, pero ello más que se contrarresta por la subida de los precios de las importaciones y de las cargas financieras, que aportan aumentos del déficit de 3 y 0,8 puntos porcentuales del PIB respecto a 2007 (los precios de las importaciones están calculados con una cotización del petróleo de 150 dólares el barril en 2009). Mejora el saldo de los hogares en unos dos puntos, pero el de las empresas no financieras empeora en la misma cantidad y el del sector público, en cuatro. La consecuencia de ello es que, bajo el supuesto de que no varíen los activos financieros, la deuda

de las empresas continúa aumentando hasta más del 140% del PIB y la de las familias se reduce en menos de dos puntos porcentuales.

En definitiva, no es sólo que los abultados desequilibrios hayan precipitado el final del ciclo, sino que, tras dos años de ajuste (2008 y 2009), dichos desequilibrios permanecen o se amplían, lo que supone un pesado lastre para el despegue del gasto en consumo e inversión de los agentes económicos más allá de 2009. Las cargas financieras del elevado endeudamiento, en un contexto de bajo crecimiento de las rentas y de tipos de interés más altos que en el pasado, mermarán notablemente la capacidad económica de los hogares y empresas. Por ello, y al contrario de lo que ocurrió tras la crisis de las .com, es muy difícil pensar que la demanda interna pueda liderar una recuperación rápida y suficientemente fuerte. Como ha sido el patrón clásico de salida de las fases recesivas en España, debería ser la demanda externa la que hiciera de motor de arranque de la recuperación. Ello significa, entre otras consideraciones, que esta recuperación debería esperar a que se den las condiciones en la escena internacional para que el sector exportador tenga su oportunidad.

Pero, ¿está el sector exportador preparado para tomar el relevo? Aquí también surgen grandes incertidumbres. Para empezar, el comportamiento de las exportaciones españolas en los últimos años no es muy alentador. Por lo que respecta a las de mercancías, que supusieron el 17,5% del PIB en 2007, su crecimiento real medio anual entre 2002 y 2007 se ha situado en el 4,1%, frente a un 7% que han crecido los mercados exteriores españoles, según los cálculos de la Comisión Europea (Perspectivas Económicas, primavera de 2008). Comparativamente con las de la eurozona, las españolas han crecido 1,5 puntos porcentuales menos por año, han mejorado los resultados de las francesas o italianas, pero se han quedado bastante por debajo de las alemanas. En definitiva, España está perdiendo cuota de mercado. Las causas fundamentales serían dos: por un lado, la competencia de los países emergentes de Europa del Este y de Asia, que afecta sobre todo a líneas de productos intensivos en mano de obra, de baja tecnología y de bajo valor añadido, algo que también sufre el resto de la eurozona; por otro lado, la pérdida de competitividad derivada de la apreciación del tipo de cambio real comentada anteriormente. Según los datos disponibles, esta pérdida de competitividad no afecta por igual a las empresas exportadoras que al conjunto de la economía o del sector industrial, ya que las primeras, al tener que competir en los mercados globales, mejoran relativamente su eficiencia, su productividad, la diferenciación de sus productos, la calidad y otros aspectos de la competitividad. Pero, sin duda, un contexto macroeconómico y laboral que provoca una apreciación del tipo de cambio real no les favorece. En todo caso, el avance en penetración de nuevos mercados de las empresas exportadoras más dinámicas o en la ampliación de la base de empresas exportadoras, que ponen de manifiesto los datos, se ve perjudicado por el retroceso de las empresas productoras de manufacturas sometidas a la competencia de los países emergentes o especialmente sensibles a la pérdida de competitividad-precio.

Por lo que respecta a la exportación de servicios, el comportamiento de los no turísticos está siendo en los últimos años mucho mejor que el de los bienes. Su crecimiento real medio anual entre 2002 y 2007 ha alcanzado casi un 8%, situándose en cabeza de los países de la eurozona. Aquí sí parece haber un potencial exportador, que por otra parte es de alto valor añadido. Pero hay que tener en cuenta que sólo suponen el 18% del total de las exportaciones y el 4,6% del PIB y que también se ven afectados negativamente por el deterioro de los costes laborales unitarios relativos.

En cuanto a los servicios turísticos, su crecimiento real medio anual entre 2002 y 2007 sólo ha sido del 0,7%, habiendo quedado ya en 2007 por debajo de los no turísticos en cuanto a peso en las exportaciones totales. Este crecimiento queda bastante por debajo del total mundial. La saturación del turismo de sol y playa, el abaratamiento de los costes del transporte internacional y la pérdida de competitividad-precio están detrás de la pérdida de cuota internacional.

Las tendencias y los factores explicativos de la exportación total española en los últimos años no permiten pensar que la misma pueda ser, en primer lugar, un sustitutivo de la demanda interna durante la fase de ajuste, si bien cabe pensar que muchas empresas se volcarán más en los mercados exteriores al fallar el mercado doméstico. En segundo lugar, también parece difícil que se constituyan en un motor de arranque de la recuperación con suficiente potencial. Hay que tener en cuenta, además de lo señalado, que los mercados europeos, fundamentalmente los europeos, que son los principales, van a debilitarse notablemente a lo largo de este año y durante el próximo, y que las exportaciones incorporan un alto contenido de importaciones, dado que el grueso de las mismas constituye comercio intra-industrial con los países más cercanos.

Para que la demanda externa neta se constituyera a corto plazo como la locomotora de la recuperación y al mismo tiempo se redujeran suficientemente el déficit frente al exterior y los niveles de endeudamiento de la economía española, haría falta, como en el pasado, devaluar el tipo de cambio, algo que ya no puede hacerse al estar España integrada en la UEM. Esta restricción debe estar siempre presente en la mente de los agentes económi-

cos, desde el Gobierno hasta los sindicatos y las empresas, y debe llevar a introducir reformas en los mercados de trabajo y de bienes y servicios tendentes a reducir los costes de producción de todo tipo y a aumentar la productividad, todo ello con vistas a fortalecer el potencial de crecimiento, y concretamente el sector exportador de bienes y servicios. La reducción del Impuesto de Sociedades podría atraer empresas extranjeras con vocación exportadora. La política comercial exterior y de internacionalización de la empresa española, combinada y coordinada con las distintas políticas sectoriales, debería reforzarse y dotarse de más medios con el objetivo de ampliar la base de empresas exportadoras y de aumentar el número de las mismas que exportan regularmente, que actualmente está en un bajo 40%. Atención especial merece la política turística y la adaptación del sector a los cambios en la demanda de nuevos tipos de turismo. El objetivo es lograr que la economía española deje de generar déficit exterior en cuanto crece más del 2,5%, ya que este desequilibrio y el endeudamiento que lleva aparejado han podido ampliarse a niveles históricos en los primeros años de pertenencia a la UEM, pero difícilmente lo serán en el futuro sin causar restricciones al crecimiento.

Una última consideración. Todas las medidas y líneas de política señaladas, tendentes a aumentar la capacidad exportadora, se encuadran en el mismo objetivo general de cambiar el patrón de crecimiento de la economía española. Ahora bien, los resultados de estas políticas sólo se dejarán ver en el medio y largo plazo, por lo que difícilmente puede esperarse de ellas que eviten y compensen el necesario ajuste a corto plazo de la demanda interna. Sólo cuando se lleve a cabo este ajuste estará la economía española en condiciones de iniciar la recuperación.

¿Tiene margen de actuación la política presupuestaria?

*Victorio Valle**

1. El punto de partida de esta nota es la convicción, revalidada por los hechos sobre los que existe información hasta este momento, de que la economía española continua instalada en una fase de contracción del ciclo, con los clásicos síntomas de reducción del ritmo de crecimiento efectivo por debajo de su potencial y elevación sustancial de la tasa de paro, con origen en una importante ralentización del crecimiento de la demanda agregada, especialmente la de viviendas, cuya reducción alcanza ya tasas muy preocupantes. Pero un nuevo factor se ha venido a sumar a este panorama tópico de la contracción de demanda: la elevación rápida de los precios, lo que denota la existencia de factores de oferta, como los altos costes laborales y la elevación de los precios del crudo en un contexto de apreciación del euro, que sitúan a la economía española en una línea de estanflación, cuya solución no es sencilla.

2. A largo plazo se insiste en la conveniencia de actuar sobre los factores que determinan la evolución de la productividad global. Un crecimiento más intenso de la productividad es bueno, no sólo porque orienta el crecimiento económico en una línea más sana, elevando el potencial productivo, sino además porque los crecimientos de productividad permiten una evolución más positiva de los costes laborales –al margen de reformas necesarias en el mercado de trabajo– sin acentuar las tensiones inflacionistas.

3. Todas las líneas de actuación convenientes para enderezar el curso de la actividad económica: las mencionadas de la productividad y de la reforma laboral; la diversificación de las fuentes de energía para reducir el coste de este componente; la reorientación de la política de inmigración y otras varias, reclaman tiempo lo que, en primer lugar, señala la necesidad de abordarlas con prontitud pero, en segundo término, determina que una recuperación duradera puede tardar en llegar. Aunque el contexto internacional mejore, nuestras relaciones económicas con el exterior, por la baja competitividad de nuestras exportaciones, no van a tener presumiblemente la fortaleza necesaria para tirar con fuerza de la demanda e impulsar la actividad económica recomponiendo el actual panorama crítico.

4. Sin embargo, lo cierto es que aún aceptando una, no siempre habitual, diligencia en las medidas a medio y largo plazo, muchos se preguntan si no se puede hacer nada en el corto plazo para reducir esa sangría de la demanda interna, que ha supuesto la recesión de la construcción de viviendas y la ralentización del consumo familiar, y del resto de los componentes de la demanda agregada.

5. Planteadas así las cosas, es bastante claro que estando fuera de la acción del gobierno las políticas monetarias y cambiarias que corresponden a los órganos competentes de la Unión Monetaria Europea, la única vía de contrarrestar los *shocks* asimétricos con políticas nacionales se sitúa en el ámbito de la política presupuestaria como una opción que, aún con limitaciones, está en manos del gobierno de cada país. Es claro, que la especial intensidad de la crisis inmobiliaria en España y la excepcional dependencia energética del exterior, sitúan a nuestro país en una posición especialmente vulnerable, aun en un marco internacional generalizado de debilidad económica. Parece pues, que no es descabellado el uso de la política presupuestaria con finalidad de estímulo controlado de la demanda agregada, tanto más después de la decisión del Banco Central Europeo de elevar el tipo de

* Director General de FUNCAS.

interés, lo que contribuirá a un nuevo debilitamiento de la demanda interna.

6. Conviene recordar algunas exigencias y limitaciones de esa posible acción presupuestaria.

– En condiciones normales, el objetivo debe ser de equilibrio presupuestario o incluso superávit anual.

– En situación de atonía económica, el desequilibrio máximo aceptable sería un déficit del 3% del PIB en caso extremo y una tasa de endeudamiento que no debe sobrepasar el 60% del PIB.

– España partía a finales de 2007 de una situación de superávit presupuestario elevado en torno a 1,57% del PIB (1,27% del Estado, 1,25% de la Seguridad Social y -0,14% de las administraciones territoriales) y tiene, por tanto un amplio recorrido potencialmente utilizable con finalidad compensadora.

7. Esta nota está destinada a explorar las posibilidades de la política presupuestaria en su sentido tradicional de política de demanda. No hace mucho tiempo el Vicepresidente Económico del Gobierno afirmaba que las medidas de estímulos fiscales adoptadas –especialmente la deducción de 400 € en la cuota del IRPF– agotaban las posibilidades efectivas de utilización del presupuesto para contribuir al estimulo de la actividad económica en el corto plazo.

Seguramente, esa actitud tiene tras de sí la convicción de que la actual situación no reclama una política presupuestaria activa que pudiera conducir a un déficit público para el conjunto de las administraciones públicas. Como, también se ha afirmado, basta con dejar actuar a los estabilizadores automáticos como política central, acompañada de algún gesto, como el mencionado, a modo de pequeño estímulo adicional. El coste fiscal de la reducción de los 400 euros en el IRPF se ha estimado en 6.000 millones de €, lo que viene a suponer algo más de media centésima del PIB. Demasiado coste fiscal para tan baja efectividad.

8. En coherencia con esa convicción, la actuación presupuestaria pública en 2008 está siendo prácticamente neutral respecto a la coyuntura, aunque es presumible que sus efectos estimulantes se concentren en la segunda parte del año con una actuación de signo contractivo del primer trimestre del año en el que la economía iba creciendo aún a tasas muy elevadas, aunque declinantes.

En los datos que a continuación ofrezco al lector, utilizaré las previsiones de FUNCAS en mayo: en concreto, crecimiento del PIB para 2008, 1,6% y saldo estimado de las administraciones públicas, 0,36% del PIB. Muchos tenemos la convicción de que los datos de Contabilidad Nacional del segundo trimestre llevarán a previsiones más bajas, pero hasta que tales datos se conozcan continuaré usando la previsión de mayo.

El cuadro 1 ofrece la información básica para una primera valoración del comportamiento presupuestario global en 2008.

Cuadro 1

COMPONENTE CÍCLICO Y DISCRECIONAL DEL SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB)

	2006	2007	2008
Saldo efectivo	**1,79**	**2,21**	**0,36**
Componente cíclico	1,01	1,65	1,01
Componente discrecional	0,28	0,56	-0,65

Fuente: FUNCAS.

9. El saldo global de las cuentas públicas muestra con claridad cómo en 2008 se prevé una reducción del superávit que, en términos de análisis coyuntural, hay que interpretar como de menor carácter restrictivo que el año anterior.

Sin embargo, ese comportamiento global necesita un análisis más detallado para saber en qué medida esa reducción del superávit es un reflejo del ajuste de los estabilizadores automáticos a las nuevas condiciones económicas o existe algún esfuerzo compensador intencional por parte del sector público.

10. El componente cíclico –calculado utilizando el filtro de Hodrick-Prescot– expresa el saldo de los componentes automáticos asociados al estado de la coyuntura. Un saldo cíclico positivo es expresivo de una coyuntura por encima de la tendencia del PIB y denota que, conforme al juego habitual de los estabilizadores automáticos, el presupuesto ejerce una acción contractiva. Por el contrario, un saldo cíclico negativo es propio de situaciones de pérdida de intensidad en el crecimiento económico, en la que los estabilizadores automáticos ejercen un papel expansivo.

Por su parte, el componente discrecional (que con frecuencia se denomina estructural) es la parte del saldo no

asociada con el estado de la coyuntura y muestra el sentido (expansivo o contractivo) que la política presupuestaria adopta de forma intencional utilizando los recursos públicos.

11. La lectura de las cifras del cuadro número 1 transmiten las siguientes ideas:

a) El componente cíclico, de acuerdo con la situación prevista de la coyuntura, creció entre 2006 y 2007 y se redujo en 2008 respecto a 2007.

b) A pesar de que en 2008 se está produciendo una pérdida de dinamismo económico, el alto punto de partida hace que el componente presupuestario cíclico en el conjunto del año sea positivo pero descendente.

c) Los tres años considerados presentan un componente discrecional muy escaso que en 2008 ha cambiado de positivo a negativo, mostrando una aparente disposición presupuestaria a compensar la situación coyuntural.

d) Como ya antes he indicado esos saldos son la combinación de un primer trimestre con alto crecimiento y otros tres en que será nulo o incluso negativo.

12. En suma, por tanto, la impresión es que la política presupuestaria está teniendo un comportamiento básicamente neutral con ligera inclinación expansiva.

El cuadro 2 muestra la descomposición del saldo presupuestario en un componente neutral –conforme a la metodología del FMI– que expresa, en síntesis, el saldo que no impediría una recuperación a plazo medio por parte del sector privado; y un componente beligerante que indicaría la tendencia expansiva (-) o contractiva (+) del saldo presupuestario restante.

Cuadro 2

SALDO NEUTRAL Y BELIGERANTE

	2006	2007	2008
Saldo efectivo	**1,79**	**2,21**	**0,36**
Saldo neutral (año base 2003)	0,39	0,77	0,39
Saldo beligerante	1,40	1,44	-0,03

Fuentes: FUNCAS y elaboración propia.

Esos datos refuerzan la conclusión anterior. El sector público ha actuado en 2006 y 2007 en una línea contractiva –como corresponde a una etapa de expansión intensa de la economía– y en 2008 está haciéndolo prácticamente de forma neutral. Expresado en forma sencilla, esto quiere decir que el sector público no está impidiendo que la economía privada recupere su senda de crecimiento, aunque tampoco está haciendo nada significativo para acentuar el equilibrio de la demanda.

13. Sin embargo, esa primera impresión, sin dejar de ser cierta en lo fundamental, requiere una cierta cualificación para interpretar un fenómeno singular de la contracción económica que vivimos en España.

La cuestión clave es que el saldo cíclico convencional tal vez minusvalora el ajuste automático del presupuesto a la coyuntura, ya que no sólo es que se haya reducido el ritmo de crecimiento del PIB sino que lo ha hecho incidiendo particularmente en el sector de la vivienda que tiene importantes repercusiones en la fiscalidad (IVA e Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales) y que el cálculo convencional del saldo cíclico no refleja. He intentado determinar ese "plus" de reducción recaudatoria por la forma sectorial en que la ralentización de la economía española se está manifestando. El cuadro 3 ofrece el resultado de este cálculo para los conceptos utilizados hasta ahora.

14. Los datos muestran sorprendentemente para 2008 una acción discrecional contractiva frente a la ligera expansión que se obtenía cuando no se tenían en cuenta los efectos fiscales de la caída en la demanda de viviendas y un saldo beligerante que ejerce unos efectos contractivos menores que en 2007, pero de cierta magnitud, que están en contradicción con la trayectoria de debilidad que parece seguir la economía española.

Cuadro 3

AJUSTE DE SALDOS TENIENDO EN CUENTA EFECTOS FISCALES DE LA VIVIENDA

	2006	2007	2008
Saldo efectivo	**1,79**	**2,21**	**0,36**
1. Componente cíclico ajustado	1,01	1,05	-0,15
2. Componente discrecional	0,78	1,16	0,51
3. Saldo neutral ajustado	0,39	0,17	-0,77
4. Saldo beligerante	1,40	2,04	1,13

Fuentes: FUNCAS y elaboración propia.

Cuadro 4

PREVISIONES PRESUPUESTARIAS 2009

% PIB

	Con ajuste por fiscalidad	Sin ajuste
1. Saldo efectivo	-1,34	-1,34
2. Componente cíclico	-1,90	-0,31
3. Componente discrecional	0,56	-1,04
4. Saldo neutral	-2,02	-0,43
5. Saldo beligerante	+0,68	-0,91

Fuentes: FUNCAS y elaboración propia.

15. Más dificultades tiene cualquier análisis respecto a 2009, para el que no existen aún previsiones firmes. Si aceptamos como hipótesis de trabajo la que en mayo formuló FUNCAS, es decir un crecimiento del PIB en torno a 0,4%, la situación presupuestaria para 2009 sería la mostrada en el cuadro 4.

En un contexto de contracción intensa de la actividad económica como el que parece más previsible, el juego de los estabilizadores automáticos se intensificará pero tal vez el sector público debería prever una acción discrecional expansiva de mayor intensidad.

16. Conclusiones:

1. Los datos disponibles y el análisis realizado, destacan una clara coherencia de la acción presupuestaria que está siguiendo el sector público en 2008 con la interpretación oficial sobre la trayectoria económica de desaceleración, de forma que, conforme a lo que oficialmente se ha venido manifestando, basta con el juego de los estabilizadores automáticos para contribuir al ajuste y recuperación de la economía. Sin embargo, cuando se tienen en cuenta los efectos de la pérdida de fiscalidad de la vivienda, la acción presupuestaria se torna de signo contractivo.

En este sentido, sería bueno que los gestores de la política fiscal se mantuvieran atentos a cualquier radicalización de las actuales tendencias de pérdida de dinamismo económico no para excluir acciones estimulantes más contundentes que las actualmente ejecutadas o anunciadas.

2. En cualquier proyección, por moderada que sea, las perspectivas para 2009, especialmente en la primera parte del año, se intensifican las tendencias hacia la contracción económica.

La acción presupuestaria que se derivaría de las actuales previsiones de FUNCAS para 2009, señalan una línea de actuación poco beligerante intencionalmente para atenuar la crisis. En este marco, si se confirman las previsiones, la actuación presupuestaria debería ser más expansiva en signo y más contundente en cuantía de la que se derivaría de su comportamiento tendencial.

3. De cara a una actuación impulsora del sector público puede ser útil tener en cuenta algunas sugerencias:

a) Cualquier actuación es preferible que se instrumente del lado del gasto que del de los ingresos fiscales.

   Las alteraciones de la fiscalidad siempre suponen irrumpir en la asignación de recursos mermando eficiencia al funcionamiento del mercado y, por tanto, debe escatimarse al máximo. En particular, todas las reducciones impositivas que tienen como objeto ocultar crecimientos de costes –como el caso de la elevación de los precios del petróleo– son claramente desaconsejable porque impiden a los demandantes percibir los verdaderos costes de producción y racionalizar el uso de los recursos.

   El sistema tributario exige reformas, especialmente en el tratamiento fiscal de las sociedades y en la búsqueda de un criterio de reposición de la equidad horizontal ante el tratamiento actual de las rentas del capital. Pero estas acciones no deben

abordarse bajo el paraguas de la actuación anticíclica. Requieren una reflexión pausada y técnicamente consistente.

b) Las acciones compensadoras son más convenientes en el gasto de capital que en el gasto corriente ya que, las primeras, además de compensar la demanda, tienen efectos positivos sobre la productividad de los factores.

c) Seguramente, algunas actuaciones compensadotas que no requieren volúmenes muy cuantiosos, pueden lograrse, y en todo caso acentuarse, con cambios en la estructura del gasto público, fomentando los más productivos en detrimento de los de carácter más consuntivo. Aunque parezca contradictorio, todo avance en la reducción de costes de los servicios públicos y en las transferencias no justificadas es positivo, aunque esos ahorros se gasten después en capital físico, humano y tecnológico, con fines de compensar la caída de la demanda y mejorar el modelo productivo de la economía española.

d) La acción presupuestaria debe tratar de conservar algún criterio de equilibrio presupuestario pero teniendo en cuenta que en caso de necesidad existe un margen de hasta un 3% del PIB y una posibilidad de endeudamiento de hasta el 60% que pueden utilizarse.

e) En mi opinión, el sector público debería instrumentar su tarea en torno a dos tipos de acciones. Para 2008, anticipar proyectos de inversión pública que sin variación global del gasto público puedan adelantar su ejecución y consiguiente efecto sobre la actividad económica.

   Para 2009 y periodos posteriores, en su caso, creo que el Gobierno debería elaborar un plan de inversión en infraestructura, viviendas protegidas y en alquiler que pudiera irse "despiezando" y ejecutando conforme las necesidades lo vayan aconsejando, pero evitando los retrasos asociados a la toma de decisiones.

Creo sinceramente que el sector público tiene un papel que jugar. La situación económica pide, y los compromisos con la UME permiten, una acción compensadora pública cuya necesidad puede ser más intensa en el futuro. En este momento puede haber una falta de sintonía entre las previsiones económicas del gobierno y los del resto de los analistas, pero para mí no es un ejercicio baldío saber qué se podría hacer en caso de necesidad, aunque el ritmo de la acción lo determinan las circunstancias. Unas circunstancias que iremos conociendo conforme la información económica vaya avanzando.

¿Qué hacer con el desequilibrio exterior?

*Esther Gordo**

En la actualidad existe bastante consenso a la hora de afirmar que el proceso de internacionalización que ha tenido lugar en la economía española durante las últimas décadas ha constituido un potente catalizador de la modernización de sus estructuras productivas y del crecimiento económico. Pero el proceso de expansión económica ha venido acompañado de nuevo por la aparición de un desequilibrio exterior muy abultado, que en el año 2007 alcanzó casi el 10% del PIB. La existencia de un déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente y de capital no es un fenómeno reciente en la economía española ya que en los casi cuarenta años transcurridos desde 1970, los resultados de las operaciones comerciales con el exterior sólo han mantenido registros positivos en once ocasiones. Pero el nivel y la persistencia que en la actualidad ha alcanzado este desequilibrio resulta elevado tanto cuando se compara con otros países desarrollados como por superar ampliamente lo observado en la anterior etapa expansiva de la economía española durante el periodo 1985-1992, cuando las necesidades de financiación frente al exterior llegaron a situarse ligeramente por encima del 3% del PIB.

Además, las previsiones a corto plazo que elaboran distintos organismos nacionales e internacionales apuntan de manera bastante unánime a una resistencia a la corrección de este desequilibrio durante los próximos años 2008-2010, a pesar del cambio en la coyuntura nacional y del proceso de desaceleración del consumo y de la inversión inmobiliaria que viene registrando la economía española.

* Banco de España.

El origen y las causas del desequilibrio exterior

En estas circunstancias, no es de extrañar que el déficit exterior se haya situado en el centro del debate económico en los años recientes. Sin embargo, el diagnóstico sobre el origen y las implicaciones del déficit exterior y, por consiguiente, la prescripción de las medidas más apropiadas para resolverlo no son en absoluto cuestiones resueltas. En primer lugar, porque la globalización, la integración de los mercados financieros y, en el caso particular de España, la pertenencia a la unión monetaria han supuesto un cambio tan radical en el marco institucional donde se desenvuelven las relaciones económicas que las experiencias pasadas han dejado de constituir una referencia válida para establecer las implicaciones de los desequilibrios actuales. Pero además, porque el saldo exterior de una economía es el lugar donde confluyen los resultados de todas las decisiones de los agentes que la componen, lo que hace que su análisis tenga un carácter multidimensional y complejo. De hecho, en la mayoría de los países que presentan déficit elevados, las distintas perspectivas desde las que se suele abordar el análisis de este desequilibrio arrojan un balance que no siempre resulta coincidente y que justifica la aparición de posiciones enfrentadas entre los que mantienen una postura más ortodoxa y, por consiguiente, sostienen que la existencia de un déficit abultado es el resultado de las insuficiencias competitivas de la economía, que necesitan ser identificadas y corregidas para evitar que el desequilibrio alcance niveles insostenibles que puedan desencadenar un brusco o cuando menos costoso proceso de ajuste; y aquellos otros que piensan que en el contexto de globalización actual la existencia de un desequilibrio frente al exterior puede constituir un desarrollo colateral a los avances en el proceso de convergencia real de la

economía y que éste desequilibrio tenderá a revertir a medida que se materialicen los rendimientos de la ampliación del potencial productivo inherentes a este proceso.

Pues bien, en el caso concreto de la economía española no ha faltado quien con argumentos sólidos, pero con una visión parcial, ha tendido a restar importancia al desequilibrio exterior, asociándolo a los avances en la convergencia real que ha experimentado la economía española y que han llevado a situar su PIB per cápita por encima de la media de la UE. Ello es así porque, desde la perspectiva de los flujos de ahorro e inversión, el incremento de las necesidades de financiación observado refleja casi exclusivamente un aumento de la tasa de inversión, que se ha situado por encima del 30% del PIB, superando ampliamente los niveles del promedio de la UE, próximos al 20%. Aunque este dinamismo de la inversión refleja en parte la expansión que ha mostrado el gasto en vivienda de las familias en ese período, que ha acabado generando desequilibrios en el mercado inmobiliario, no es menos cierto que la inversión productiva privada ha registrado también una notable expansión, contribuyendo a ampliar la capacidad productiva de la economía.

Es más, las facilidades de financiación observadas en el pasado en unos mercados financieros globales donde abundaba la liquidez a un coste relativamente reducido han permitido financiar con holgura no sólo la ampliación del capital físico de la economía mencionada anteriormente, sino también la expansión en el exterior de algunas empresas españolas, lo que ha propiciado que la economía española ha pasado de ser receptor neto de inversión extranjera directa (IED) a ser un inversor neto. De hecho, en la actualidad, España se sitúa entre las diez principales economías emisoras de IED a nivel mundial, con una participación relativa en la inversión mundial cercana al 6%, porcentaje que triplica la participación de la economía española en la producción mundial o en el comercio internacional de mercancías (próxima al 2%). En conjunto, el aumento de la capacidad productiva que se deriva de la vertiente interna de ese proceso inversor y los aumentos de eficiencia empresarial asociados a la IED contribuirán a corregir el desequilibrio exterior a largo plazo siempre y cuando no haya existido a un exceso de optimismo sobre las rentas futuras o sobre el rendimiento esperado de la inversión que haya impulsado el gasto por encima de sus determinantes de largo plazo[1] [véase Campa y Gavilán (2007)].

Por otra parte, desde una perspectiva de corto y medio plazo también hay analistas que argumentan que el desequilibrio exterior constituye en buena medida la contrapartida lógica a la fase de crecimiento tan intensa y duradera en que se ha visto inmersa la economía española. Durante los últimos doce años la producción interior bruta de España ha mantenido ritmos de avance elevados (3,7%, en promedio), sistemáticamente superiores a los observados en otros países del entorno europeo (en el entorno del 2%). La intensidad y la permanencia de esta fase expansiva ha propiciado que la demanda, sustentada por la relajación de las condiciones financieras, haya superado con creces la capacidad de respuesta de la oferta, a pesar de que esta última también ha registrado impulsos positivos asociados a la inmigración y a la mayor incorporación de la mujer al mercado de trabajo, provocando en consecuencia un aumento notable de las importaciones.

Pues bien, aún siendo ciertas, estas tesis no deben llevarnos a la complacencia. En primer lugar, porque como se explica a continuación, a pesar de la fase de desaceleración en que se encuentra inmersa la economía española, no cabe esperar que a corto y medio plazo se produzca una corrección notable del déficit exterior contribuyendo a aumentar el riesgo y la incertidumbre en el contexto actual de turbulencias financieras. Pero sobre todo, porque el hecho de que durante todos estos años la economía española haya seguido avanzado en su proceso de convergencia y modernización no debe llevarnos a negar la existencia de algunas debilidades competitivas que influyen negativamente en los intercambios comerciales con el exterior y que conviene corregir.

Las perspectivas sobre el desequilibrio exterior

Comenzando por las perspectivas existentes en la actualidad sobre el desarrollo futuro del déficit exterior, sin duda alguna, la contención de gasto de las familias y de las empresas está propiciando que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto amortigüe, al menos parcialmente, la pérdida de dinamismo de la demanda interna y cabe esperar que esta situación se acentúe en los próximos trimestres ya que la intensidad que está cobrando la desaceleración de la demanda desde el estallido de las turbulencias financieras está teniendo reflejo en una moderación de las importaciones, muy sensibles al ciclo. En consecuencia, las previsiones de la mayoría de los analistas estiman que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto se irá aproximando a cero a lo largo de 2008 y 2009, tras haber detraído casi un punto porcentual del crecimiento del PIB en el promedio de 1995-2007. A ello contribuirá también la paulatina normalización de las relaciones comerciales con los países emergentes que en los años centrales de esta década propiciaron un importante aumento en la penetración de importaciones, y un retro-

[1] Véase J.M. Campa y A. Gavillán, (2006), "Current accounts in the euro area: an intertemporal approach", Documento de Trabajo 0638, Banco de España.

ceso de las cuotas de exportación de España y de la mayoría de las economías desarrolladas.

Pero la coincidencia de esta fase de desaceleración con la existencia de graves perturbaciones en los mercados internacionales de materias primas está provocando un deterioro notable de la relación real de intercambio, que impide que la evolución de los flujos reales de exportación e importación se refleje en una corrección del desequilibrio frente al exterior. Este resultado se justifica porque a diferencia de lo sucedido en los años recientes cuando los aumentos de los precios de las materias primas se veían compensados por la apreciación del euro y por los efectos desinflacionistas asociados a la aparición de los países de costes bajos, en la actualidad este último elemento parece haberse agotado y, por el contrario, hay algún signo incipiente de que China y el resto de las economías emergentes comienzan a "exportar inflación". Además, a este deterioro de la relación real de intercambio cabe añadir, por otro lado, el debilitamiento estructural de los factores que tradicionalmente compensaban el déficit del comercio de bienes y el deterioro de la balanza de rentas como consecuencia del aumento del endeudamiento frente al exterior observado en los años recientes.

En conjunto, estas dos razones hacen esperar que las necesidades de financiación de la nación continúen registrando una cuantía muy elevada en los próximos años[2], lo que supone, sin duda, un riesgo para las perspectivas de crecimiento de la economía española ya que, aunque el potencial desestabilizador de este desequilibrio se haya atenuado por la pertenencia de España a la Unión Monetaria Europea, sin duda alguna la dependencia del ahorro exterior nos hace más vulnerables ante episodios de turbulencias financieras como los acaecidos a partir del verano pasado. Hasta el momento, el efecto más evidente de estas perturbaciones ha sido el encarecimiento de la financiación, pero su desenlace final y su persistencia pueden acabar condicionando la dinámica del proceso de ajuste que ha iniciado la economía española y las perspectivas de la economía mundial.

Sin duda alguna, la economía española es ahora mucho más flexible de lo que lo era en el pasado para afrontar este tipo de perturbaciones y dispone de un sistema bancario sólido y eficiente. Pero aun así, resulta necesario identificar las debilidades estructurales que se detectan en las relaciones comerciales con el exterior con el propósito de adoptar las medidas tendentes a potenciar el papel que puede desempeñar el sector exterior a lo largo del proceso de ajuste y, sobre todo, a aminorar su carácter crónico y recurrente.

Las virtudes y debilidades de nuestro sector exterior

Sin duda alguna, uno de los factores que ha contribuido negativamente a la evolución de las exportaciones e importaciones en los años recientes ha sido la persistencia de un diferencial de crecimiento positivo de nuestros precios y costes en relación con otras economías desarrolladas. Aunque el deterioro de competitividad acumulado entre 1995 y 2007 ha sido inferior al registrado en la anterior fase expansiva de finales de los ochenta, no por ello cabe restarle importancia al producirse en un entorno mucho más abierto y competitivo.

A pesar de este desarrollo, la evolución reciente de las exportaciones e importaciones revela un panorama de luces y de sombras. En la vertiente exportadora, hay que destacar que España ha sido junto con Alemania una de las economías desarrolladas que ha registrado una mayor expansión de las exportaciones en los años recientes, lo que ha permitido que nuestra cuota de exportación en los mercados mundiales registre un deterioro reducido en comparación con el retroceso observado en otras economías industrializadas, que tiene su origen en la incorporación de un gigante de las dimensiones de China al comercio mundial. Las características de nuestro patrón de especialización productivo y exportador contribuyen a explicar este resultado ya que, como es sabido, éste se encuentra orientado hacia los sectores de intensidad tecnológica media, mientras que las economías emergentes han mostrado una especialización creciente en las ramas más intensivas en trabajo y en algunas industrias de tecnología alta que tienen una escasa presencia en la estructura productiva española.

Por otra parte, no deja de resultar paradójico lo sucedido en las industrias españolas más intensivas en trabajo como el textil y la confección que, tras varios años de ajuste y reestructuración, y en unas condiciones de creciente competencia internacional, parecen haber hecho una apuesta decidida por la competitividad basada en la innovación, diferenciación y mejora de calidad de su producción, de modo que sus resultados comerciales no han sido tan negativos como los observados en otros países como Italia y Portugal donde estas industrias son también relevantes. Además, en los años recientes se ha avanzado también en la diversificación geográfica de las ventas al exterior, apreciándose una mayor proyección de los productos españoles en mercados con alto potencial de expansión, aunque su participación relativa en el total de las exportaciones españolas es aún reducida.

[2] El panel de previsiones de la economía española que elaboró FUNCAS en mayo tiende a sustentar esta hipótesis ya que según la mayoría de analistas, con un crecimiento esperado del PIB y de la demanda nacional próximos al 2% durante 2008-2009, notablemente inferiores a los registrados en los últimos años, el saldo de la balanza por cuenta corriente permanecerá anclado en torno al 10% del PIB.

A un nivel macroeconómico, también se aprecian mejoras en la proyección internacional de las empresas industriales ya que cada vez es mayor el porcentaje de éstas que exportan de manera regular. De hecho un estudio reciente realizado a partir de la información de la Encuesta de Estrategias Empresariales revela que casi el 40% de las empresas industriales españolas exporta de manera regular, aunque, como contrapunto, cabe destacar que este porcentaje es equivalente al peso de las empresas que nunca han exportado[3].

En cambio, en la vertiente de importaciones los resultados no son tan favorables ya que, durante la prolongada fase expansiva, de nuevo ha vuelto a ser patente la elevada sensibilidad que muestran las importaciones respecto a la evolución de la demanda final, que supera a la observada en otras economías desarrolladas. Este resultado obedece principalmente a diversos factores de carácter estructural entre los que destaca, en primer lugar, la importancia que desempeñan los bienes de equipo importados en la inversión de las empresas españolas, como vía para incorporar los últimos avances tecnológicos. En segundo lugar, la elevada dependencia de consumos intermedios importados de algunas de las ramas que tienen mayor peso relativo en la estructura industrial y exportadora de España –como el automóvil o la industria química–. Y, finalmente, la mayor dependencia energética –en especial, del petróleo–, en comparación con otras economías desarrolladas que resulta especialmente dañina en un momento como el actual.

¿Qué hacer para mejorar estos desarrollos?

Los desarrollos empíricos más recientes, que tratan de estudiar el proceso de internacionalización empresarial en sus múltiples dimensiones, enfatizan el hecho de que, en el contexto actual, existe una enorme heterogeneidad de las empresas a la hora de afrontar sus procesos de globalización. Pero solo las empresas más productivas son capaces de abordar formas de internacionalización más avanzadas que combinan la exportación y la presencia directa en los mercados exteriores, lo que les permite disfrutar de enormes ventajas en términos de eficiencia respecto a otras empresas con mayor vocación doméstica. Además, la internacionalización conlleva en si misma un proceso de aprendizaje, de modo que las empresas que se involucran de algún modo en los mercados internacionales se ven inmersas en un círculo virtuoso de proyección internacional.

En este contexto, y dado que el tejido productivo español se caracteriza por un predominio de pequeñas empresas, resultan acertados los planteamientos de la política comercial que actualmente desarrolla el Instituto Español de Comercio Exterior, y pretenden atenuar las limitaciones que impone el tamaño y la falta de experiencia en la proyección internacional de las empresas, facilitando sus primeros pasos en los mercados internacionales mediante programas de formación o creación de consorcios. También se han favorecido medidas tendentes a aumentar la diversificación geográfica de las exportaciones y su orientación hacia los sectores de mayor contenido tecnológico.

Pero la experiencia de algunos sectores tradicionales españoles resulta suficientemente elocuente de que en el contexto actual a la hora de determinar los resultados exportadores de una economía es tan importante lo que se produce, como el modo en que se hace. Además, en un contexto en el que predomina la multilocalización, hay que erradicar las connotaciones negativas que en el pasado se atribuían al fenómeno de "outsourcing" internacional y favorecer la inserción de las empresas españolas en las cadenas de producción global como vía para flexibilizar la producción, y alcanzar mejoras de eficiencia y de competitividad empresarial que les permita especializarse en aquellas fases de producción que comportan un mayor valor añadido.

Por todo ello, los procesos de innovación revisten, si cabe, una mayor importancia para asentar la estrategia de especialización, y la mejora de eficiencia y de la calidad de la producción, en lugar de hacerlo como en el pasado sobre las ventajas de costes. La identificación y eliminación de los obstáculos que impiden una apuesta más decidida por la innovación del tejido empresarial español y la mejora del capital humano constituyen sin duda los ingredientes esenciales de esta estrategia que, además de aumentar la proyección internacional de nuestras empresas, ayudaría a reducir también la elevada dependencia de las importaciones aminorando la velocidad con que las presiones del gasto se filtran hacia el exterior. Adicionalmente, para mitigar la dependencia energética del exterior sería necesario avanzar en la sustitución de las fuentes de energía fósiles por otras alternativas.

Es cierto que todas estas medidas tienen efectos a medio y largo plazo. Por ello, a corto plazo resulta pertinente eliminar los elementos de inercia nominal que caracterizan a los procesos de determinación de precios y salarios y ajustar la evolución de los márgenes empresariales a las nuevas condiciones, para evitar pérdidas de competitividad adicionales que puedan limitar el papel amortiguador que desempeñan las operaciones frente al exterior en las fases de desaceleración cíclica.

[3] Véase el trabajo de Diego Rodríguez, "Heterogeneidad y competitividad exterior de las empresas industriales" de próxima aparición en Papeles de Economía Española.

¿Cómo reducir el déficit energético?

*Claudio Aranzadi**

España presenta una dependencia energética del exterior sensiblemente más elevada que la media comunitaria. El peso de las importaciones energéticas en España supone alrededor del 80% del consumo energético mientras que en la Unión Europea esta cifra supera ligeramente el 50%. Nuestra integración en la Unión Monetaria permite evitar los efectos diferenciales monetarios y cambiarios que se derivarían de esta estructura del suministro energético en un contexto como el actual de fuerte alza del precio de las materias primas energéticas, pero no impide que la economía española registre un impacto sobre su renta real relativamente más elevado. Además, la mayor dependencia del exterior implica una menor seguridad del abastecimiento energético, ya que no existe todavía una auténtica política común de seguridad energética en Europa.

La reducción de la dependencia energética del exterior es un factor esencial, pero no el único componente de la estrategia de seguridad del abastecimiento energético; son también importantes, en este sentido, la diversificación geográfica de los suministros, la minimización de los riesgos políticos, la diversificación por combustibles y tecnologías y la diplomacia (donde el potencial de la actuación conjunta de la Unión Europea debería tener una utilización creciente). Tampoco es la seguridad de suministro el único imperativo de la política energética; la Unión Europea considera además como objetivos de esta política la competitividad y la sostenibilidad medioambiental. Entre estos objetivos existe, en muchas ocasiones, un *trade-off*, por lo que será necesario alcanzar un equilibrio entre los mismos. El objetivo de reducir la dependencia de las importaciones energéticas vendrá, por tanto, limitado por consideraciones de coste e imperativos medioambientales y, por supuesto, por la restricción física asociada a la disponibilidad de recursos autóctonos.

En España, por ejemplo, la utilización del carbón nacional, único combustible autóctono, en la generación eléctrica, disminuirá su peso a medio plazo porque el sobrecoste de su extracción en relación al precio internacional exige ayudas públicas cuya limitación impone la política de la competencia de la Unión Europea. A corto plazo, además, existe una contraindicación medioambiental a su uso ya que la tecnología de generación eléctrica con carbón es la más intensiva en emisión de CO_2. A medio y largo plazo, sin embargo, si se desarrollan comercialmente las tecnologías de "carbón limpio" (captura y confinamiento de CO_2), esta contraindicación desaparecería y la generación eléctrica con carbón se convertiría en un componente necesario del *mix* de generación; aunque el recurso utilizado sería carbón de importación (lo que no reduciría la dependencia exterior), la seguridad de abastecimiento podría verse favorecida por la mayor diversificación geográfica de los suministros de carbón y el menor riesgo geopolítico en los países suministradores, en comparación con los hidrocarburos.

A corto y medio plazo, las iniciativas de la política energética dirigidas a reducir nuestra dependencia del exterior deberán otorgar la prioridad al apoyo al ahorro y eficiencia energética y a la utilización de las energías renovables. Los objetivos de la Unión Europea 20/20/20 para 2020 imponen ya unos requerimientos cuantificados a las ganancias de eficiencia y utilización mínima de energías renovables. El logro de estos objetivos implicará un sobrecoste (normas de edificación más eficientes desde el punto de vista energético, requisitos más exigentes sobre los vehículos y la congestión del tráfico urbano, utilización

* Ingeniero industrial y economista.

de energías más limpias pero más caras, etc.), que resulta plenamente justificado por el impacto positivo no sólo en la reducción del déficit exterior (y la mejora en la seguridad de abastecimiento), sino igualmente en la sostenibilidad medioambiental; una gran parte de las inversiones en ahorro y eficiencia energética, además, presentan un valor actualizado neto positivo. A corto y medio plazo, el alargamiento de la vida de las centrales nucleares en funcionamiento tendría, también, un efecto positivo en la reducción de nuestro déficit exterior energético, ya que el combustible nuclear representa un porcentaje muy bajo del coste de generación por comparación a las tecnologías convencionales alternativas y, además, su abastecimiento exterior es más seguro.

El mantenimiento del actual contexto alcista de las materias primas energéticas reduciría, lógicamente, las necesidades de apoyos públicos o subvenciones cruzadas para alcanzar los objetivos fijados para el ahorro y eficiencia energética y utilización de energías renovables. Parece difícil, sin embargo, que los precios actuales sean sostenibles a largo plazo; en el caso del petróleo, por ejemplo, los expertos consideran que la explotación de petróleos no convencionales y las tecnologías de conversión de carbón en combustibles líquidos pueden ser rentables a precios inferiores a los 100$/barril, lo que supondría un techo del precio del barril a largo plazo inferior a los niveles actuales. Por otro lado, la utilización de energías renovables no sólo tiene límites por razones de coste, sino también operativas. El objetivo de un 20% del peso de las energías renovables en el balance energético puede significar un peso del orden del 40% de estas energías en la generación eléctrica lo que, dado el carácter intermitente de la generación solar y eólica (y la aleatoriedad de esta última), introduce requerimientos específicos y sobrecostes a la regulación del sistema que hacen difícil plantear una participación significativamente más elevada a largo plazo. En todo caso, parece difícil que, aún cumpliendo con los objetivos comunitarios de ahorro y eficiencia energética, utilización de energías renovables y reducción de emisiones de CO_2, la dependencia energética exterior de nuestro país en el horizonte de 2020 pueda reducirse más allá de los diez puntos, lo que supondría que nuestro déficit energético exterior no disminuiría en términos absolutos.

A largo plazo, reducciones significativas de nuestra dependencia exterior energética deberán estar asociadas a los cambios tecnológicos en la transformación de energía (esencialmente en el sector eléctrico) y a las modificaciones estructurales e innovaciones tecnológicas en el sector del transporte que, por su peso en el consumo energético (del orden del 40% en España), su elevada intensidad energética en nuestro país y su alta dependencia de los combustibles petrolíferos, es el principal determinante de nuestras importaciones energéticas. En el sector eléctrico, las nuevas tecnologías con gas, carbón o combustible nuclear incorporan significativas ganancias de eficiencia. En la generación nuclear, además, los reactores de Cuarta Generación, si finalmente se desarrollan comercialmente, permitirían una utilización intensiva del combustible nuclear y abrirían una de las principales vías tecnológicas a la producción de hidrógeno, factor esencial para poder promover cambios cualitativos tecnológicos en el transporte como sería la utilización de pilas de combustible.

En horizontes más cortos, sin embargo, las innovaciones tecnológicas en el transporte se centrarán previsiblemente en la utilización de motores híbridos y motores eléctricos suministrados directamente desde la red. En todo caso, una de las principales líneas de actuación para promover la reducción de la dependencia de los productos petrolíferos por parte del sector transporte reside en la inducción de un cambio profundo en la combinación de los modos de transporte (esencialmente una disminución del peso del transporte de mercancías por carretera y el correlativo aumento del transporte ferroviario), lo que, además, tendría un impacto medioambiental positivo. Las medidas institucionales dirigidas a promover un uso más eficiente de los vehículos puede contribuir a acelerar estos cambios tecnológicos y, en algunos casos, como, por ejemplo, las medidas para desincentivar el tráfico ineficiente (penalización a la contribución de la congestión urbana) con efectos a corto plazo.

Decisiones del BCE, el pasado reciente y el futuro cercano

*Víctor Gonzalo**

En su primera reunión de julio, y tras un año de estabilidad de tipos, el Banco Central Europeo (BCE) ha colocado el mínimo tipo de la subasta de repos en 4,25%. El Presidente del BCE lo anunció con claridad tras la primera reunión del Consejo del BCE en junio y lo ha venido reiterando, secundado por otros miembros del Consejo, en comparecencias posteriores.

La decisión está justificada por los temores que suscita la inflación actual y la posibilidad de que sus altos niveles se trasladen a la fijación de precios y salarios, en una segunda ronda de incrementos de precios, tras el impacto de la elevación de los de las materias primas. El Índice Armonizado de Precios de Consumo en la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha venido acelerando desde 2006, pasando de tasas anuales cercanas al 2% hasta el 4% de mayo de 2008. En el mismo periodo, la inflación subyacente, medida sobre una base de precios más estables, sin alimentos no elaborados ni energía, ha repuntado desde el 2% al 2,5%.

Este artículo tiene como objetivo racionalizar lo que podría hacer el BCE después de julio de 2008 y evaluar el comportamiento del BCE en la situación económica que le está tocando gestionar. Para ello, se describirá la situación económica internacional, caracterizada por el solapamiento de las crisis cambiaria, de materias primas, financiera e inmobiliaria. A continuación, se comparará el comportamiento de las principales autoridades monetarias en la gestión de la crisis financiera desde mediados de 2007. Finalmente, se expondrá el curso probable de la economía mundial y europea para determinar qué política monetaria podría ser necesaria para mejorar dicho curso.

* Director General Adjunto Grupo CIMD.

El origen de la crisis de 2007 en la economía mundial

En 2007 se constataron en las economías desarrollas problemas financieros asociados a las malas prácticas crediticias de entidades norteamericanas. Si bien sus efectos estaban siendo anunciados en EE.UU. desde finales de 2006, es en 2007 cuando las entidades de crédito estadounidenses comienzan a revelar el deterioro de sus carteras de hipotecas *subprime*. Posteriormente se encadena el deterioro de valor de carteras de bonos de titulización *subprime* y, por contagio y sobrerreacción, el de cualquier bono estructurado a partir de titulizaciones, aun en las de activos de alta calidad crediticia.

Avanzado el verano de 2007 se conocieron problemas de fondos de inversión y *hedge funds*, que precipitaron significativas pérdidas en conglomerados bancarios, especialmente entre la banca de inversión norteamericana. También se reconocieron cuantiosas pérdidas en la gran banca europea, caída de entidades y rescates por parte de sus respectivas autoridades supervisoras. No solo hubo caídas de entidades insolventes: en el caso de Northern Rock, el problema fue de iliquidez e incapacidad para atender a los desembolsos de sus pasivos. Desde entonces, el sector financiero vive una constante situación de *stress*, pues la pérdida de confianza ha impedido el normal funcionamiento de los mercados interbancarios, la financiación mayorista de las entidades financieras y, como consecuencia, una fluida financiación de las actividades productivas y del consumo en los principales países desarrollados.

En el caso norteamericano, la crisis inmobiliaria y financiera es el punto final de un proceso gestado desde malas

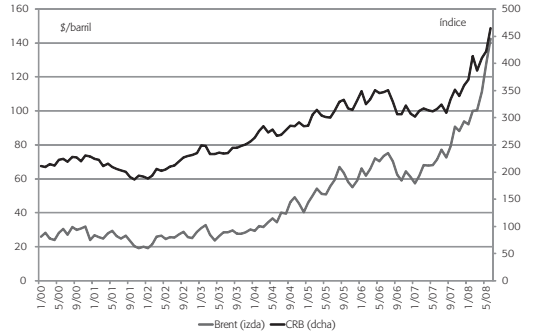
prácticas bancarias y el excesivo endeudamiento de los hogares. Ni este ni aquellas hubieran podido prosperar desde principios de la década sin laxitud en la regulación y supervisión en EE.UU. (bancaria, de los mercados y contable) o en la gestión de la política monetaria por parte de la Fed.

Así, cuando la Fed comienza a elevar sus tipos de interés en 2004, como respuesta al restablecimiento del crecimiento económico, empieza a minar las posibilidades de pago de un sector privado excesivamente endeudado a tipos de interés revisables. Por ello, desde finales de 2006 se avanzan previsiones de inminente recesión en EE.UU., acompañada de alta morosidad. De no haber sido por sus extremas consecuencias financieras, la recesión podría haber sido otro episodio pasajero. El canal de transmisión financiero, por su rapidez, y el apalancamiento de consumidores y entidades de crédito, por la magnitud de su exposición, ha provocado una extensión sin precedentes de los problemas originados en EE.UU. fuera del área del dólar.

En ocasiones anteriores, la ralentización de la economía norteamericana y del resto de economías desarrolladas había tenido como consecuencia una caída de precios de las materias primas. Así, por ejemplo, después de la primera Guerra del Golfo o de la crisis asiática, se experimentaron sustanciales descensos del precio de las principales materias primas, que actuaban como estabilizadores automáticos de la actividad de las principales economías desarrolladas. No es el caso en la crisis de 2007. La primera razón es el aumento de la demanda de materias primas, como consecuencia del desarrollo industrial de las grandes potencias demográficas, China e India y, en general, del Oriente Asiático. Otra razón a la ausencia de un papel estabilizador en los precios de las materias primas sobre el ciclo económico de los países desarrollados es la inflación generada por años de política monetaria laxa por parte de las principales autoridades monetarias, y especialmente por la Fed.

Figura 1

Evolución del precio de las materias primas



La respuesta de las autoridades monetarias en 2007 y 2008

Desde mediados de 2007, las economías industrializadas se enfrentan a un conjunto de perturbaciones desfavorables. Por el lado de su producción (oferta), aumentan los costes por el alza del precio de las materias primas. Por el lado de la demanda agregada:

– El aumento de los precios de los productos importados supone una transferencia de renta a los países productores de materias primas.

– La pérdida de valor de los activos inmobiliarios y financieros reduce la capacidad de gasto de consumidores y empresas.

– Se produce una situación generalizada de racionamiento de crédito, que avanza desde las hipotecas de alto riesgo al resto del crédito bancario.

La confluencia de perturbaciones desfavorables en oferta y demanda deprime la actividad y tiene un efecto incierto sobre la inflación.

En EE.UU. el análisis de la situación por parte de la Fed, lleva a la autoridad monetaria a bajar los tipos de interés desde el 5,25% al 2% en el plazo de un año. Esta economía es la más directamente afectada por los problemas de demanda. Además, la precaria situación de sus entidades financieras lleva a aumentar la inyección de fondos a ellas por parte de la Fed, al tiempo que admite, ya en el otoño de 2007, como colateral de las operaciones de préstamo a entidades, bonos de titulización. Con la primera acción, bajada de los tipos de interés, la autoridad monetaria busca una reducción de los costes de financiación para la inversión y el consumo, una depreciación de su divisa y un aumento del valor de los activos financieros e inmobiliarios. Con la segunda acción, inyección de más fondos para la banca y con colateral distinto de la deuda pública, la Fed trata de limitar los efectos que el racionamiento de crédito entre entidades pudiera suponer para la liquidez bancaria. Las crecientes expectativas de inflación parecen no pesar en las decisiones de la Fed, bien porque considera que el efecto inflacionista de los precios de materias primas será compensado por el deflacionista de las perturbaciones desfavorables de demanda o por el temor a una recesión provocada por una situación de extrema debilidad del sector bancario.

Figura 2

Crecimiento del PIB

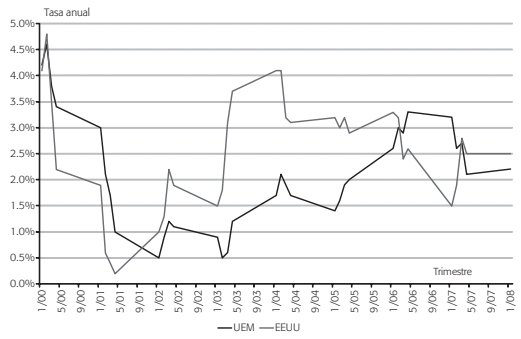


Figura 3

Inflación en la UEM

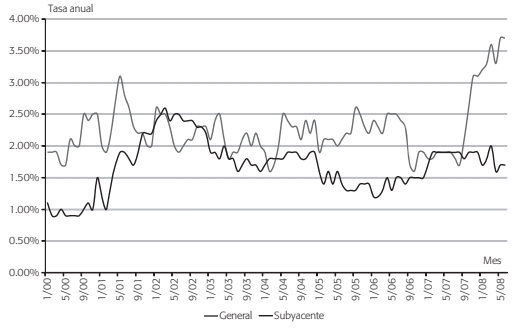
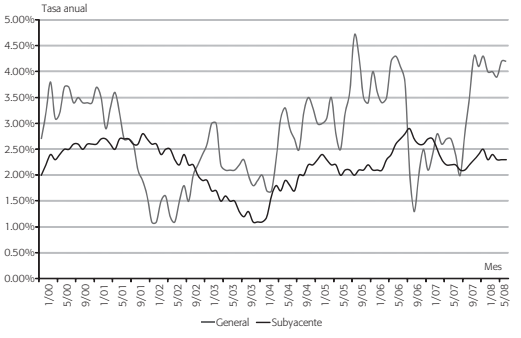


Figura 4

Inflación en EE.UU.



El análisis de la situación de la economía europea por parte del BCE es distinto. Aunque la inflación incorporada por el aumento de los precios de importación representa el mismo problema en la UEM que en EE.UU., *a priori* no se deteriora el crédito hipotecario con la intensidad que en EE.UU. También es menor la transferencia de renta al exterior por aumento de los precios de importación y el deterioro del valor de los activos. Por último, el daño para los bancos europeos es inferior al producido en la banca norteamericana.

La política del BCE desde agosto de 2007 se expresa a través de inyección de fondos, pero no de bajada de tipos de interés. El aumento de fondos prestados por el BCE a la banca de la Eurozona es más "natural" que el aplicado por la Fed, al no tener que modificar la instrumentación de la política monetaria, ya que las medidas consisten solo en la ampliación del volumen de los fondos prestados o del plazo de las operaciones de financiación, y no resulta necesaria una ampliación de los colaterales. El objetivo de las medidas adoptadas por el BCE era reemplazar la financiación interbancaria, para que su interrupción no degenerara en una grave crisis de liquidez como la que afectó a las sociedades hipotecarias británicas.

La publicación de indicadores económicos en la Eurozona, por ejemplo, crecimiento agregado o producción industrial en los primeros meses de 2008, avala el punto de vista del BCE. Con un crecimiento del 0,8% trimestral del PIB de la UEM en el primer trimestre y con un significativo dinamismo en la actividad industrial, podría dar la impresión de que la crisis económica internacional está pasando de largo en la economía de la Eurozona. En el frente de la inflación, los datos no han dejado de sorprender desfavorablemente, situando el crecimiento de precios de consumo en el doble del objetivo del 2%.

Aun sin invocarlo, el BCE ha aplicado una ortodoxia monetarista: no estimular una economía en la que ve peligro de inflación, ante la probable revisión al alza de sus expectativas, pero, al mismo tiempo, garantizar los mecanismos de transferencia de financiación entre entidades o sustituirlos por inyección de fondos a las que podrían sufrir situaciones de racionamiento en los mercados mayoristas.

La crítica más razonable al mantenimiento de tipos por el BCE es su insensibilidad a los efectos reales de la situación de racionamiento en los mercados interbancarios. Bajo un funcionamiento normal de ellos, subidas o bajadas en los tipos oficiales se transmiten desde los tipos de operaciones interbancarias a corto plazo. Así, en circunstancias normales, las decisiones de política del BCE, adoptadas sobre la provisión de fondos a una semana, se transmiten a los tipos de interés monetarios (por ejemplo hasta el plazo de 12 o 24 meses). Pero llevamos casi un año en una situación de excepcionalidad, en la que si bien el BCE no ha modificado tipos, la financiación para los bancos se ha encarecido más de un 1% en el plazo del tipo a un año

(véase la evolución del diferencial entre los tipos de la deuda pública y los de operaciones interbancarias).

Figura 5

Tipos interbancarios en euros

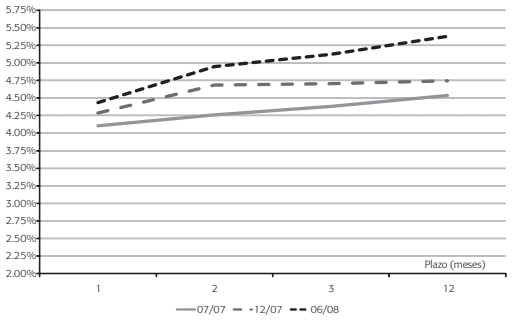
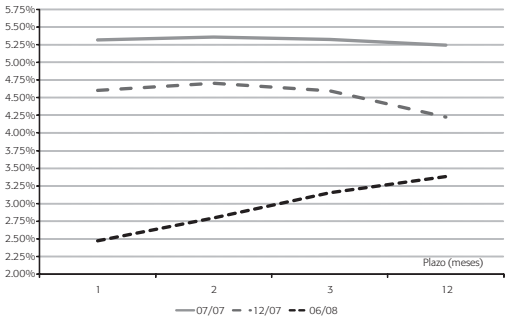


Figura 6

Tipos interbancarios en dólares



La idoneidad de las medidas adoptadas por la Fed y el BCE es algo que el tiempo ayudará a esclarecer y quién lo haya hecho mejor es algo que sólo se podrá evaluar en perspectiva. Pero, en la comparativa se puede recordar la gestión de la crisis de los setenta (crisis monetaria, cambiaria y de materias primas): la ortodoxia del Bundesbank permitió que Alemania encarara el principio de los ochenta con baja inflación y recuperara el crecimiento mucho antes que EE.UU.

Merece una mención especial la política monetaria británica (Banco de Inglaterra) y su supervisor financiero (FSA): la dejadez de la FSA en el control de liquidez de las *building societies* y la incompetencia del Banco de Inglaterra para gestionar la crisis de liquidez ya era patente al cierre de 2007, y quedará como referencia de malas prácticas de supervisión, de la aplicación política monetaria y de su instrumentación.

¿Cuál debería ser la respuesta del BCE?

Considero que el BCE ha minusvalorado el riesgo que sobre el crecimiento se deriva de la falta de liquidez interbancaria. El aumento de los tipos de financiación interbancaria está suponiendo en la economía real, no menos de un 1% de alza de los tipos de interés. El aumento del coste de financiación está acompañado de un fuerte racionamiento en los mercados de crédito, apreciación del euro y caída del valor de los activos financieros e inmobiliarios. Todas las noticias en los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía real son negativas: en conjunto, lo financiero detrae crecimiento y aporta deflación hasta extremos que no han sido adecuadamente valorados por nuestra autoridad monetaria.

Figura 7

Comparativa entre tipos interbancarios y tipos libres de riesgo en euros

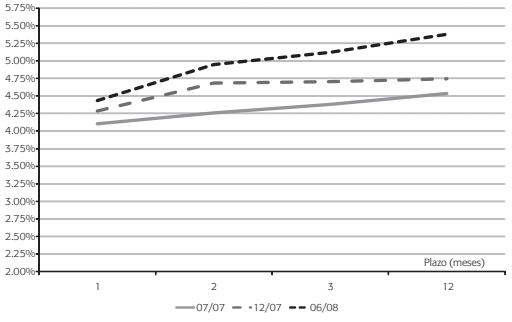
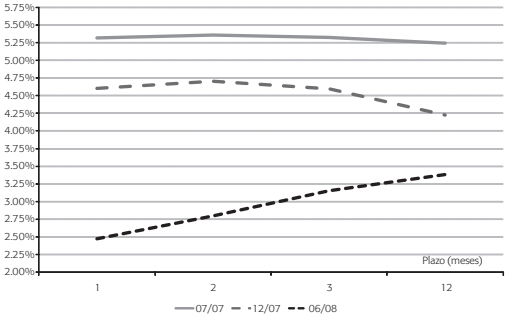


Figura 8

Divisas frente al euro



Tampoco ha tenido en cuenta el BCE el desfase habitual del ciclo económico europeo respecto al norteamericano. Deberíamos esperar una desaceleración de no menos de otros dos a cuatro trimestres.

Ni, por último, parece estar presente en el conjunto de información que maneja el BCE al desfase con el que los precios reaccionan a las perturbaciones de la demanda, con retrasos que van hasta los 18 meses y con respuestas muy lentas. Esto quiere decir que el horizonte al que cabría esperar los efectos negativos de las perturbaciones desfavorables de demanda es, como poco, mediados de 2009. Merecería la pena examinar con mayor detenimiento las previsiones de inflación a medio plazo.

Puede ser comprensible que la autoridad monetaria de la eurozona haya aplicado una táctica de esperar y ver. En este periodo, su gestión de la liquidez, ha sido ejemplar.

Lo que no resulta adecuado, dadas las incertidumbres del momento, es iniciar una fase de alza de tipos de interés. Esta fase ya se ha iniciado, desde el momento que la avanzó el Presidente del BCE, pues sus declaraciones modificaron sustancialmente las expectativas de tipos de interés en la Eurozona.

A ver si ahora para y corrige.

La crisis económica y el crédito bancario: *¿credit crunch* o corrección?

*Santiago Carbó Valverde**

1. Introducción

El *credit crunch*, racionamiento de crédito o reducción severa de la financiación crediticia constituye uno de los más temidos fantasmas de las economías cuando éstas afrontan fases de desaceleración y crisis económica, dado que las restricciones sobre la financiación tienen efectos negativos sobre el consumo y la inversión. No siempre es fácil diagnosticar en qué medida una reducción en los ritmos de captación del crédito puede considerarse suficientemente "severa" como para ser catalogada como un *credit crunch*. Con el objeto de afinar lo más posible en el diagnóstico, la mayoría de los analistas suele recurrir al estudio de los determinantes fundamentales de la contracción crediticia y, mediante el examen de la acritud y persistencia de los mismos, tratan de aseverar la existencia o no de *credit crunch*.

La gran pregunta es en qué medida la "crisis"[1] que actualmente, según buena parte de los economistas, afronta la economía española tiene entre sus principales causas un *credit crunch*. Para responder a esta cuestión, resulta necesario describir, en primer lugar, el origen de la crisis financiera internacional y sus principales determinantes. La llamada "crisis de las *subprime*" en Estados Unidos generó una crisis de confianza paralela en los mercados interbancarios y de bonos que ha estrangulado gran parte de los mecanismos de liquidez con que se nutre el crédito que conceden las entidades financieras en muchos países y, entre ellos, España.

En esta nota se analizan algunos elementos distintivos de la situación y perspectivas del crédito bancario en España para tratar de analizar la concurrencia del *credit crunch* en nuestro país. La conclusión general es que la economía española afronta un racionamiento de crédito ya en 2008. Los principios que determinan este *credit crunch* responden no a una, sino a varias de las principales definiciones que la teoría y la evidencia empírica ha aportado para explicar este fenómeno. Por un lado, el racionamiento de crédito en España responde a problemas de confianza e información asimétrica que, en esta ocasión, ha afectado a los mercados interbancarios, lo que ha incrementado el coste de la financiación interbancaria de forma considerable y, a su vez, ha acrecentado las tensiones de liquidez. Todo ello, ha propiciado una adecuación de las condiciones de concesión de crédito a un entorno de incertidumbre. Asimismo, el racionamiento en España –y la propia crisis económica– se deriva también de la caída en la actividad del sector de la construcción y la disminución del valor de los activos inmobiliarios.

2. Los mecanismos de contracción del crédito: el *credit crunch*

La definición de *credit crunch* ha presentado tradicionalmente dos vertientes que, en la práctica, no siempre ha sido fácil distinguir, ya que los elementos que distinguen estas definiciones han concurrido a veces de manera simultánea en la práctica. En una primera aproximación,

* Universidad de Granada y FUNCAS.

[1] El término crisis se emplea de forma genérica en este artículo para describir una situación como la actual en España. en la que la desaceleración económica está siendo más acusada de lo previsto y, en algunos escenarios, se considera posible, incluso, que se produzca una recesión.

Bernanke y Lown (1991)[2] definen el *credit crunch* como una caída inesperada del crédito bancario al sector privado, de elevada magnitud en relación a la fase del ciclo económico en que ocurre. Este tipo de racionamiento se corresponde con un incremento considerable de los tipos de interés de los créditos. Este es el diagnóstico, por ejemplo, de la situación vivida en Estados Unidos durante la recesión de 1990, cuando la tasa de crecimiento anual del crédito se situó en el 2%, mientras que en las cinco recesiones previas la tasa media anual de concesión de crédito había superado el 7%.

Una segunda definición de racionamiento de crédito –asociada fundamentalmente al trabajo seminal de Stiglitz y Weiss (1981)[3]– relaciona el *credit crunch* no tanto con cambios y perturbaciones en los tipos de interés del crédito sino con asimetrías de información y otros elementos distintos del tipo de interés que causan una reducción drástica de la concesión de crédito bancario y la simple denegación de gran parte de las demandas de financiación de hogares y empresas.

Tomadas las dos definiciones, el elemento común que define fundamentalmente el *credit crunch* es una reducción "anormal" en la financiación crediticia, con independencia de si esta reducción viene dada por un incremento del tipo de interés de los créditos, por una reducción de la oferta no relacionada con los tipos de interés (sino con mecanismos de información asimétrica e incertidumbre) o con alguna combinación de ambos tipos de circunstancias. Las variaciones en tipos de interés y los problemas de información asimétrica pueden venir, a su vez, desencadenados por terceros factores entre los que destacan una inadecuada correspondencia del capital y las reservas bancarias al volumen de financiación crediticia, una hiperregulación y excesiva supervisión que prevenga a las entidades de depósito sobre la concesión de crédito, problemas de funcionamiento en los mercados interbancarios y de bonos o *shocks* en los precios de activos reales y, en particular, de los precios de la vivienda. Estos factores pueden concurrir de forma individual o interrelacionarse y retroalimentarse. El último de los fenómenos señalados (la sobrevaloración de un activo real) merece especial atención en tanto en cuanto las dos últimas crisis financieras de carácter internacional (la de principios de la década de 1990 y la actual) estuvieron precedidas por una elevación significativa, por encima de los valores de equilibrio, de los precios de los activos inmobiliarios.

3. *¿Credit crunch* en españa?: un diagnóstico de urgencia

El endurecimiento de las condiciones crediticias y la reducción de la provisión de crédito bancario en España resultan dos realidades innegables desde agosto de 2007. Si se toma como punto de partida el crecimiento mensual del crédito al sector privado –empleando datos del Banco de España– se observa que, mientras que la tasa media en 2006 fue del 1,9% y en 2007 del 1,7%, en enero de 2008 este crecimiento se redujo al 1,3%, en febrero al 1,2% y en marzo, último datos disponible, al 1,1%. Estas tasas de variación mensuales no parece alarmantes de por sí, pero sí llama la atención la contracción de las mismas a lo largo del tiempo. La persistencia de esta tendencia a la baja podría reducir la concesión de crédito en 2008 a porcentajes de entre el 25% y el 30% de la que fue en 2007. Esta tendencia viene acompañada por un aumento nada despreciable de la dudosidad del crédito de las entidades bancarias que, si bien fue del 1,1% en 2006, aumentó hasta el 2,3% en 2007 y en marzo de 2008 se ha catapultado hasta el 5,7%. Este crédito dudoso podría llevar la morosidad (como confirmación de impago posterior a la dudosidad) a porcentajes entre el 2% y el 3% a finales de 2008, tras haberse mantenido por debajo del 1% en los últimos años.

¿Cuáles son los fenómenos desencadenantes? Siguiendo las herramientas de diagnóstico anteriormente comentadas, la contracción del crédito no parece deberse a una inadecuación de los recursos propios de las entidades de depósito españolas al riesgo de su cartera de préstamos. Las entidades bancarias han contado y cuentan con recursos de capital y provisiones suficientes para afrontar el aumento de la morosidad. Las provisiones estadísticas que estableció el Banco de España han mostrado, ahora más que nunca, su utilidad como mecanismos amortiguadores del riesgo crediticio ante la crisis. El racionamiento de crédito se debe, en buena parte, a los problemas de incertidumbre de los mercados interbancarios y de bonos que generaron la crisis de confianza y la crisis de liquidez y que, en el contexto español (al igual que en el Reino Unido y en Estados Unidos) se ven retroalimentados, de forma progresiva, por la corrección a la baja en el valor de los activos inmobiliarios y la caída de la actividad en el sector de la construcción.

En la crisis actual, el sector bancario español ha experimentando *shocks* de liquidez y se le ha dificultado el acceso al mercado interbancario exterior, al que las entidades de depósito han recurrido de forma creciente en los últimos años para satisfacer los significativos incrementos de la demanda de crédito. Las restricciones de liquidez se trasladan,

[2] Bernanke, B. S., y C. S. Lown (1991), "The Credit Crunch," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 205–247.

[3] Stiglitz, J. E., y A. Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review,* 71: 393–410.

a su vez, al entorno empresarial y a los hogares, desacelerando el consumo y la inversión. Concurren, por lo tanto problemas de confianza y restricciones de liquidez que se retroalimentan. Además, la persistencia de las turbulencias en el entorno internacional ha supuesto que, desde principios de 2008, las restricciones crediticias se manifestaran tanto en los tramos de baja calificación crediticia como en otros de mejor calidad. Las tensiones en los mercados interbancarios en gran medida no se han disipado, ya que persiste una cierta desconfianza entre las entidades, lo que supone una prima de riesgo de contraparte elevada.

A tenor de los datos y de los mecanismos de transmisión, puede decirse que, en 2008, la economía española está sufriendo los efectos de un racionamiento de crédito que se manifiesta en un endurecimiento considerable de las condiciones de concesión de financiación.

Finalmente, cabe preguntarse cuánto puede prolongarse este *credit crunch*. Los aumentos y expectativas al alza en los tipos de interés de referencia no favorecerán una rápida recuperación. La situación macroeconómica, en la que las previsiones más favorables estiman que la recuperación no llegará, al menos, hasta 2010, tampoco ayuda. Eso sí, es previsible que el racionamiento pueda prolongarse, al menos, durante 2008 y buena parte de 2009, a medida que la corrección de la actividad en el sector inmobiliario se acomoda.

Vuelve la economía: el problema número uno de los españoles

FACTAM

1. Introducción

En el sondeo de junio del año 2008, el Índice del Sentimiento Económico de los Consumidores (ISC) presenta un valor muy bajo, 66[1]. Las respuestas de los consumidores a las cinco preguntas que componen el índice muestran un pesimismo bastante importante de la población. En doce meses, el ISC ha perdido 19 puntos, lo que supone un 22% de su valor respecto al mismo mes del año anterior (cuadro 1).

Con independencia del balance económico que los datos estadísticos muestren, la opinión pública es claramente pesimista. Según la percepción de una amplia mayoría de la población, los "viejos y buenos tiempos" de un largo periodo de bonanza económica han desaparecido rápidamente del escenario nacional.

Un ISC superior a 100 muestra un mayor número de individuos optimistas que pesimistas. En pocos sondeos de la serie se ha alcanzado ese valor. Por esta razón se ha

Cuadro 1

EL ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR

	Junio 2008	Febrero 2008	Nov. 2007	Junio 2007	Febrero 2007	Junio 2006	Junio 2005
I.S.C.	**66**	**64**	**81**	**85**	**84**	**84**	**86**
Situación económica general							
Experiencia	58	46	77	83	77	82	75
Expectativas	67	62	84	91	87	88	93
Situación económica familiar							
Experiencia	76	70	90	91	89	92	86
Expectativas	82	83	95	96	96	97	102
Valoración del momento de compra	47	59	62	66	69	61	77

Fuente: Encuestas junio de 2008 y anteriores. FUNCAS-Investiga.
P.- *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.*
P.- *Durante los próximos doce meses la situación económica general...*
P.- *En el curso de los últimos doce meses la situación económica de su hogar...*
P.- *En su opinión, en el curso de los próximos doce meses la situación económica de su hogar...*
P.- *En vista de la situación económica general ¿piensa Vd. que ahora es el momento adecuado para hacer compras importantes como muebles, automóviles...*

[1] El trabajo de campo del ISC correspondiente a junio de 2008 se realizó antes de la huelga de los transportistas.

preferido usar el valor medio de dicha serie como punto de referencia y señalar la situación actual respecto a este valor.

El valor medio del ISC entre 1977 y junio de 2008 es 82. Unos valores significativamente inferiores o superiores a ese valor suponen la presencia de una opinión relativamente pesimista u optimista sobre la marcha de la economía. La alarma puede surgir si nos aproximamos a los mínimos de los años 1981 y 1993 (gráfico 1).

En los primeros años del siglo XXI, los consumidores españoles han mostrado bastante confianza económica. El mayor optimismo se alcanzó en junio del año 2000, con un ISC de 117. Entre aquel sondeo y febrero del año 2003 se produjo un retroceso del ISC. En años posteriores no se recuperó el grado de confianza anterior, pero los valores del índice se mantuvieron próximos al valor medio, 82, de la serie, con pequeños cambios en torno a este valor.

En los análisis de los resultados de los sondeos correspondientes al periodo 2004-2007 se señalaba una falta de correspondencia entre las estadísticas nacionales y la percepción del público. Ni la experiencia reciente ni las previsiones de los ciudadanos volvieron a ser tan favorables como en el año 2000.

El aumento del PIB se mantenía en tasas superiores al 3% con tasas de inflación históricamente bajas, una población activa en continuo crecimiento y la tasa de paro en ligero descenso. Entre 2003 y 2007 los datos económicos describen un periodo de bonanza; sin embargo, esta situación no se corresponde plenamente con la opinión pública[2]. Algunas señales desde mediados del año 2007 mostraban puntos débiles en la economía, como el escaso ahorro familiar, los precios del petróleo y el déficit de la balanza por cuenta corriente o una excesiva dependencia de la construcción de viviendas.

Gráfico 1

EL ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR (1997-2007)

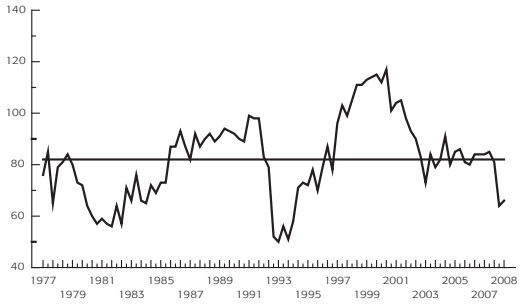


Gráfico 2

EXPERIENCIA RECIENTE – ISC (1977-2007)

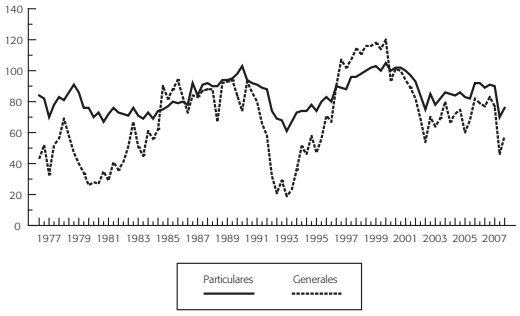


Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS – ISC (1977-2007)

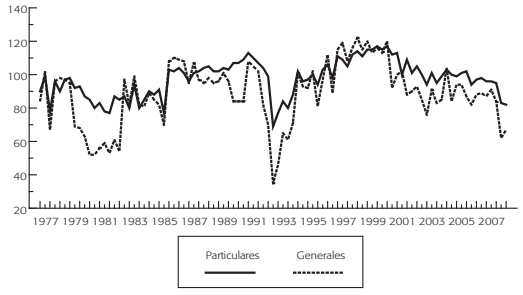
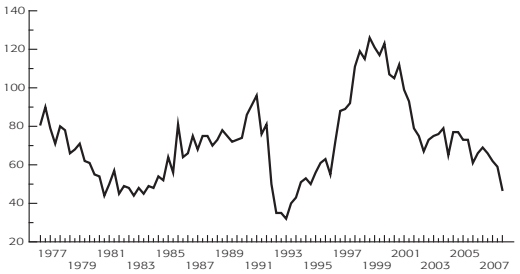


Gráfico 4

MOMENTO DE COMPRA – ISC (1977-2007)



[2] Mª Jesús Fernández y Ángel Laborda, "La economía española ante un amargo final de ciclo", Cuadernos de Información Económica, 204.

Los últimos meses del año 2007 y la primera mitad de 2008 muestran un cambio radical de la percepción de los consumidores españoles. Los temores han pasado a manifestarse en una opinión pública pesimista. Los valores del ISC en febrero, 64, y junio, 66, ofrecen una valoración pesimista de la situación económica actual y unas expectativas negativas sobre su comportamiento en los próximos doce meses.

El dato relativamente más favorable del sondeo de junio es la contención de la caída sufrida por el ISC. Desde el anterior sondeo no se ha producido una aceleración del proceso de desconfianza; pero sí se consolida una opinión pública que reconoce que se ha terminado el periodo de prosperidad económica con bajas tasas de inflación, menos paro y mayor tasa de actividad. Las tasas de incremento del PIB no han pasado a ser negativas, aunque se han reducido y han ido acompañadas de un aumento de precios, del número de parados, de los tipos de interés a los créditos familiares y un descenso del consumo privado… Todo ello justifica más el pesimismo actual que el recelo de los consumidores en anteriores sondeos.

Encuestas realizadas por otros centros de investigación orientan sus resultados en el mismo sentido que los dos últimos sondeos del ISC[3]. En abril de 2008, la mayor parte, un 46% de los españoles, valoraba como mala o muy mala la situación económica actual y señalaba que empeoraría en los doce meses siguientes. Al observar la evolución de estas opiniones desde abril del año 2006, se manifiesta un cambio de tendencia muy negativo en los dos últimos años. En abril de 2006 y 2007 existía un equilibrio entre las respuestas favorables y desfavorables. La mayoría de los entrevistados optaba por una opción poco comprometida: la situación económica era regular e iba a continuar siéndolo en los siguientes meses. En diciembre de 2007 se produjo un primer cambio: el porcentaje, 36%, de quienes creen que la situación es mala es el doble de quienes dan una respuesta positiva; pero la mayoría, 44%, continúa inclinándose por la opción de "regular". En abril de 2008, según esta segunda fuente, ha continuado creciendo el tamaño de los pesimistas que han pasado a ser mayoría. A peor conclusión se llega con la lectura de las expectativas. Un 53% de los entrevistados con opinión (46% sobre el 86% que la expresan) prevé que empeore la situación económica y sólo un 12% espera una mejora (cuadro 2).

Cuadro 2

SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

	Abril 2008	Diciembre 2007	Abril 2007	Abril 2006	Junio 1993
Muy buena, buena	11	19	27	26	5
Regular	42	44	45	49	31
Mala, muy mala	46	36	27	25	62
NS/NC	1	1	1	1	1
Total	100	100	100	100	100

SITUACIÓN ECONÓMICA DENTRO DE 12 MESES

	Abril 2008	Diciembre 2007	Abril 2007	Abril 2006	Junio 1993
Mejor	10	10	14	16	13
Igual	30	42	41	39	39
Peor	46	35	27	29	26
NS/NC	14	13	18	16	22
Total	100	100	100	100	100

Fuente: Barómetros CIS 2.761, 2.745, 2.700, 2.640 y 2.062
P.- *"Refiriéndonos a la situación económica general de España ¿cómo la calificaría?"*
P.- *"Y ¿cree que dentro de un año la situación económica será…?"*

[3] Barómetros del CIS, 2.761, 2.745, 2.700, 2.640 y 2.062

Independientemente de la definición técnica de la palabra "crisis", los entrevistados, más de acuerdo con el significado que ofrece la Real Academia Española de la Lengua como "mutación considerable…" o una "situación dificultosa o complicada", han percibido una "mutación" dificultosa, complicada y considerable de sus referentes económicos, una "crisis" de la etapa de bonanza económica. El cambio de la tendencia de las principales magnitudes económicas se corresponde con una fuerte caída de la confianza del público.

Los agregados económicos podrán presentar una simple ralentización después de un largo periodo de creciente prosperidad, pero la imagen de la evolución económica en los últimos meses y para los próximos se percibe no tanto como un descenso a un nivel inferior de bienestar, sino como un cambio cualitativo importante.

A la experiencia reciente, valoración actual y expectativas para los próximos meses se añade otro factor relevante para describir la imagen actual de la economía. Para los consumidores, los dos primeros problemas nacionales y personales son las cuestiones de contenido económico en general y el paro. Aunque este ha venido ocupando el primer lugar de los problemas nacionales en la mayoría de los barómetros del CIS, los problemas económicos se situaban detrás de otros como la inmigración, la vivienda o el terrorismo. En el barómetro de abril de 2008, los problemas económicos de España y los del ámbito familiar han adquirido una gran relevancia para el público pasando el resto a un segundo plano.

Las encuestas de diferentes organismos e instituciones refuerzan resultados cualitativamente iguales. El diagnóstico de la opinión pública es poco discutible: la situación económica se considera mala, ha empeorado con rapidez en los últimos meses y no se espera que mejore en los próximos. La economía ha venido a ocupar el centro de la preocupación de los españoles.

Hace quince años, junio de 1993, el ISC señalaba un pesimismo muy superior al manifestado en el último sondeo. También en el barómetro correspondiente del CIS[4] las respuestas eran más negativas. Un 62% decía que la situación era mala o muy mala en aquel momento, con una diferencia de 16 puntos respecto a la actual. Una valoración sensiblemente peor se centra en las expectativas. El porcentaje, 10%, de quienes creen que mejorará la economía en los próximos meses es inferior al de junio de 1993, un 13%. La mayoría de los consumidores duda de la posibilidad de corregir la tendencia de la economía en los próximos meses con un porcentaje de apoyo a esta opinión superior al del año 1993.

2. Subíndices del ISC

En los últimos doce meses, los cinco subíndices del ISC –experiencia reciente de la economía nacional y familiar, las expectativas sobre las mismas y la valoración del momento para comprar bienes de equipamiento– muestran un notable retroceso (cuadro 3).

Cuadro 3

CAÍDA DE LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES

	Junio 1993	Junio 1992	% Variación	Junio 2008	Junio 2007	% Variación
I.S.C.	**56**	**79**	**-29%**	**66**	**85**	**-22%**
Situación económica general						
Experiencia	29	58	-50%	58	83	-30%
Expectativas	65	70	-7%	67	91	-26%
Situación económica familiar						
Experiencia	68	89	-24%	76	91	-16%
Expectativas	84	99	-15%	82	96	-15%
Valoración del momento de compra	35	81	-57%	47	66	-29%

Las mayores caídas de los valores corresponden a las cuestiones relativas a la economía nacional. La confianza de los consumidores era superior al valor medio de la serie 1977-2008, 82, hasta el primer cuatrimestre del año 2008, con una fuerte caída de la experiencia sobre la evolución de la economía nacional entre los meses de junio de 2007 y 2008. El último sondeo de junio muestra una experiencia relativamente algo más optimista que en febrero. Este dato señala que no se ha producido un aumento de la caída de la confianza en los últimos meses.

[4] Barómetro CIS 2.062.

El brusco cambio del sentimiento económico de los consumidores ha aparecido en otros años de la reciente historia económica de España. En la ya larga serie del ISC, los peores resultados corresponden al año 1993. El mínimo absoluto de la serie, 50, se produjo en febrero de ese año. También en noviembre de 1981 y febrero de 2003 se registraron retrocesos del ISC, pero no tan acusados. Resulta interesante comparar los resultados de la encuesta en la crisis más importante del pasado (1993) con los recogidos actualmente.

En el cuadro 3 se manifiestan diferencias importantes entre la pérdida de confianza en junio de 1993 y junio de 2008:

- El "sentimiento" económico de los consumidores es actualmente mejor que en el año 1993 y el retroceso en el último año ha sido menor. Otra cuestión es prever si el ISC continuará retrocediendo en los próximos sondeos a causa de una mayor desconfianza.

- Las expectativas respecto a la evolución de la economía nacional y familiar muestran valores parecidos en junio de 1993 y de 2008. Aunque la caída de las primeras es muy superior en 2008 con respecto a 1993.

- El público entre junio de 1992 y 1993 tuvo una percepción de retroceso de la economía nacional muy superior al percibido en los últimos doce meses.

- La valoración del momento para comprar bienes de equipamiento como indicador del consumo doméstico fue sensiblemente peor y sufrió una caída mucho más importante en 1993.

En general, la percepción de un retroceso en la marcha de la economía y sus consecuencias personales fue más grave en junio de 1993. Esta diferencia se debe básicamente a la peor valoración del comportamiento de la economía nacional en los doce meses anteriores. La recuperación desde el valor mínimo de 1993 costó tres años hasta alcanzar el valor medio en junio de 1996.

3. Los optimistas

El cuadro 4 muestra los porcentajes de individuos que expresan opiniones favorables respecto a distintos aspectos de la economía nacional y familiar, así como de las expectativas.

Cuadro 4

TAMAÑO DE LOS GRUPOS OPTIMISTAS 2000-2008 (EN PORCENTAJE)

	2008		2007			2006	2005	2004	2003	2002	2001
	Junio	*Febrero*	*Noviembre*	*Junio*	*Febrero*	*Media*	*Media*	*Media*	*Media*	*Media*	*Media*
A. Situación económica del País											
1. Ha mejorado	5	7	10	13	10	13	13	14	13	18	26
2. Mejorará	8	9	11	12	14	15	20	20	15	19	21
B. Situación económica familiar											
1. Ha mejorado	7	8	12	12	12	15	13	12	12	15	19
2. Mejorará	10	12	12	13	15	17	19	17	17	19	22
C. Demanda: consumo familiar											
1. Buen momento de compra	6	8	9	10	11	10	13	13	11	11	25
2. Comprará más	5	5	9	6	7	7	9	10	7	9	11
D. El Paro											
1. Disminuirá	10	11	11	17	16	16	17	15	16	12	20
E. La inflación											
1. Ha aumentado poco	12	20	23	24	25	22	22	18	16	31	43
2. Aumentará poco	14	25	32	40	34	36	37	53	55	39	52
F. Ahorro											
1. Aumentará	30	33	39	36	35	37	37	35	35	41	46

Nota: Las cifras del cuadro señalan los porcentajes de individuos optimistas. Se han redistribuido los porcentajes de NS/NC; el resto hasta 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.
Fuente: Sondeo de FUNCAS, junio 2008.

Los porcentajes del cuadro no dejan duda de la escasa presencia de consumidores optimistas. En todos los aspectos analizados, los grupos de optimistas son pequeños, relativamente el más alto corresponde al grupo de individuos que espera ahorrar.

Sólo un 8% cree que la economía nacional mejorará en los próximos doce meses. En relación con esta opinión sólo un 10% piensa que el paro disminuirá y un 14% que los precios aumentarán poco.

Es interesante comparar la situación de estos grupos en junio de 2008 con la del mismo mes del año anterior y con la de febrero de 2008. La percepción de la reciente evolución de la economía nacional y la inflación son los aspectos con mayor pérdida de individuos optimistas.

4. 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; no ha cambiado y mejorará, y ha empeorado y mejorará.
- Quienes expresan una situación **sin cambio**: la economía permanecerá igual y el entrevistado no espera cambios.
- Los **pesimistas:** la situación ha empeorado y se agravará; ha empeorado y seguirá igual; no ha cambiado y empeorará, y ha mejorado y empeorará.

Economía nacional

El tipo de opinión sobre la economía nacional más extendido es el que expresa cierto grado de pesimismo. Un 68% es el porcentaje total de pesimistas y se distribuye entre un 50% 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"; un 13% de opiniones más matizadas: "su situación ha empeorado y seguirá igual o no ha cambiado pero empeorará", y un 5%: que manifiesta que "la economía ha mejorado pero empeorará" y "no ha cambiado y empeorará" (cuadro 5A).

Cuadro 5

TIPOS DE OPINIÓN ECONÓMICA. JUNIO 2007-2008

A

Experiencia	Expectativas sobre la economía nacional							
	Mejorará		Seguirá igual		Empeorará		Suma	
	Junio 2008	Junio 2007	Junio 2008	Junio 2007	Junio 2008	Junio 2007	Junio 2008	Junio 2007
Ha mejorado	3	7	2	6	1	-	6	13
Sin cambios	2	4	22	37	4	4	28	45
Ha empeorado	3	3	13	14	50	25	66	42
Suma	8	14	37	57	55	29	100	100

B

Experiencia	Expectativas sobre la economía familiar							
	Mejorará		Seguirá igual		Empeorará		Suma	
	Junio 2008	Junio 2007	Junio 2008	Junio 2007	Junio 2008	Junio 2007	Junio 2008	Junio 2007
Ha mejorado	4	6	3	5	1	1	8	12
Sin cambios	4	5	37	51	7	4	48	60
Ha empeorado	3	3	11	9	30	16	44	28
Suma	11	14	51	65	38	21	100	100

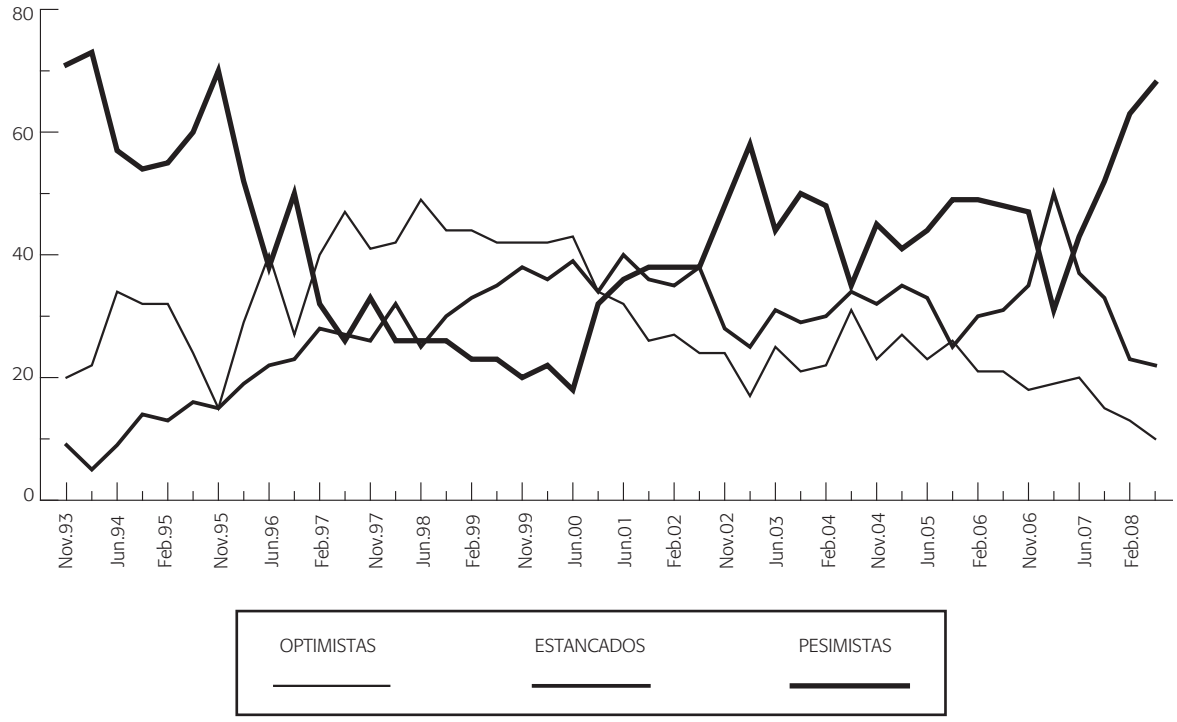
Los individuos que no aprecian cambios: "la economía nacional permanecerá estable" representan el 22% de la población, registrando una caída de 15 puntos en un año.

Por último, sólo un 10% de los encuestados aprecia una evolución favorable de la economía. Entre estas personas, el tamaño del grupo radicalmente optimista está representado sólo por un 3% de la población: "La economía nacional muestra una tendencia positiva, ha mejorado y seguirá haciéndolo en los próximos meses". Por cada consumidor radicalmente optimista, más de dieciséis son radicalmente pesimistas.

El gráfico 5 recoge la evolución de los tipos de opinión sobre la economía nacional desde noviembre del año 1993. El mayor porcentaje de **pesimistas** de la serie correspondió al sondeo de noviembre de 1993. Durante los siguientes, el pesimismo se fue reduciendo hasta un mínimo en el año 2000, pero desde junio de ese año vuelve a aumentar. Entre febrero de 1997 y junio de 2000, el porcentaje de **optimistas** superó a los **pesimistas**. A partir de este sondeo, las respuestas negativas aumentan, e incluso, superan a quienes perciben una situación de estabilidad.

Gráfico 5

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL



Las diferencias entre los meses de junio de 2007 y de 2008 son importantes. Los pesimistas han crecido el doble. Uno de cada dos españoles cree que se ha producido un deterioro de la economía que continuará en los próximos meses

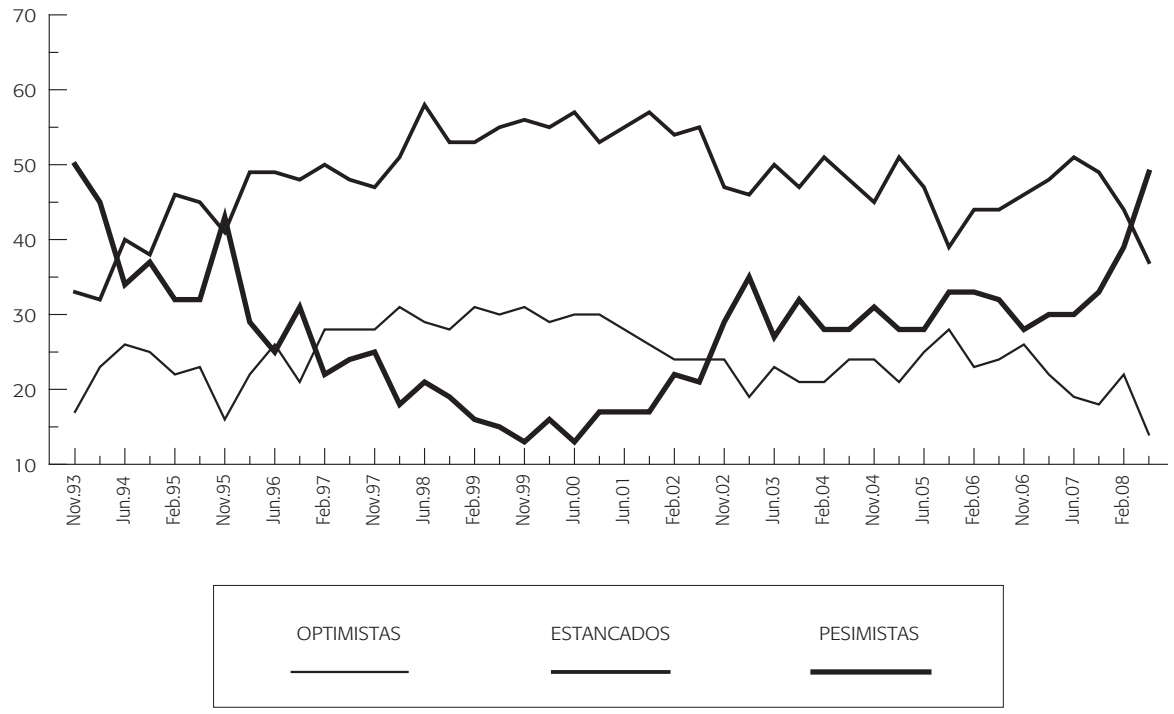
Economía familiar

Respecto a la economía familiar, el grupo de opinión más amplio, 49%, percibe que su situación económica se ha erosionado en el último año. Entre los pesimistas destaca el grupo que piensa que su situación en junio de 2008 es peor que en junio de 2007 y espera estar peor el año próximo, 30%. Otro 11% percibe que ha sufrido una pérdida en su capacidad económica, pero que no continuará esta caída (cuadro 5B).

El gráfico 6 muestra la evolución de los tres tipos de opinión sobre la economía familiar. Desde junio de 1994, el porcentaje de individuos que no percibe cambios en su situación económica es el más alto. Entre febrero de 1997 y junio de 2002, los optimistas son más numerosos que los pesimistas. Desde ese sondeo, los pesimistas sobrepasan a los optimistas. Esta diferencia se mantiene en los siguientes sondeos y aumenta en el último, e incluso, actualmente los pesimistas superan a quienes perciben una situación de estancamiento.

Gráfico 6

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR



5. Ingresos, edad y sentimiento económico

La renta y la edad de los consumidores se relacionan con los valores del ISC. En el cuadro 6 aparecen los datos correspondientes a los sondeos de junio de los años 2005 a 2008.

El ISC de los individuos con rentas altas, 78, se sitúa doce puntos por encima del valor del ISC general y también es superior al ISC de los grupos de ingresos medios y bajos. En junio de 2008, la distancia del ISC de los individuos de rentas altas ha aumentado considerablemente respecto a los de rentas medias y bajas.

Según la edad, los individuos de 55 y más años son relativamente algo más pesimistas y los jóvenes, de 18 a 34 años, los más optimistas, aunque para este grupo la pérdida de confianza en los últimos tres años ha sido muy fuerte. Las diferencias en el retroceso de la confianza entre los distintos grupos de edad son bastante similares.

Cuadro 6

RENTA, EDAD Y SENTIMIENTO ECONÓMICO (ISC)

Rentas:	Junio 2008	Junio 2007	Junio 2006	Junio 2005	Variación % sobre 2005	Edad:	Junio 2008	Junio 2007	Junio 2006	Junio 2005	Variación % sobre 2005
Bajas	56	81	76	77	-27	18/34 años	70	93	91	95	-28
Medias	67	86	87	80	-16	35/54 años	67	86	84	83	-19
Altas	78	87	93	93	-16	55/ + años	61	78	84	78	-22
ISC	66	85	84	86	-23	**ISC**	66	85	84	86	-23

Fuente: Encuesta FUNCAS-Investiga, junio 2008.

6. Evolución del paro

En junio de 2008, un 11% de los entrevistados estima que el paro disminuirá, mientras que un 19% espera que se mantendrá estable, el resto, una amplia mayoría, 70%, prevé que aumentará. La diferencia entre estos tipos de respuestas es pequeña según renta y edad. Los grupos relativamente más pesimistas son los de menor renta y los comprendidos entre 35 y 54 años.

Al comparar los últimos datos de expectativas de paro con los del año anterior se observa un aumento importante del grupo de pesimistas, más del 100%. Las expectativas sobre el paro en 2008 son las peores desde el año 2003 (cuadro 7).

Cuadro 7

EXPECTATIVAS DE PARO SEGÚN RENTA Y EDAD. JUNIO 2008

	Ingresos:								Edad:					
	Total		*Bajos*		*Medios*		*Altos*		*18-34*		*35-54*		*55 y más*	
El paro en los próximos 12 meses	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*
Aumentará	70	33	77	38	72	33	65	48	68	33	72	32	68	36
Seguirá igual	19	49	15	51	15	45	19	36	19	48	18	52	21	48
Disminuirá	11	18	8	11	13	22	16	16	13	19	10	16	11	16
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Encuesta FUNCAS-Investiga, junio 2008.
P.- *"El paro en los próximos 12 meses: aumentará..."*

7. La inflación

La tasa de inflación media anual del año 2007 se situó en el 2,8%. Los consumidores podían considerarla un buen resultado, y un 24% opinaba que los precios habían subido poco y la inflación no era un problema importante. Los precios en la última parte del pasado año y los primeros meses del año 2008 se han comportado peor por la presión al alza de las materias primas, en general, y del petróleo, en particular. Además, el aumento ha sido bastante superior para los bienes con mayor presencia en la cesta de la compra de las clases con rentas medias o bajas. En este contexto, la percepción del público es notablemente más pesimista y ha aumentado el grupo de consumidores que espera una aceleración de la tasa de inflación (cuadro 8).

Cuadro 8

AUMENTO DE LOS PRECIOS SEGÚN RENTA Y EDAD. JUNIO 2008

	Ingresos:								Edad:					
	Total		*Bajos*		*Medios*		*Altos*		*18-34*		*35-54*		*55 y más*	
En los últimos 12 meses:	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*
Han subido mucho, bastante	86	76	95	83	84	76	74	79	85	73	88	77	88	78
Subido poco, igual o bajado	14	24	5	17	16	24	26	21	15	27	12	23	12	22
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
En los próximos meses:														
Más rápido	16	8	14	8	19	6	20	15	16	9	15	6	18	8
Al mismo ritmo	53	52	56	58	43	49	37	49	50	49	52	54	46	53
Más despacio, no subirán, bajarán	31	40	30	34	38	45	43	36	34	42	33	40	36	39
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Encuesta FUNCAS- Investiga, junio 2008
P.- *"En el curso de los últimos 12 meses ¿diría Vd. que los precios para los consumidores han subido…?*
P.- *"Durante los próximos 12 meses ¿diría Vd. que los precios han aumentado?*

Las diferencias según la renta de los consumidores muestran una mayor preocupación en el grupo de menores ingresos que ha sentido más el aumento de los precios por la composición de su particular cesta de la compra.

8. Inflación y paro

El aumento simultáneo de la inflación y del paro en la economía crea una situación de incertidumbre entre los consumidores. Y en los últimos meses del año 2007 y la primera parte de 2008, la tendencia de ambas magnitudes ha sido negativa: los incrementos mensuales de los precios han sido superiores a los registrados en los correspondientes meses del año anterior y las cifras de parados han roto su comportamiento favorable pasado y su tasa se aproxima al hito del 10%.

La doble amenaza de precios y paro ha contribuido a un indudable deterioro de los resultados del último sondeo. El cuadro 9 recoge las expectativas sobre el paro y la inflación. Una amplia mayoría prevé un aumento del paro.

Cuadro 9

PARO E INFLACIÓN

	La tasa actual de paro:			
La tasa actual de inflación:	Aumentará	Aproximadamente igual	Disminuirá	Total
Aumentará	14	1	1	16
Aproximadamente igual	36	10	4	50
Disminuirá	21	8	5	34
Total	71	19	10	100

Así, un 71% de los entrevistados no duda de que aumentará la tasa actual de paro, y sólo un 19% espera que se mantenga el nivel de empleo. Los precios preocupan relativamente menos. Un 50% dice que se mantendrá una tasa de inflación parecida (cuadro 9).

El temor de los españoles hacia el incremento del paro se confirma con su primer puesto en el orden de los problemas del país. La relación entre este sentimiento y la crisis de sectores como el de la construcción de viviendas aumenta la incertidumbre sobre el empleo en los próximos meses. El grupo más pesimista, 14%, espera un deterioro de ambas magnitudes: empleo e inflación, y sólo un 5% prevé que continúe un periodo favorable de reducción del paro y sostenimiento de los precios.

9. Ahorro y situación financiera de los hogares

Un 30% de los consumidores consigue ahorrar; la mayoría, 59% gasta todos sus ingresos, no tiene capacidad para destinar parte de su renta al ahorro doméstico e, incluso, un segmento de población más pequeño, pero significativo, 11%, aumenta su endeudamiento o precisa de la ayuda familiar. El nivel de renta se relaciona estrechamente con esta distribución de los consumidores. En el grupo de rentas bajas, el porcentaje que acumula deudas supera ampliamente a los ahorradores, mientras que la mayoría de los individuos en el grupo de rentas altas consigue ahorrar. Esta diferente situación según los ingresos se mantiene sin cambios significativos en todas las encuestas. Entre junio de 2007 y 2008, la reducción del porcentaje de ahorradores y el aumento de quienes acumulan deudas es pequeño, pero representa un número importante de familias cuya situación económica ha empeorado (cuadro 10).

Cuadro 10

SITUACIÓN DEL HOGAR (JUNIO 2007 – 2008, EN PORCENTAJE)

			Rentas:						Edad:					
	Total		*Bajas*		*Medias*		*Altas*		*18-34*		*35-54*		*55 y más*	
	Junio 08	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*	*Junio 08*	*Junio 07*
Pueden ahorrar	30	33	11	12	31	34	58	59	40	45	31	34	21	21
Llegan fin de mes	59	58	70	61	55	57	34	34	50	47	58	57	69	68
Acumulan deudas	11	9	19	27	14	9	8	6	10	8	11	9	10	11
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

P.- *"¿Cuál diría Vd. que es la situación actual de su hogar...?*

La edad influye menos en esta distribución de los hogares, aunque el porcentaje de jóvenes ahorradores es superior al de los mayores de 35 años. Este resultado parece contradecir la idea de la escasa capacidad económica de los jóvenes. Los menores ingresos de este grupo pueden influir más en su independencia de la familia de origen que en su disponibilidad de dinero para gastar o ahorrar. Aplazar la edad para formar una familia independiente, retrasar el nacimiento del primer hijo, no tenerlos o reducir su número, son cambios de la conducta familiar debidas, en parte, a los bajos ingresos. Esta situación se compensa en el ámbito económico por "vivir" en la familia de origen.

10. Los problemas de los españoles

En el primer sondeo de la encuesta de FUNCAS-Investiga de 2008 se produjo un cambio profundo de la opinión de los españoles sobre la economía nacional y sus efectos en la vida familiar. El siguiente sondeo de junio ha reforzado ese diagnóstico mayoritario de los consumidores que perciben que el periodo de bonanza ha concluido y las previsiones de muchos economistas[5] señalan un escenario para los próximos meses poco propicio para que los ciudadanos retomen la senda del optimismo.

Se afirma que el anuncio de malos tiempos genera una imagen pesimista que conduce a una conducta del público acorde con ella y que afecta negativamente a la resolución del problema. En este caso, como parte de un programa general de recuperación, parece conveniente elaborar una estrategia "adecuada a la sociedad de la comunicación"[6] y evitar términos que provocan algún tipo de emoción pesimista o debatir abiertamente las cuestiones que configuran el núcleo de las preocupaciones de la ciudadanía.

Pero en una situación de pluralidad de medios de comunicación, las tácticas de persuasión de la opinión pública para alcanzar los objetivos de las políticas económicas tienen un problema: no se consigue orientar las decisiones económicas de la población en la buena dirección para la economía si se pierde la credibilidad por falta real o subjetiva de transparencia.

Parece conveniente aceptar el estado de la opinión pública y la interpretación subjetiva de la mayoría sin forzar el significado corriente y popular de las palabras por términos técnicos. En los dos sondeos realizados durante los seis primeros meses de 2008, los resultados exponen una opinión de los ciudadanos ampliamente mayoritaria que se muestra preocupada por la economía. En este marco, la ordenación de los problemas de la sociedad española ha cambiado. Algunas materias no se han resuelto, pero han dejado paso a la economía. Las cuestiones de índole económica y el paro ocupan los dos primeros puestos de la relación sobre los tres principales problemas de España. Las diferencias entre el paro y el resto de cuestiones en las que prima su carácter económico son pequeñas, pero más importante es observar el aumento, respecto al año 2006, de las personas que colocan la economía entre los tres principales problemas de España. Hace dos años, la situación económica y nacional era un problema sólo para un 20% de los individuos. Si la comparación se remonta a 1993 (el año de la serie con el mínimo absoluto del valor del ISC) un 31% la colocaba entre los tres principales problemas. Estas observaciones, junto a la preocupación por el paro, coloca actualmente a la economía en el centro de la atención de los españoles. El resto de los temas son también importantes, pero la opinión pública manifiesta la prioridad de la economía (cuadro 11).

Cuadro 11

LOS PROBLEMAS NACIONALES

Problemas	Abril 2008	Diciembre 2007	Abril 2007	Abril 2006	Septiembre 1993
1. El Paro	52	39	37	50	90
2. Índole económica	49	33	18	20	31
3. Terrorismo, ETA	31	40	37	25	13
4. Inmigración	26	27	32	30	-
5. Vivienda	26	29	32	25	6
6. Inseguridad ciudadana	12	14	17	18	18
7. Droga	-	-	-	-	36

P.- *"¿Cuáles son los tres problemas principales que existen actualmente en España? Respuesta espontánea. Máximo tres respuestas.*
Fuente: Barómetros 2.761, 2.700, 2.640, 2.630 y 2.066 del CIS.

Al pasar a los problemas personales se acentúa la importancia de los problemas económicos. En el año 2006 había cierto equilibrio entre la importancia atribuida a los problemas económicos, el paro y la vivienda. En el último sondeo, el 47% de los ciudadanos subraya la importancia que las cuestiones económicas tienen para los hogares es-

[5] Mª Jesús Fernández y Ángel Laborda, "La economía española ante un amargo final de ciclo", *Cuadernos de Información Económica,* nº 204, pág. 25 y ss.

[6] George Lakoff, "No pienses en un elefante", Ed Complutense, Madrid, 2007, pág. 9.

pañoles en la primera parte del año 2008. Al comparar con los sondeos de abril de 2006 y 2008 se observa un incremento prácticamente del 100%. El ciudadano medio expresa en la relevancia de las cuestiones económicas su temor al posible recorte de su capacidad de consumo o su bienestar (cuadro 12).

Cuadro 12

LOS PROBLEMAS PERSONALES

Problemas	Abril 2008	Diciembre 2007	Abril 2007	Abril 2006
1. Índole económica	47	36	22	24
2. El Paro	24	18	18	24
3. Vivienda	23	24	25	20
4. Terrorismo, ETA	10	8	13	5
5. Calidad del empleo	10	13	14	11
6. Inseguridad ciudadana	8	9	10	10
7. Inmigración	10	11	13	13

P.- *¿Cuáles son los tres problemas que a Vd. personalmente le afectan más? Respuesta espontánea. Máximo tres respuestas.*
Fuente: Barómetros 2.761, 2.700, 2.640 y 2.630 del CIS.

FUENTES ESTADÍSTICAS

La empresa Investiga realizó el trabajo de campo para FUNCAS en la primera semana de junio 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 también los datos de los Barómetros del CIS de los meses de diciembre de 2000 a 2007, Estudios 2.630, 2.066, 2.062, 2.640, 2.745, 2.761 y 2.700

Las economías emergentes ante la desaceleración mundial

*Alicia García Herrero**

1. Introducción

La difícil situación que enfrentan los países desarrollados, y en especial EE.UU., tuvo su origen –como en muchas otras ocasiones– en el sector financiero. El detonante de la crisis fue el fuerte aumento de los impagos de préstamos hipotecarios en el sector de mayor riesgo en EE.UU. (el *subprime*), que es el que ha dado nombre a la crisis, lo que no significa que sea el único factor, ni siquiera el más importante.

De hecho, tras el verano, los problemas se han extendido hacia una gran variedad de agentes, activos y mercados. Así, a día de hoy siguen sin mitigarse las tensiones en los mercados monetarios, a pesar de las medidas adoptadas por los principales bancos centrales. La Reserva Federal ha sido, sin duda, el más activo con un agresivo recorte de tipos oficiales, incremento de inyecciones de liquidez a las entidades financieras mediante varios programas de préstamo y su intervención en la reciente compra de Bear Stearns por parte de JP Morgan. El BCE, con una estrategia diferente, ha tratado de alargar los plazos, en lugar de incrementar la liquidez del sistema. El último en incorporarse a esta sucesión de medidas ha sido el Banco de Inglaterra, con el anuncio de una nueva facilidad de liquidez, que amplia los colaterales aceptados y prolonga de forma significativa los plazos de la misma.

Los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios. Las primas de riesgo de crédito continúan elevadas y los problemas de emisiones a nivel global persisten. De hecho, la leve apertura de los mercados primarios se está produciendo a costes muy elevados. Además, se han visto afectados otros agentes, como las aseguradoras de bonos. Igualmente, se han registrado pérdidas sustanciales en otras clases de activos más allá de los residenciales, incluyendo los bonos municipales y los préstamos apalancados, especialmente en EE.UU. En este difícil contexto, las entidades financieras se han visto obligadas a reconocer importantes pérdidas derivadas de la merma de valor de sus carteras de activos, que superan ya los 200 mil millones de dólares.

En parte, como consecuencia de los problemas en el sector financiero, se ha producido una fuerte desaceleración de la economía norteamericana y, en menor medida, de Europa y Japón.

En EE.UU., el mercado inmobiliario continúa sin estabilizarse y contribuyendo negativamente al crecimiento, a la vez que el consumo se debilita progresivamente, como consecuencia del deterioro de la confianza del consumidor y del empeoramiento del mercado laboral. Aunque las autoridades monetarias y fiscales han tomado medidas rápidas para frenar la desaceleración, la situación sigue siendo difícil.

Por su parte, la desaceleración de la economía europea está siendo mucho más gradual y moderada, gracias a la fortaleza mostrada por la economía alemana, que se está viendo favorecida por la mayor diversificación de sus exportaciones, especialmente hacia Asia, que esta aguantando muy bien la desaceleración en EE.UU. Sin embargo, a la vista de que las tensiones financieras en Europa son similares a las de EE.UU.

* Economista Jefe para Mercados Emergentes del Servicio de Estudios del BBVA.

[1] Se agradece la colaboración de José Ramón Perea y Yalan Liu en la provisión de datos y comentarios. Los errores son, obviamente, de la autora.

y que algunos países miembros ya están haciendo frente a una desaceleración cíclica (especialmente España e Irlanda), cabe esperar que las actuales turbulencias, el deterioro de la economía estadounidense y una excesiva fortaleza del euro terminen impactando a la zona euro.

Ante esta difícil situación parece sorprendente que las economías emergentes no se hayan visto apenas afectadas en su crecimiento. De hecho, en anteriores ocasiones cuando el mundo desarrollado sufría una fuerte desaceleración, las economías emergentes solían sufrir aún más y, en algunos casos, podían acabar en una crisis financiera de tamaño considerable. En otras palabras, estas economías solían amplificar los ciclos de los países desarrollados. El motivo de dicha amplificación venía claramente por el canal financiero puesto que las restricciones de crédito en las economías emergentes eran tan importantes que cualquier aumento del coste de capital o reducción del acceso a la financiación externa les ponía en grave dificultad. Además, la denominación de pasivos en moneda fuerte aumentaba el riesgo asociado a una depreciación de la moneda local que solía ocurrir cuando el capital extranjero se retiraba de un determinado país.

La pregunta evidente es por qué el proceso ha de ser distinto en esta ocasión. La respuesta que ofrezco en este artículo es que las fortalezas de las economías emergentes son hoy mucho más evidentes que hace uno años, en parte gracias a las lecciones extraídas de las crisis anteriores. En la sección siguiente haré repaso de dichas fortalezas. Para ello me concentraré en dos regiones: Asia y América del Sur dada la importancia sistémica de la primera y la relevancia para la economía española de la segunda.

Una vez analizadas las fortalezas, me concentraré –en la sección tres– en las debilidades aún presentes en estas economías, o en algunas de ellas, lo que nos debería permitir identificar mejor los riesgos a futuro.

2. Por qué un impacto limitado de la crisis: fortalezas

Muchas cosas han cambiado en Asia Emergente y América del Sur desde sus últimas crisis y la mayoría a mejor.

En primer lugar, ambas regiones son mucho más ricas. De hecho, la renta per cápita (medida como capacidad de poder adquisitivo) se ha más que duplicado en Asia y aumentado un 60% en América del Sur (ver cuadro 1, fila 1)

Más allá de las ventajas generales derivadas de una mayor riqueza, otra muy importante es que sirve de base para una mayor contribución de la demanda interna al crecimiento, especialmente en lo que se refiere al consumo privado que ha aumentado su aportación al crecimiento sustancialmente en ambas regiones, más aún en Asia (cuadro 1, fila 3).

Por otro lado, la inversión también ha aumentado sustancialmente su aportación al crecimiento en América del Sur (cuadro 1, fila 4), lo que ha permitido aumentar la ratio de inversión sobre PIB a niveles comparables a los de la OECD (cuadro 1, fila 5). Asímismo, en Asia la contribución de la inversión al crecimiento se ha recuperado después de una fuerte caída tras la crisis asiática. De la misma manera, la inversión como porcentaje del PIB casi ha alcanzado ya los niveles que tenía antes de la crisis, aunque es cierto que esta evolución tan favorable se debe en una parte sustancial a los enormes esfuerzos de inversión de China.

La fortaleza de la demanda interna es uno de los puntos clave para valorar la resistencia de estas economías a un *shock* externo como el actual. Más allá de la mayor aportación al crecimiento del consumo e inversión, seria importante valorar si su soporte continuaría ante un desplome de la demanda. Para ello, una pregunta clave es qué parte de la inversión externa va dirigida a la demanda externa y qué parte a la interna.

Aunque la pregunta es difícil de responder con las estadísticas de las que disponemos, una primera aproximación muestra que la inversión en infraestructuras es cada vez más importante, no sólo en China, sino en una buena parte de América Latina. El resto de Asia emergente también se ha embarcado recientemente en una mejora de sus infraestructuras (India es quizás el caso más evidente,

Cuadro 1

	América del Sur			Asia		
	Actual	2000	1995	Actual	2000	1995
Renta per cápita	11.420	8.185	7.253	9.980	5.932	4.580
Aportación demanda interna	7.1	2.8	5.3	8.9	7.3	10.5
Consumo	3.4	0.6	0.8	4.05	1.7	3.6
Inversión	2.3	-0.1	0.3	4.8	2.5	4.3
Ratio Inversión PIB	22.10	17.70	20.40	36.4	31	37.3

Fuente: BBVA a partir de FMI y fuentes nacionales.

Cuadro 2

	América del Sur			Asia		
	Actual	2000	1995	Actual	2000	1995
Saldo público/ PIB	0.1	-2.8	-4.4	1.08	-2.1	-1.2
Saldo cc./PIB	1.7	-1.7	-2.4	6.3	2.04	-1.98
Reservas/PIB	15.00	9.80	9.70	42	21.8	14.6*

* No incluye Hong Kong en 1995.

aunque es un proceso bastante generalizado), que debería depender relativamente poco del ciclo exportador.

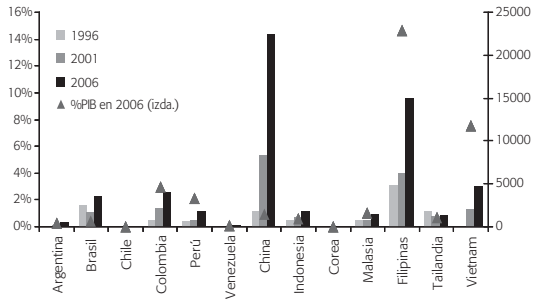
Otra fortaleza importante es la tendencia a superávit gemelos –en las cuentas externas y fiscales– que eran desconocidos hace pocos años en ambas regiones.

Comparando ambas regiones, América del Sur ha hecho un esfuerzo mayor en el ámbito fiscal (cuadro 2, fila 1) mientras que Asia lo ha hecho, aun en mayor medida, en el ámbito externo (cuadro 2, fila 2). Esto ha permitido una enorme acumulación de reservas internacionales, especialmente en Asia (cuadro 2, fila 3).

Más allá de la mejora en las cuentas externas, la estructura de los flujos de capital hacia las regiones emergentes también se ha vuelto más estable. Por un lado, la inversión directa extranjera ha ido aumentado en los últimos años hasta niveles del 3% del PIB, en media, en América del Sur y de un 2% del PIB en Asia emergente. Además las remesas de los emigrantes se han disparado en los últimos años. Este es el caso claro de Filipinas, donde las remesas alcanzaron 16% del PIB en 2006 (gráfico 1) y de Vietnam (8% del PIB). En América del Sur, Colombia y Perú reciben 3% y 2% del PIB, respectivamente.

Gráfico 1

Remesas (millones USD)



Fuente: Banco Mundial.

La mejora de las cuentas externas así como la mayor estabilidad de los flujos de capital hacia los países emergentes han permitido reducir la dependencia del capital extranjero. Con ello, se ha hecho mucho más difícil la amplificación del *shock* externo que están experimentando estas economías emergentes por el canal financiero.

Otra fortaleza muy importante respecto al pasado es la reducción del endeudamiento en ambas regiones, tras el fuerte aumento que se produjo durante las segunda mitad de los noventa. Ese empeoramiento se debió no sólo al mayor gasto fiscal sino también a la depreciación de las monedas locales que llevó a un fuerte aumento de la deuda en dólares (cuadro 3). En ambas regiones, la reciente reducción del endeudamiento es más evidente en la deuda externa y, en menor medida, en la deuda pública.

El endeudamiento del sector corporativo es muy moderado en América del Sur, con la excepción de Chile. En Asia, el endeudamiento de empresas se ha desacelerado, excepto en Corea. Las familias, por su parte, han aumentado sustancialmente en los últimos años su endeudamiento respecto a su renta disponible, aunque los niveles son aún muy moderados cuando se les compara con las economías desarrolladas. Un caso preocupante, de nuevo, es el de Corea que es también el que esta teniendo más problemas en la actual crisis. De hecho, el fuerte endeudamiento en moneda extranjera está llevando al won a una fuerte depreciación.

Otra fortaleza importante es que la distribución geográfica de las exportaciones de América del Sur y Asia emergente se ha equilibrado más. Como muestran los gráficos 2 y 3, América del Sur y Asia Emergente son mucho menos dependientes de las importaciones de EE.UU. En el caso de América del Sur, las exportaciones se están concentrando cada vez más en Asia y también dentro de la propia región. El fuerte aumento de exportaciones a Asia se explica por la fuerte demanda de materias primas en esa región. En el caso de Asia, el cambio en el patrón geográfico de las exportaciones se explica en buena media por la llamada "cadena de producción asiática" por la que varios países asiáticos se involucran en la producción de un solo bien aumentado sustancialmente los intercambios comerciales entre dichos países. La pregunta clave, en este caso, es cuanto de la demanda final se encuentra aún en occidente.

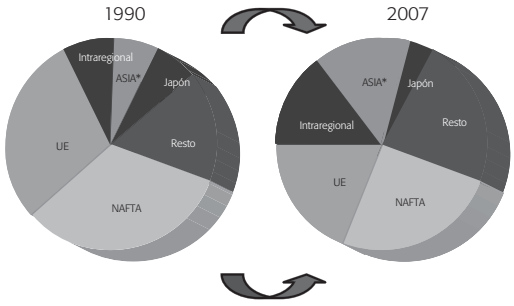
Cuadro 3

	América del Sur			Asia		
	Actual	2000	1995	Actual	2000	1995
Ratio deuda pública/PIB	37.3	40.4	30.4	37	40.1	30
Deuda externa/PIB	21.4	35.5	27.2	17.4	29.3	30.9
Servicio Deuda externa/PIB	3.3	7.6	3.8	1.9	4.1	3.5
Deuda externa denominada en USD sobre externa denominada en moneda extranjera	75.21	74.10	74.24	71.1	72.2	64.8

Fuente: BBVA a partir de fuentes nacionales.

Gráfico 2

DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES DE AMÉRICA DEL SUR



* Bangladesh, Bhutan, Cambodia, China, Fiji, India, Indonesia, Kiribati, Lao People´s Democratic Republic, Malaysia, Maldives, Myanmar, Nepal, Pakistan, Papua New Guinea, Philippines, Samoa, Solomon Islands, Sri Lanka, Thailand, Tonga, Vanuatu, Vietnam.
Fuente: DOTS y BBVA.

Gráfico 3

DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES DE ASIA EMERGENTE

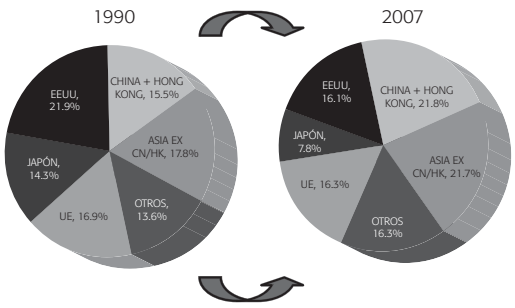
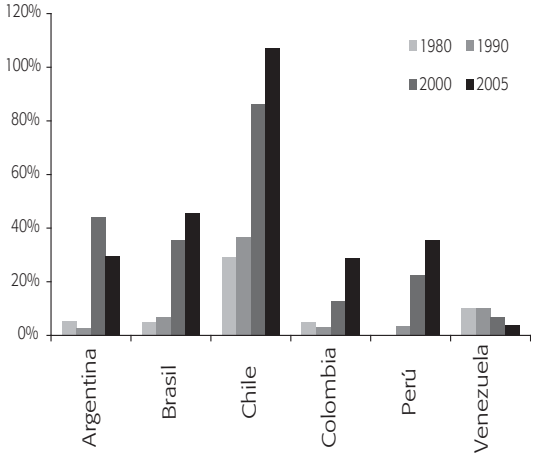


Gráfico 4

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL (% DEL PIB)



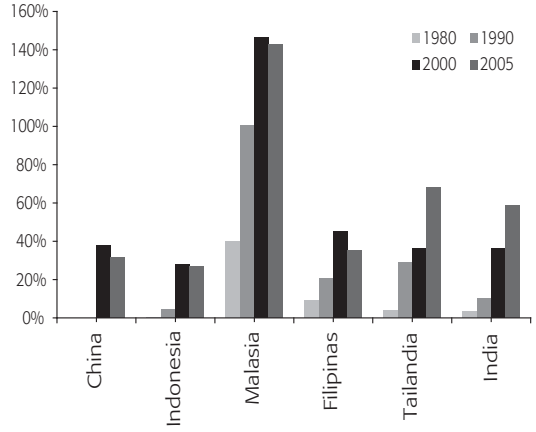
Fuente: WB

Por último, una fortaleza importante es el mayor tamaño alcanzado por el sector financiero en ambas regiones. El mercado bursátil cada vez está adquiriendo mayor dimensión y no a costa del sector bancario puesto que el crédito bancario como porcentaje del PIB sigue aumentado año tras año (gráficos 4-7). El tamaño del sector financiero en su conjunto es especialmente grande en Asia puesto que se equipara en muchos casos con los países industrializados.

El mayor peso del sector financiero es otra de las maneras de reducir la dependencia del capital extranjero en la medida en la que el ahorro interno se pueda intermediar de manera eficiente para financiar inversión productiva.

Gráfico 5

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL (% DEL PIB)

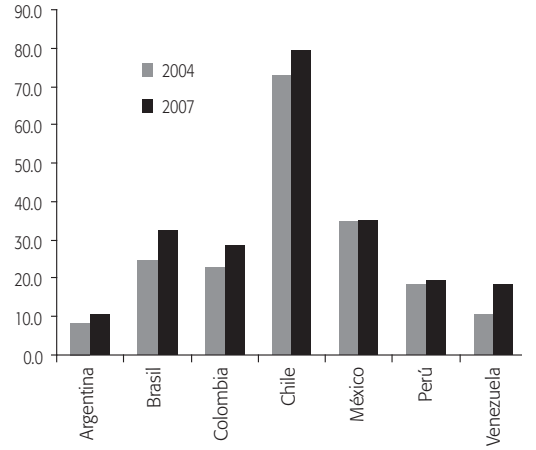


Fuente: WB

Gráfico 6

AMÉRICA DEL SUR: CRÉDITO BANCARIO

En porcentaje del PIB



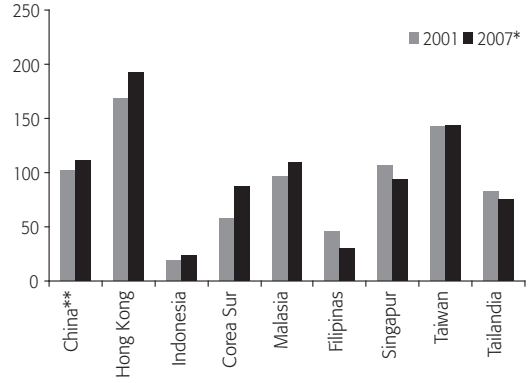
Además, el ahorro interno debería ser menos volátil que los capitales extranjeros.

Finalmente, la solvencia del sistema bancario también ha aumentado en ambas regiones tras la crisis que en algunos casos se originó en el sistema bancario o bien lo arrastró. En cualquier caso, la mejora es mucho más evidente en América Latina que en Asia, como se refleja claramente en las tasas de mora en los principales países (gráfico 8). Los motivos de esta diferencia tan marcada pueden ser varios: desde la calidad de la regulación y supervisión al papel que

Gráfico 7

ASIA: CRÉDITO BANCARIO

En porcentaje del PIB



hayan podido jugar los bancos extranjeros –mucho más presentes en América Latina que en Asia– en mejorar las prácticas bancarias y la gestión del riesgo.

3. Debilidades que persisten

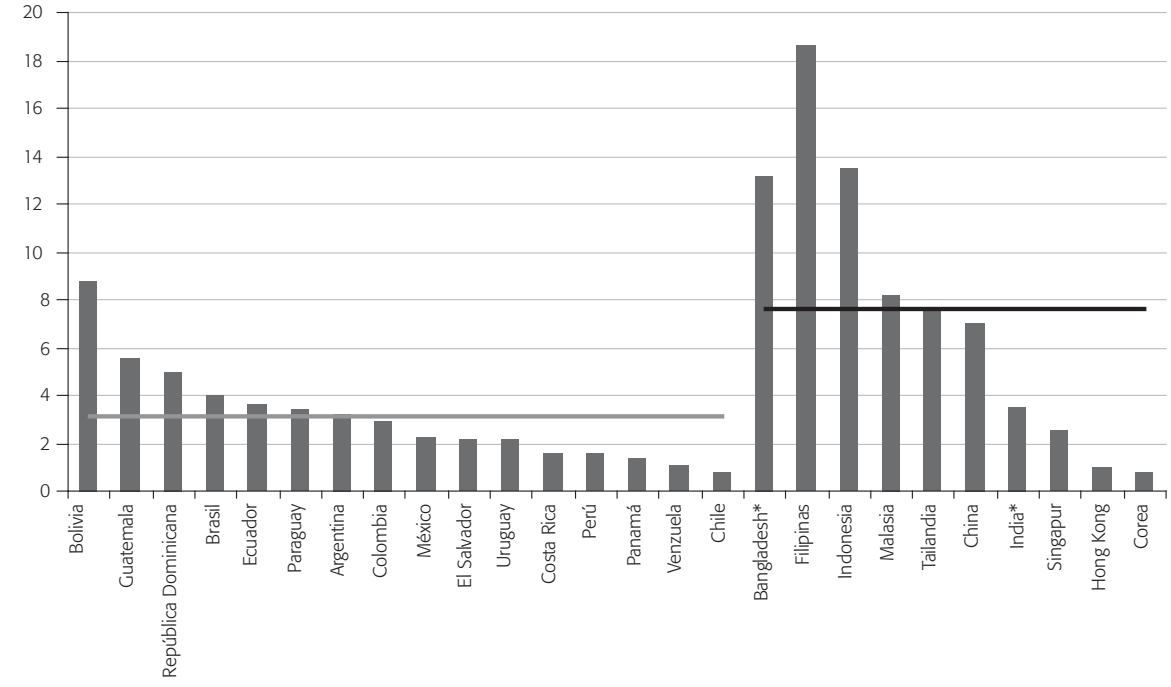
Aunque las fortalezas que han acumulado las economías emergentes son sin duda importantes, existen aun debilidades que las exponen a algunos riesgos en un entorno internacional desfavorable como el actual. Algunos riesgos atañen a ambas regiones y otros no.

Entre los primeros, cabe destacar la posibilidad de un cambio en el sentimiento del inversor que vuelva a percibir el universo emergente como muy arriesgado. Dada la elevada aversión al riesgo que reina en los mercados actualmente, esto podría llevar a importantes salidas de capital de estos países. En cualquier caso, y si nos atenemos a la entrada de flujos de cartera en el mercado bursátil, para los que hay datos más recientes, el riesgo de dichas salidas de flujos parece ser mucho menor en América Latina (ver gráficos 9 y 10).

Otra debilidad común a ambas regiones es el rápido aumento de la inflación en los últimos meses. En Asia, la situación parece más controlada en la medida que son fundamentalmente la energía y los alimentos los que han empujado el índice general de precios al consumo al alza (gráfico 11). En América Latina, en cambio, la inflación subyacente alcanza niveles similares a la inflación general (gráfico 12). Lógicamente una parte de la explicación es la

Gráfico 8

RATIO DE MOROSIDAD (2007)



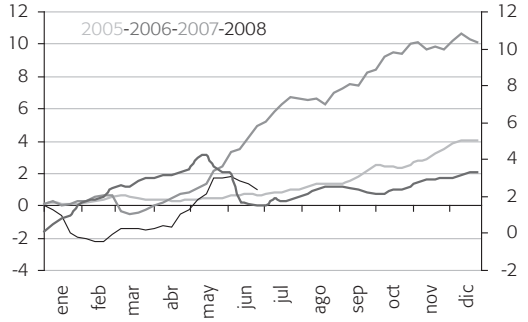
*2006

Fuente: FHI

Gráfico 9

LATAM: ENTRADAS ACUMULADAS EN RENTA VARIABLE

(mM $)

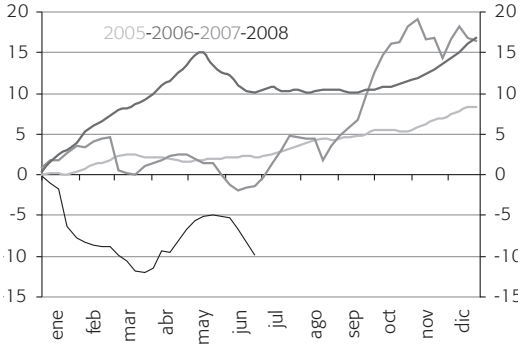


Fuente: EPFR.

Gráfico 10

ASIA: ENTRADAS ACUMULADAS EN RENTA VARIABLE

(mM $)

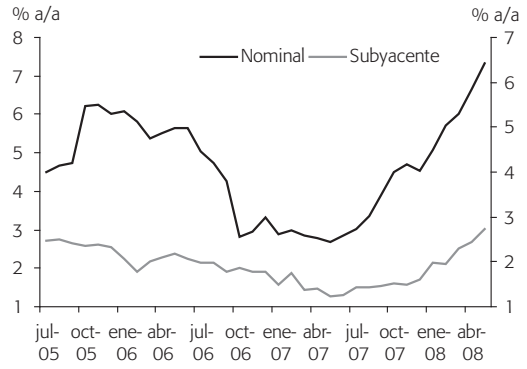


Fuente: EPFR.

especial situación de Argentina y Venezuela por los cuellos de botella en la oferta y las negociaciones salariales. En cualquier caso, aún excluyendo a estos países, la inflación subyacente sigue siendo mucho más cercana a la general en América Latina con lo que conlleva en términos de permanencia del *shock*.

Gráfico 11

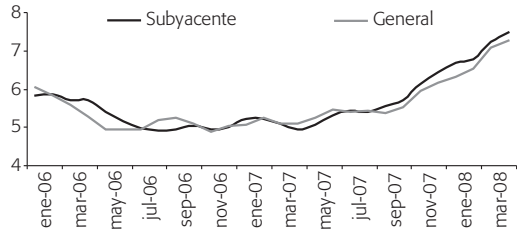
ASIA-6*: IPC NOMINAL VS. SUBYACENTE



Ponderado por PIB nominal 2000. Subyacente: Indonesia, Tailandia, Filipinas, Corea, Taiwan, India (WPI excombustible y prod. Básicos) y China (IPC ex-alimentos).

Gráfico 12

AMÉRICA DEL SUR: INFLACIÓN GENERAL VS. SUBYACENTE (A/A)



Fuente: Datastream.

Finalmente, existe una debilidad importante para la región latinoamericana: la fuerte dependencia de las exportaciones de materias primas, que –paradójicamente– es la que ha permitido acumular hasta ahora superávit por cuenta corriente en muchos países. Los precios actuales son tan elevados que parece difícil pensar que se puedan mantener en un futuro, aunque también existan motivos estructurales –fundamentalmente la continuidad del crecimiento de China e India – para pensar que tampoco deberían desmoronarse.

4. En conclusión

La crisis en los mercados financieros internacionales y la desaceleración en las principales economías, especialmente EE.UU., sin duda afectarán a las economías emergentes, como no podría ser de otro modo en un mundo globalizado. La novedad es que estas muy probablemente no amplificarán el impacto de ese *shock* negativo como ha venido ocurriendo en episodios pasados.

El motivo de este cambio estructural es que estos países han acumulado fortalezas importantes desde las últimas crisis que deberían protegerles de círculos viciosos como los experimentados con anterioridad. Dichas fortalezas estriban fundamentalmente en (i) una menor dependencia del capital externo gracias al menor endeudamiento y al superávit fiscal y exterior; (ii) la mayor diversificación geográfica de las exportaciones; y (iii) un sistema financiero mayor y más robusto.

Aunque las perspectivas son relativamente halagüeñas, no hay que olvidar que estas economías siguen teniendo problemas no resueltos. Quizás el más evidente sea la excesiva dependencia de las materias primas en el caso de América Latina. Por ultimo, las presiones inflacionistas recientes son también motivo de preocupación, especialmente si no se consigue atajar el traslado del aumento de los precios de materia primas al resto de componentes del IPC.

Tendencias recientes de la inversión directa extranjera mundial

*Isabel Álvarez**
*Raquel Marín***

1. Introducción

Los motivos de la IDE difieren según el nivel de desarrollo de los países, al igual que los factores que definen la capacidad de atracción de los flujos de capital procedente del exterior. Persisten, de hecho, notables desigualdades internacionales, siendo los países desarrollados los que continúan concentrando la mayor proporción de IDE de la economía mundial, tanto de entrada como de salida. No obstante, algunas tendencias recientes permiten observar cierto cambio en la orientación de esos flujos, detectándose una mayor incorporación de los países en desarrollo (PeD) en la escena global. Por otra parte, las formas de entrada también incrementan la diversidad en el ámbito de la IDE, siendo las fusiones y adquisiciones transfronterizas (FyA) las que han crecido notablemente en las últimas décadas; aunque estas operaciones también se llevan a cabo principalmente en los países de mayor renta per cápita, los PeD van ganando terreno en el conjunto mundial (UNCTAD, 2005; 2007).

La mayor parte de la literatura económica sobre IDE ha seguido una perspectiva centrada en los negocios internacionales[1], muy enfocada a entender el comportamiento de las grandes corporaciones que internacionalizan su actividad mediante la inversión y generación de capacidades productivas en los mercados exteriores. Sin embargo, sigue siendo escasa la evidencia empírica disponible construida desde un punto de vista de las economías nacionales, como puntualizaba S. Lall (2002). La reorientación geográfica de la IDE y el disímil grado de interacción del capital extranjero con las economías locales son algunos elementos de interés para analizar comparativamente el comportamiento de la IDE en general y de las fusiones y adquisiciones transfronterizas, en particular. La cuestión de fondo sería si el creciente protagonismo de la segunda forma de entrada responde al tipo de factores determinantes detectados en los estudios sobre IDE y desarrollo, así como a otros aspectos de carácter más cualitativo que tienen en cuenta el marco institucional de los sistemas nacionales de innovación en los países receptores.

Diversas aportaciones en la literatura económica confirman que la IDE puede contribuir al proceso de convergencia de las economías receptoras; también que las distintas estrategias tecnológicas de las empresas multinacionales (EMN) condicionan la generación y tamaño de los *spillovers*; y que la entrada de IDE mediante FyA genera un mayor compromiso de recursos y una mayor interacción con los sistemas productivos locales a los que se dirige. Algunas fuerzas conductoras parecen ser comunes a las dos formas de entrada. La evidencia empírica disponible está notablemente basada en la explicación que proporciona la teoría OLI de Dunning, en la que se argumenta la internacionalización de las empresas a partir de la combinación de ventajas de propiedad, localización e internalización, esto es, algunas inherentes a la empresa y a su organización y otras más vinculadas a los atractivos que ofrecen las condiciones locales, tales como el coste de los factores, la estructura de los mercados, el marco regulador, la dotación de infraestructuras o las cualificaciones de los trabajadores. No obstante, la capacidad explicativa de

* Dpto. Economía Aplicada II. Facultad de Económicas. Universidad Complutense de Madrid.

** Investigadora Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI).

[1] Lo que se conoce como el área de *International Business* en el contexto académico e institucional internacional.

estos factores puede diferir entre países desarrollados y países en desarrollo.

La hipótesis que estaría detrás es si las características de los sistemas nacionales en países con desigual nivel de desarrollo condicionan las posibilidades reales de *catching up* tecnológico que la IDE pueda generar. Cabe esperar que la evolución de los países, de acuerdo a su senda de desarrollo, esté unida al cambio en los flujos de inversión internacional y el crecimiento de las FyA. En la sección siguiente se exponen algunas ideas clave que emanan de las explicaciones sobre la internacionalización. En la sección tercera, se describe tanto el comportamiento de la IDE como las diferencias internacionales. En la sección cuarta se ilustra la evolución reciente de la IDE y de las FyA transfronterizas, sus factores determinantes y los aspectos más cualitativos, confirmándose la emergencia de nuevos actores en las formas de internacionalización. La sección quinta se dedica a exponer algunas conclusiones y algunas nuevas cuestiones para el debate y el análisis futuro en este ámbito.

2. Internacionalización, IDE y condiciones locales

La apertura de mercados, la búsqueda de mejoras de eficiencia y de nuevo conocimiento, son los principales motivos explicativos de la IDE (Dunning, 2006). La importancia relativa de cada uno de ellos y la evolución que siguen los flujos de inversión tienen una estrecha conexión con el nivel de desarrollo económico de los países receptores de la inversión (Narula y Dunning, 2000; Narula, 1996, 2004). En la IDE dirigida hacia los PeD, ha habido un predominio de explotación de recursos mientras que la búsqueda de mercados ha sido la principal motivación de los flujos que han tenido como destino las economías convergentes. Una de las cuestiones de mayor relevancia analítica gira en torno a los efectos de las EMN en las economías de acogida y, particularmente, su impacto en la relación entre generación y difusión internacional de conocimiento que derivaría en mejoras de bienestar.

Adoptando una perspectiva macroeconómica, la hipótesis de la inversión basada en la senda del desarrollo permite observar la evolución de los países según las diferentes etapas que describe el comportamiento de la IDE, definiéndose patrones diferenciados según el nivel de desarrollo económico (Dunning y Narula, 1994, 1996; Lall, 1996). Acorde con esta perspectiva, se detecta que existe una relación positiva entre convergencia y mejora de la posición inversora de los países, como emisores de inversión respecto a su posición como receptores. Aunque no pueda decirse que el proceso de globalización haya modificado sustancialmente el comportamiento de la IDE, sí se percibe una reorientación de los flujos. Los principales cambios que se han detectado en las últimas décadas han llevado a observar más detenidamente la mayor diversidad de formas de entrada de las operaciones de IDE, los potenciales beneficios que genera y el grado de interacción con las economías locales receptoras. De ahí que los sistemas locales de aprendizaje se defiendan como un marco conceptual y metodológico adecuado para analizar el impacto de las EMN en el desarrollo industrial y tecnológico de las economías receptoras de IDE (Narula y Lall, 2004). La evidencia existente confirma, de hecho, que las capacidades de absorción son un elemento básico para entender la evolución de las inversiones extranjeras en los PeD.

Cuando la entrada de capital extranjero se lleva a cabo mediante fusiones y adquisiciones, las empresas incorporan a su decisión de invertir en el extranjero algunas consideraciones adicionales sobre las condiciones locales, referidas tanto a las empresas nacionales como a las características de la estructura industrial e incluso de la economía nacional. Junto a los elementos determinantes de la IDE que son coincidentes en operaciones *greenfield* y en FyA –la dotación de factores productivos y de recursos naturales–, están otras variables del marco institucional, más relacionadas con el marco legal y político e incluso con el entorno cultural (Shimizu et al, 2004; Globerman y Shapiro, 2002). Los factores principales que han centrado el interés de los analistas en esta línea de investigación han sido la dinámica del mercado en los países receptores y la proximidad cultural de las economías emisora y receptora. Los resultados de los trabajos empíricos confirman que las tasas de crecimiento, la proximidad cultural y los bajos niveles de incertidumbre en el plano político y financiero, aumentan la probabilidad de entrada vía FyA transfronterizas (Kogut y Singh, 1988; Brouthers y Brouthers, 2000; Chang y Rosenweig, 2001).

Por otra parte, la literatura señala que el impacto de la IDE en términos de crecimiento requiere un nivel mínimo de capital humano en las economías receptoras (Borensztein *et al*., 1998). Además, los efectos positivos que las EMN pueden generar en las economías en las que se establecen están altamente condicionados por las diferencias de eficiencia que existan entre empresas nacionales y extranjeras. Dos elementos adicionales serían, por un lado, la dimensión temporal, esto es, la evolución que sigan las estrategias de las empresas extranjeras, que con el tiempo tienden a presentar una mayor integración en el entramado institucional y productivo local (Pearce, 2006); por otro lado, el carácter acumulativo del capital extranjero y cómo la presencia previa de éste en una economía hace

más probable que se generen incentivos positivos a la entrada de nuevos flujos de inversión (Mudambi, 1995).

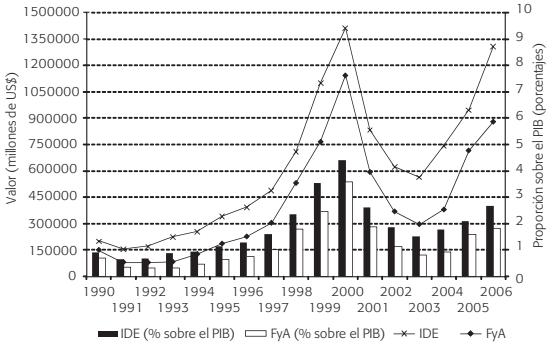
Por todo ello, el estudio de los efectos de la IDE requiere considerar las estrategias de las empresas internacionalizadas y aspectos más vinculados a las capacidades locales. La idea de base es que las estrategias empresariales afectan los procesos de desarrollo en una economía global (Pearce, 1999; 2006; UNCTAD, 2007). Más concretamente, el argumento de búsqueda de mejoras de eficiencia ilustraría muy bien el caso de los países en desarrollo convergentes y de las economías en transición. El nivel de infraestructuras, las facilidades públicas de investigación, así como el sistema educativo y las bases científicas de las economías receptoras resultan ser elementos atractivos de IDE (Cantwell y Piscitello, 2002). Es más, estudios previos han confirmado que los factores locales son notablemente condicionantes de los resultados de la transferencia internacional de tecnología, siendo positivos y significativos los efectos de este tipo en los países desarrollados aunque no en los PeD (Xu, 2000). Los niveles de capital humano resultan ser un elemento determinante. Por ejemplo, en el análisis de economías de América Latina, la naturaleza de la IDE y sus efectos resultan ser dependientes de las capacidades tecnológicas, del capital humano y de las capacidades de los suministradores intermedios de las economías receptoras, lo que definiría la existencia de un nivel umbral mínimo que posibilite la obtención de beneficios de la difusión tecnológica de las empresas extranjeras hacia el sistema productivo local (Mortimore y Vegara, 2004). Todos estos argumentos vendrían a soportar la importancia de llevar a cabo el estudio de la IDE y de sus efectos, como es la difusión internacional de tecnología, de manera diferenciada para países con disímil nivel de desarrollo.

3. Descripción de las tendencias agregadas de IDE

Desde la década de los ochenta, los flujos de IDE han sido una de las fuerzas motrices del proceso de globalización, condicionando el comportamiento y crecimiento de la producción y los mercados internacionales; de hecho, el *stock* de capital extranjero ha llegado a representar aproximadamente un 20% del PIB mundial. Actualmente, en el conjunto de la IDE mundial, el peso relativo de las fusiones y adquisiciones es notablemente mayor que el correspondiente a las inversiones *greenfield* (UNCTAD, 2003; 2007). Como muestra la información estadística publicada por la UNCTAD, ha habido un repunte de la IDE después de un trienio de declive en estas operaciones y, aunque la evolución de las dos formas de entrada de IDE

Gráfico 1

EVOLUCIÓN DE FLUJOS DE ENTRADA DE IDE Y FYA EN LA ECONOMÍA MUNDIAL, 1990-2006 (VALOR Y PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de UNCTAD, FDI *Statistical database.*

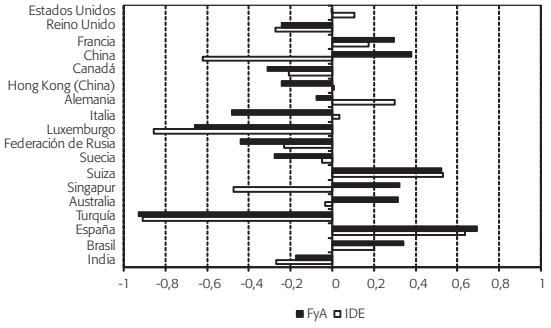
ha seguido una secuencia similar durante los años noventa, es espectacular el crecimiento del valor de FyA transfronterizas en la segunda mitad de la década, así como su peso relativo en el PIB –ver gráfico 1–.

La distribución geográfica de la IDE no es uniforme en la economía mundial sino que se perciben importantes diferencias regionales en este ámbito. No obstante, los flujos de IDE hacia los países en desarrollo y las economías en transición han llegado a adoptar unos valores que nunca antes se habían alcanzado. Uno de los cambios más notables que se observa en las tendencias mundiales es, de hecho, el incremento de la IDE procedente de economías en desarrollo y en transición, así como el crecimiento de los flujos Sur-Sur (UNCTAD, 2007). La cuota correspondiente a los PeD llegó a alcanzar su valor máximo en 2004, ascendiendo al 38% de los flujos mundiales y, además, actualmente, entre las 100 mayores EMN del mundo se encuentran algunas que proceden de economías en desarrollo (UNCTAD, 2005). Algunos de los factores que acompañan el crecimiento de la IDE en los PeD, según los hallazgos que se publican en los informes anuales sobre la Inversión en el Mundo (*World Investment Report*) de la UNCTAD, serían los siguientes: primero, la presión competitiva que fuerza a las empresas a emprender la búsqueda de nuevas formas de mejorar su competitividad para garantizarse una mayor presencia en los mercados internacionales; segundo, la necesidad de recurrir a estrategias de aumento de las economías de escala y de reducción de costes mediante una ampliación de los mercados; y tercero, el giro hacia una mayor proliferación de operaciones de fusiones y adquisiciones empresariales transfronterizas.

Los cambios en la distribución geográfica de la IDE se hacen más perceptibles si se analizan las posiciones inversoras relativas de los principales países emisores y receptores de inversión internacional (gráfico 2). Haciendo uso del índice *Balassa*, la posición inversora relativa se obtiene mediante el cociente de la diferencia entre inversión emitida y recibida y la suma de ambos flujos de inversión[2]. Es preciso remarcar que, después de EEUU, Reino Unido y Francia, China se encuentra en las primeras posiciones del grupo de economías receptoras de IDE. También Rusia, Turquía, Brasil e India han entrado a formar parte de este grupo en los últimos años. Entre los países más avanzados, destacan las posiciones de España y Suiza como emisores netos de IDE y de FyA, y las de Luxemburgo e Italia como receptores de flujos. Más interesante es el protagonismo alcanzado por los países en desarrollo, que se observa nítidamente en los valores que adopta este indicador en los casos de China y de Brasil, habiéndose convertido estas dos economías en emisoras netas de FyA en 2006, mientras que Turquía y Rusia son principalmente receptoras de este tipo de inversión. Aunque India no muestra una posición muy destacada en ninguna de las dos variables, habría que subrayar que ha pasado a integrar este grupo selecto de principales economías receptoras y emisoras de flujos, con un valor en IDE cercano al -0.3. Además, es espectacular cómo el volumen de IDE que se dirige hacia estas economías hace especialmente destacables las posiciones que ocupan dos países de renta media, China y Turquía, en el conjunto de países analizados.

Gráfico 2

LOS MAYORES EMISORES Y RECEPTORES DE IDE Y FYA, POSICIÓN INVERSORA RELATIVA, 2006



Fuente: Elaboración propia a partir de UNCTAD, FDI *Statistical database*.

[2] Valores del índice comprendidos entre -1 y -0.33 indican que el país es predominantemente receptor de inversión. Valores entre -0.33 y 0.33 indican que el país es simultáneamente emisor y receptor. Y valores comprendidos entre 0.33 y 1, indican que el país es predominantemente emisor de inversión.

Los factores macroeconómicos y políticos ofrecen también una explicación complementaria a los procesos de internacionalización de la inversión y, particularmente, al incremento de FyA transfronterizas. Aunque han sido las economías desarrolladas las que han liderado el rápido crecimiento de estas operaciones –entre 1990 y 2006–, también en algunos PeD ha sido notable el incremento del volumen de activos involucrados en operaciones de FyA. Los países asiáticos y los de América Latina son los casos más representativos, concentrando más del 90% del volumen total de flujos en los PeD –cuadro 1–. América Latina ha sido la principal economía receptora, con Brasil y Argentina a la cabeza. En estos países, las privatizaciones han sido una de las fuerzas conductoras de la atracción de FyA que han llevado a cabo principalmente empresas americanas y europeas –particularmente las españolas entre estas últimas. Por otro lado, economías en transición, como las de los países del Centro y Este de Europa, desde la mitad de los años noventa se han convertido predominantemente en receptoras de FyA transfronterizas debido a los procesos de privatización que han tenido lugar, por ejemplo, en Polonia y la República Checa, actualmente integradas en los flujos de la UE.

El crecimiento económico y los procesos de integración regional son factores que han contribuido a favorecer los procesos de FyA transfronterizas en el contexto mundial. La dirección de estas operaciones parece estar predeterminada, además, por un conjunto de características industriales de la economía receptora, garantes de la existencia de empresas locales que resulten interesantes desde el punto de vista de los adquirentes extranjeros. El ámbito institucional y de regulación, y los cambios que tengan lugar, por ejemplo, en términos del grado de desarrollo de los mercados de capitales en las economías receptoras son, igualmente, elementos condicionantes del avance de la inversión extranjera mediante esta vía.

4. Análisis descriptivo de la IDE en la economía mundial y factores determinantes

Lo expuesto hasta ahora nos permite pensar que los determinantes de la IDE en sus dos formas de entrada, *greenfield* y FyA transfronterizas, difieren según cuáles sean las características de las economías nacionales receptoras de los flujos. Una cuestión de interés es la de tratar de desentrañar la relación existente entre el comportamiento de la IDE y las características de los sistemas nacionales de innovación. Un aspecto diferencial sería el grado de permanencia del capital extranjero en la economía o la naturaleza cualitativa de los flujos de inversión; particularmente, el capital extranjero que adopta la forma de entrada de FyA

Cuadro 1

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE ENTRADA DE FYA POR REGIONES
(VENTAS, MILLONES DE DÓLARES)

	1990	1995	2000	2003	2004	2005	2006
Países desarrollados	**135.761**	**169.695**	**1.074.507**	**245.841**	**317.431**	**604.882**	**727.955**
Unión Europea (25)	62.359	80.638	601.373	126.018	178.772	429.146	432.144
Estados Unidos	54.697	53.237	324.350	69.670	81.939	105.560	172.174
Japón	148	541	15.541	10.948	8.875	2.512	2.599
Países en desarrollo	**14.757**	**15.792**	**66.907**	**38.752**	**53.120**	**94.101**	**127.372**
África	485	840	3.199	6.427	4.595	10.509	17.569
América Latina y Caribe	10.199	8.385	41.628	10.671	23.704	24.143	37.562
Asia	4.073	6.500	22.075	21.572	24.768	59.266	71.579
Oceanía	0	67	5	83	53	184	661
Total mundial	**150.576**	**186.593**	**1.143.816**	**296.988**	**380.598**	**716.302**	**880.457**

Fuente: UNCTAD, FDI *Statistical database*

presenta un mayor grado de interés y de interacción última con el sistema productivo local (Xu, 2000).

La literatura sobre determinantes de IDE parece coincidir en un conjunto de elementos que permiten la cualificación de sus formas de entrada en las economías receptoras. Los más convencionales son los costes de producción (niveles salariales), la apertura de las economías, el tamaño y el crecimiento del mercado (que se puede aproximar a través del PIB). Otros factores estarían más relacionados con las características de los sistemas nacionales de innovación, entre los que estarían el nivel de capital humano, que proporciona un argumento adecuado para explicar la evolución de la IDE en países de menor desarrollo relativo (medido éste a través de la población con educación secundaria), y la capacidad de absorción. Por esta última se entiende, adaptando el concepto microeconómico que formularan Cohen y Levinthal (1990), la posibilidad de las empresas de obtener beneficios de la innovación desarrollada por otras, lo que vendría a definir una segunda fase del proceso de aprendizaje. En el plano agregado, las capacidades de absorción también se aproximan a partir de los gastos en I+D a nivel de país (Narula et al., 2002). Adicionalmente encontramos que hay aspectos relacionados con la presencia de capital extranjero en la economía antes de la recepción de nuevos flujos y con las características del marco institucional y de regulación, que también afectan la capacidad de atracción de IDE.

La existencia de diferencias internacionales en el comportamiento de la IDE puede observarse atendiendo al nivel de desarrollo de los países. Haciendo uso del criterio del Banco Mundial, las economías se clasifican de acuerdo a la variable de renta o PIB per capita en cuatro grupos diferenciados. Los estadísticos descriptivos que se comentan a continuación han sido calculados para el grupo de países desarrollados, que estaría integrado por los de renta alta, y el grupo de países en desarrollo, que se compondría por los países de renta media-alta y media-baja así como los de renta baja. En el cuadro 2 puede observarse que los países en desarrollo no constituyen un grupo homogéneo sino en el que predomina la diversidad, lo que se comprueba incluso en las diferencias de valores entre los dos grupos de renta media. Tales diferencias entre los grupos de renta son más acusadas en algunas variables que en otras.

Los valores promedio de los flujos de IDE son bastante similares en los países de renta media que, siendo notablemente inferiores a los países de alto nivel de renta, presentan una gran distancia respecto a los países más atrasados o de renta baja. La mayor dispersión en este indicador corresponde al grupo de países de renta media-baja. La heterogeneidad del mundo en desarrollo se observa en que las economías de renta media superan en más de diez veces el valor correspondiente a IDE y FyA en los países de bajo ingreso. Al considerar el perfil que describe la presencia de capital extranjero con mayor grado de integración en la economía receptora, medido a través de la variable de FyA transfronterizas, se puede observar que los países de renta alta y medio-alta son los más homogéneos, mientras que el valor más elevado del coeficiente de variación es el correspondiente al grupo de renta media-

Cuadro 2

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS, 1998-2004

	Renta alta		Renta media alta		Renta media baja		Renta baja	
	Media	Coef. Variación	Media	Coef. Variación	Media	Coef. Variación	Media	Coef. Variación
IDE	17.668,24	2,15	2.561,78	1,65	2.689,10	3,15	271,11	1,58
FyA	16.210,32	2,58	1.372,05	2,02	965,75	3,02	101,48	2,81
Stock IDE	137.607,58	1,74	21.889,40	1,44	14.693,69	2,48	3.087,81	2,04
PIB	762.398,22	2,29	179.152,19	1,52	330.400,12	2,89	43.620,35	1,54
Crecimiento PIB	3,25	0,82	3,80	1,08	4,16	0,89	4,56	0,92
Apert. comercial	96,67	0,65	96,17	0,44	83,12	0,47	71,06	0,45
Costes laborales	27.320,63	1,90	7.826,94	1,29	7.869,92	1,27	5.182,89	2,26
Educación	105,80	0,21	83,19	0,17	72,67	0,25	39,27	0,63
I+D (%PIB)	1,92	0,55	0,59	0,51	0,43	0,77	0,29	0,72

Fuente: Elaboración propia a partir de UNCTAD: FDI *Statistical database* y Banco Mundial: *World Investment Report 2007.* (Coeficiente de variación= desv. estándar / Media).

baja, reflejando una mayor diversidad de esta forma de entrada en las economías de menor desarrollo relativo. Estos resultados llevan a subrayar, en todo caso, la importancia de la heterogeneidad intra-grupo en los países en desarrollo lo que, llegado el caso, podría tener interesantes implicaciones para la definición de aquellas acciones que se adopten por parte de la comunidad internacional para tratar de mejorar el proceso de desarrollo de los países.

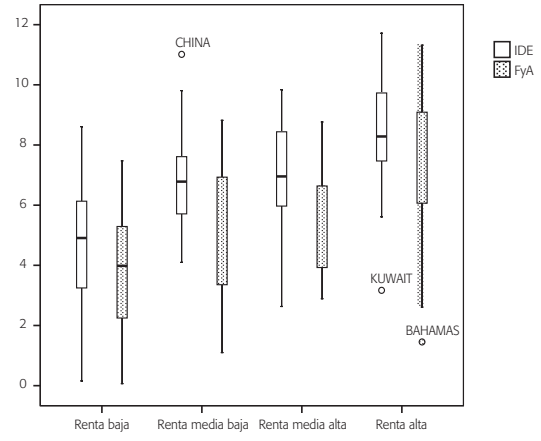
Especialmente notable es el diferencial de presencia de capital extranjero, medido a partir de los datos de *stock* de IDE en las economías receptoras, y de los niveles salariales entre los países desarrollados y los países en desarrollo, siendo la dispersión de estas variables mayor en las economías de menor ingreso. Sin embargo, las diferencias no son tan marcadas en el grado de apertura económica. En cuanto a la dinámica del mercado, aproximada a través del crecimiento del PIB, se han obtenido valores promedio que son más elevados en los países de bajo ingreso y de renta media-baja, siendo la distribución de esta variable más heterogénea en el grupo de renta media-alta.

Las diferencias entre los países desarrollados y los países en desarrollo son muy acusadas en los aspectos más cualitativos que funcionan como elementos de atracción de IDE, esto es, en los niveles educativos y el esfuerzo en I+D. Dos factores importantes que contribuyen a definir la brecha existente entre las economías más avanzadas y los PeD son precisamente los indicadores de capital humano y de capacidades de absorción. Es más, cabe observar que existen importantes diferencias entre los valores promedio de estas variables en los países de renta media y de renta baja, lo que permitiría apuntar la existencia de una brecha doble en las condiciones locales de las economías más atrasadas y que perjudica su posición relativa en la dinámica de la internacionalización (Álvarez y Magaña, 2007). En el contexto de la economía global, la heterogeneidad estructural es un elemento condicionante del comportamiento de los flujos de IDE en el grupo de economías en desarrollo, coexistiendo un gran potencial y manifiestas debilidades entre los países que lo integran.

El gráfico 3 muestra la distribución de flujos de IDE y de FyA en los distintos grupos de países, habiéndose adoptado valores estandarizados para las dos variables. Lo que se ilustra es, primero, que existe una relación positiva entre las dos formas de internacionalización del capital y los niveles de renta de las economías, siendo notable aún la diferencia de magnitud entre los países más desarrollados y los países en desarrollo. El grupo de países de renta alta presenta los valores más elevados en las dos formas de entrada de IDE, una distribución más homogénea y con escasa diferencia entre éstas. En los países en desarrollo, es necesario apuntar que es mayor la diferencia existente en los niveles de las FyA y la IDE, tanto en los grupos de renta media como en las economías de bajo ingreso. Además, la heterogeneidad en las FyA es más pronunciada en los países de renta media-baja, en los que se integran potencias emergentes como China, con un comportamiento muy dinámico en cuanto a flujos de inversión, lo que mos-

Gráfico 3

DISTRIBUCIÓN DE LA IDE Y LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS, POR GRUPOS DE PAÍSES, 2004



Fuente: Elaboración propia a partir de UNCTAD, FDI *Statistical database*

traría que la relación entre IDE y desarrollo presenta un comportamiento escasamente determinista.

Finalmente, atendiendo a los nuevos actores en la IDE mundial que son economías en desarrollo, cabe observar en cuáles de los posibles determinantes de los flujos de IDE esos países presentan un comportamiento más sobresaliente respecto a la media de su grupo de pertenencia, lo que permite cualificar la heterogeneidad a la que se ha hecho referencia en páginas precedentes. El crecimiento del mercado parece ser una dinámica común a todas las economías emergentes, salvo en el caso de Brasil. De hecho, en el caso de Turquía solo se alcanza un valor superior al promedio de su grupo en el crecimiento del PIB, pudiendo apuntarse que es probable que su posición geográfica, cercana al mercado europeo, facilite la atracción de capitales extranjeros; no obstante, presenta valores cercanos al promedio de países de renta media-alta en I+D y en educación. Especialmente relevante es el valor alcanzado en el indicador de capacidades de absorción, en el que tanto Rusia como China, e incluso India, se posicionan por encima de sus correspondientes grupos. Además, el capital humano también parece ser un elemento condicionante de las posiciones de Rusia e India, economías a las que se suma Brasil. Es más, la posición de la economía sudamericana sólo es superior a los países de renta media-baja en esta variable. Por último, tan sólo China se comporta algo mejor en apertura comercial respecto a su grupo y ninguno de estos países sobresale en su trayectoria de *stock* de capital extranjero, haciendo más palpables los cambios recientes que están operando en la IDE mundial como forma de internacionalización.

5. Conclusiones

Las estrategias de las empresas internacionalizadas condicionan las formas de entrada de la IDE, como se con-

Cuadro 3

POSICIÓN DE LOS MAYORES PAÍSES EN DESARROLLO EMISORES Y RECEPTORES DE IDE Y FYA RESPECTO A LA MEDIA DE SU GRUPO, 2004(*)

	I+D (%PIB)	Educación	Crecimiento del PIB	Apertura Comercial	Stock IDE
Renta media alta					
Rusia	1.46	1.08	1.07	0.91	0.11
Turquía	0.99	0.92	1.34	0.76	0.04
Renta media baja					
Brasil	0.87	1.35	0.64	0.56	0.18
China	1.17	0.96	1.32	1.05	0.30
Renta baja					
India	1.15	1.20	1.14	0.78	0.24

(*) Los datos referentes de I+D sobre el PIB corresponden al año 2000 en los países de renta baja, al año 2002 en el caso de los países de renta media alta, Federación de Rusia y Turquía, y al año 2003 en el caso de los países de renta media baja, Brasil y China.

Fuente: Elaboración propia a partir de UNCTAD, *FDI Statistical Database* y Banco Mundial, *World Investment Report 2007.*

firma en la evidencia al amparo de la aproximación OLI en la que las ventajas de propiedad y de internalización interactúan de forma combinada con las condiciones de las economías receptoras de inversión, definiendo el conjunto de factores determinantes de la IDE. En este trabajo se ponen de manifiesto la existencia de desigualdades mundiales en el comportamiento de la IDE, la emergencia de nuevos actores en la distribución de los flujos y el creciente peso de las fusiones y adquisiciones transfronterizas. Algunos de las cuestiones a realzar en el marco de la investigación en economía de la IDE son la división de trabajo en la cadena de valor global, las cambiantes estrategias tecnológicas de las EMN y la emergencia de nuevos actores como emisores y receptores de flujos de inversión. Aunque aún persiste una elevada concentración de IDE en los países más desarrollados, las economías en desarrollo han ido ganando terreno en la distribución internacional y su trayectoria puede ser muy diferente a la de los primeros. Estos cambios permiten replantear el análisis de los efectos de la IDE en las economías receptoras. Las distintas formas de entrada y el peso relativo de los determinantes de la IDE dan paso a nuevos interrogantes sobre el peso que tienen las características de los sistemas nacionales de innovación, el papel de las capacidades de absorción y las posibilidades de aprendizaje en la escena global. El recorrido que hemos realizado en estas páginas permite observar, además, la disímil relación existente entre los factores determinantes de la IDE y su comportamiento en países con diferentes niveles de desarrollo. Finalmente, la información estadística sobre IDE y fusiones y adquisiciones empresariales transfronterizas, entendidas como exponentes del proceso de internacionalización, lleva a observar no solo las diferencias existentes entre economías desarrolladas y en desarrollo sino también la notable heterogeneidad que caracteriza a estas últimas; destacan, por su posición inversora relativa, algunas economías emergentes de renta media como China, Rusia, Brasil y Turquía, y también el caso de India entre los países de renta baja. La convivencia de economías convergentes y atrasadas, con perfiles diferenciados respecto a su posición frente al proceso de globalización, es un aspecto que seguiremos analizando con mayor grado de profundidad en futuros trabajos.

Bibliografía

Álvarez, I., Magaña, G. (2007) "Technological development in middle-income countries", in J.A. Alonso (ed.), *Cooperation with Middle-income Countries*, Ed. Complutense, Madrid, pp. 339-369.

Borensztein, E., De Gregrio, J., Lee, J.W. (1998) "How does FDI affect economic growth?", *Journal of International Economics*, 4 (1), 115-135

Brouthers, K.D., Brouthers, L.E. (2000) "Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences", *Strategic Management Journal*, 21, 89-97.

Cantwell, J., Piscitello, L. (2002) "The location of technological activities of MNCs in European Regions: The role of spillovers and local competencies", *Journal of International Management*, 8(1), 69-96.

Chang, S. J., Rosenweig, P. M. (2001) "The choice of entry mode in sequential foreign direct investment", *Strategic Management Journal*, 22(8), 747-776.

Cohen, W.M., Levinthal, D.A. (1990) "Absorptive capacity: a new perspective on learning and innovation", *Administrative Science Quarterly*, 35, 128-152.

Dunning, J.H. (2006) "Towards a paradigm of development: implications for the determinants of international business activity", *Transnational Corporations*, 15(1), 173-227.

Dunning, J.H., Narula, R. (1994) "The R&D activities of foreign firms in the US", *Discussion Papers in International Investment & Business Studies*, 189, University of Reading.

Dunning, J.H., Narula, R. (eds.) (1996) *Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring*, Routledge, London.

Globerman, S., Shapiro, D. (2002) "Global foreign direct investment flows: the role of governance infrastructure", *World Development*, 30(11), 1899-1919.

Kogut, B., Singh, H. (1988) "The effect of national culture on the choice of entry mode", *Journal of International Business Studies*, 19(3), 411-432.

Kokko, A. (1992) *FDI, host country characteristics and spillovers,* The Economic Research Institute, Stockholm School of Economics.

Lall S. (2002) "Implications of Cross-Border Mergers and Acquisitions by TNCs in Developing Countries: A Beginners' Guide", *QEH Working Paper No. 88*.

Mortimore, M., Vergara, S. (2004) "Targeting winners: can foreign direct investment policy help developing countries industrialise?", *The European Journal of Development Research*, 16(3), 499-530.

Mudambi, R. (1995) "The MNE investment location decision: some empirical evidence", *Managerial and Decision Economics*, 16, 249-257.

Narula, R. (1996) *Multinational Investments and Economic Structure*, Routledge, London.

Narula, R. (2004) "R&D collaboration by SMEs: new opportunities and limitations in the face of globalisation", *Technovation*, 24, 153-161.

Narula, R., Criscuolo, P., Verspagen, B. (2002) "The relative importance of home and host innovation systems in the internationalisation of MNE R&D: a patent citation analysis", *Merit Memorandum* MERIT RM 2002-26.

Narula, R., Lall, S. (2004) "FDI and its role in economic development: Do we need a new agenda?", *The European Journal of Development Research*, 16(3), 447–464.

Narula, R., Dunning, J.H. (2000) "Industrial development, globalisation and multinational enterprises: new realities for developing countries", *Oxford Development Studies*, 28(2), 141-167

PEARCE, R. (1999) "Decentralised R&D and strategic competitiveness: globalised approaches to generation and use of technology in multinational enterprises (MNEs)", *Research Policy*, 28, 157-178.

PEARCE, R. (2006) "Globalization and development: an international business strategy approach", *Transnational Corporations*, 15(1), 39-74.

SHIMIZU, K.; HITT, M.A.; VAIDYANATH, D.; PISANO, V. (2004) "Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future", *Journal of International Management*, 10, 307-355.

UNCTAD (2003) *FDI Policies for Development: National and International Perspectives*. UNCTAD: Geneva.

UNCTAD (2005) *World Investment Report Transnational Corporations and the Internationalization of R&D,* United Nations, New York and Geneva.

UNCTAD (2007) *World Investment Report Transnational Corporations, Extractive Industries and development,* United Nations, New York and Geneva.

XU, B. (2000) "Multinational enterprises, technology diffusion, and host country productivity growth", *Journal of Development Economics*, 62, 477-493.

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. Perspectivas económicas mundiales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).
2. Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial.
3. Perspectivas económicas mundiales del Banco Internacional de Pagos de Basilea.

1. Perspectivas económicas mundiales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)

El título del informe de la OCDE "¿Después de la tormenta?" que podría implicar, si bien débilmente, que la tormenta financiera y económica en que nos encontramos no durará demasiado, se contradice con la descripción de la situación económica actual contenida en el informe mismo. Según la OCDE: "Varios trimestres de débil crecimiento se avecinan para la mayoría de las economías de la OCDE. Simultáneamente, la inflación puede mantenerse alta durante cierto tiempo. Todo ello se debe al impacto conjunto de unas turbulencias financieras fuertes, de unos mercados inmobiliarios débiles y de fuertes subidas de precios de los productos básicos"

En EE.UU. la economía no crecerá o lo hará muy débilmente en 2008, aunque luego se recuperará al finalizar el ajuste a la baja de las viviendas, normalizarse las condiciones crediticias y sentirse los efectos de la suavización de la política monetaria en curso. Con un porcentaje importante de la capacidad productiva sin utilizar, si los precios de los productos básicos no siguen subiendo, la inflación se moderará considerablemente. Un sólido crecimiento de las exportaciones, favorecido por la reciente depreciación del dólar, contribuirá a reducir el actual déficit exterior hasta aproximadamente el 4,5 del producto interior bruto (PIB) el próximo año.

En la Eurozona, la actividad económica en 2008 se verá limitada como consecuencia de la reducción del crédito, menores ingresos reales de las familias, menor crecimiento de las exportaciones y caídas en las cotizaciones de las acciones. El crecimiento se recuperará gradualmente al ir desapareciendo esos factores, aunque una débil inversión inmobiliaria seguirá influyendo negativamente. A pesar de la apreciación del euro, las presiones inflacionistas siguen siendo fuertes, y como el porcentaje de la capacidad productiva sin utilizar está justo por debajo de su nivel normal, la inflación no disminuirá por debajo del 2% hasta fines de 2009.

Japón se ha visto menos afectado directamente por las turbulencias financieras, pero su crecimiento será más débil a corto plazo debido a un crecimiento más lento de las exportaciones, menores ingresos de las familias y cierta resis-

tencia a invertir por parte de las empresas. Al acelerarse el crecimiento, la inflación irá creciendo hasta aproximarse al 0,5 %.

La actual situación económica mundial es muy inestable y la posibilidad de que la evolución económica futura difiera mucho de lo previsto en el presente pronóstico es grande. Por ello, las políticas económicas en los países miembros de la OCDE deben tener en cuenta la creciente importancia de la evolución de los países no miembros, la influencia de posibles subidas de precios de la energía y del crédito en la oferta de las economías de la OCDE, la posibilidad de que aumenten las expectativas de inflación, y la incertidumbre respecto a los efectos de la evolución de los mercados financieros sobre el crecimiento y la inflación.

La globalización ha sido un factor importante en la evolución ascendente del ciclo económico, ya que las economías de países no miembros de la OCDE exportan productos manufacturados baratos y sus excedentes de ahorro, contribuyendo así a mantener bajos los tipos de interés y, en consecuencia, haciendo que suban los precios y la demanda de activos. Actualmente, el sólido crecimiento de los países no miembros de la OCDE es, en buena medida, responsable de las presentes subidas de los precios de los productos básicos. A largo plazo, el mantenimiento del rápido del crecimiento de las importaciones de esos países contribuirá a que no decaiga la actividad económica en los países de la OCDE. Pero, al mismo tiempo, la elevada demanda de esos países está causando presiones inflacionistas y mantiene las actuales tensiones en los mercados de productos básicos.

Las políticas macroeconómicas y, en especial, las monetarias en los países miembros de la OCDE, tienen que tener en cuenta que probablemente los países no miembros de la OCDE seguirán siendo una importante fuente de demanda de las exportaciones de la OCDE, aunque es posible que sean una causa menos importante de desinflación que hasta ahora.

La política macroeconómica de los países de la OCDE se enfrenta con el problema de que la evaluación de la capacidad productiva de la oferta de las economías de la OCDE se ha hecho menos precisa que en el reciente pasado. La globalización y las reformas estructurales han hecho posible un crecimiento potencial de la OCDE más rápido que en el pasado y probablemente esta tendencia continuará. Sin embargo unos precios de la energía y del capital más altos, estos últimos causados por la evolución de los mercados financieros, podrían rebajar el potencial de crecimiento. Aunque los pronósticos en este aspecto son muy inciertos, las políticas económicas deben tener en cuenta la posibilidad de que el crecimiento de la capacidad productiva sea menor que el previsto.

Es preocupante la aparición de ciertos indicios de que las expectativas de inflación están creciendo. Las expectativas de que la inflación no aumente son un activo muy importante en la eficacia de la política económica, algo que, en muchos casos, sólo se ha conseguido después de una dura desinflación que ha durado varias décadas. La confianza en la estabilidad de precios puede aumentar con modificaciones institucionales unidas a una información eficaz.

La influencia de los mercados financieros en el crecimiento sigue siendo difícil de calcular. No obstante, parece que las perturbaciones en ellos han pasado su punto álgido y puede que estén empezando a disminuir, aunque no es seguro. Incluso si lo fuera, probablemente sus efectos negativos sobre el crecimiento continuarán sintiéndose durante algún tiempo. La incertidumbre se ve agravada por la repercusión sobre los mercados financieros de un entorno económico más débil y porque los problemas de las instituciones financieras pueden resolverse de maneras muy diferentes. Sería conveniente que la escasez de capital se remediase con nuevas aportaciones de capital y con ventas de activos en lugar de con restricciones de crédito Aunque es posible que la normalización de los mercados financieros sea más lenta de lo esperado, también es posible que la restauración de la confianza en ellos sea más rápida que la que se preveía, especialmente se produjera una repercusión positiva sobre los precios de los activos financieros y sobre los balances de las instituciones financieras. Los bancos centrales tienen que estar preparados para hacer frente a ambas posibilidades

Además de ocuparse de la caída de la demanda causada por las actuales turbulencias financieras es necesario revisar el conjunto de medidas prudenciales y de supervisión de los mercados financieros. El Foro de Estabilidad Financiera acaba de publicar una serie de propuestas para aumentar esa estabilidad y, en algunos casos, ya se están haciendo esfuerzos para aplicarlas. Es importante llevar a cabo sin demora las reformas necesarias, porque la resistencia a su aplicación irá aumentando con el paso del tiempo al debilitarse el recuerdo de las turbulencias actuales. Al mismo tiempo, hay que evitar el peligro de incurrir en una reglamentación excesiva.

Hay que decidir también como se puede contrarrestar la tendencia de los mercados financieros a generar ciclos. Para ello serían necesarias tanto medidas reguladoras que aminorasen la propensión inherente de la economía a generarlos, como reconsiderar las maneras de implementar las políticas monetarias decididas. Una provisión de fondos dinámica así como la fijación de las reservas mínimas de las instituciones financieras podrían contribuir a suavizar la intensidad de las oscilaciones en los ciclos y a facilitar la recuperación en el sector financiero, pero todas ellas

tienen sus inconvenientes. Respecto a la política monetaria no parece ni deseable ni posible el hacer estallar burbujas especulativas, pero una mayor simetría en el tratamiento de subidas y bajadas excesivas y demasiado rápidas del volumen de créditos podría ser útil.

Respecto a la política fiscal, en EE.UU. se han establecido rebajas temporales de impuestos que parecen apropiadas y a tiempo, de modo que es probable que proporcionen a la actividad económica el apoyo que necesita. La aplicación de un estímulo financiero también se ha considerado en otros países de la OCDE, pero, en general, los argumentos a favor de estas iniciativas no son muy convincentes. Las presiones inflacionistas en la Eurozona son tales que todo estímulo fiscal debería ser compensado con una política monetaria más estricta y, en todo caso, los estabilizadores automáticos son mucho más fuertes que en EE.UU. La situación fiscal en Japón no permite proceder a una expansión fiscal. No obstante, la economía japonesa está resultando menos afectada directamente por las turbulencias financieras actuales que otros países miembros de la OCDE.

Las fuertes subidas de precios de la energía y de los alimentos que se están produciendo han provocado que la opinión pública demande medidas para contenerlas. Las autoridades deben resistirse a aceptar esas demandas. Sólo permitiendo que los precios afecten a la demanda y la oferta se podrá establecer mejor el equilibrio en los mercados. La reducción en el nivel de vida de las familias con menores ingresos causada por esas subidas debe ser contrarrestada, no con una fijación de los precios de la energía y de los alimentos, sino con medidas apropiadas en el sistema tributario y en las transferencias sociales a los más pobres.

En conclusión, las economías de la OCDE se han visto afectadas por las turbulencias financieras. Indudablemente, restablecer la normalidad llevará tiempo y exigirá que se tomen las medidas apropiadas para ello. Sin embargo, hay que reconocer que gracias a las reformas estructurales ya realizadas y a una política macroeconómica apropiada se ha conseguido que los efectos negativos de la violenta tormenta económica que padecemos sean menos fuertes de lo esperado. Esto subraya la necesidad de perseverar en ese camino.

La situación de la economía española

El crecimiento del producto interior bruto (PIB) real se mantendrá débil durante los 18 próximos meses al sentirse los efectos del deterioro del mercado inmobiliario. La inflación bajará al aumentar el porcentaje de la capacidad productiva sin utilizar. Si el Gobierno suprime la indexación de los salarios sobre la inflación crecerá menos el paro. Sería conveniente hacer menos estricta la política fiscal. Se han tomado medidas para reducir hasta el 0,7 % del PIB el actual superávit estructural. Sin embargo, el gobierno debería negarse a seguir soportando los costes de la construcción de viviendas.

Parece que la demanda interna, –en especial el consumo y la construcción residencial– es menos dinámica, mientras que las exportaciones se están recuperando. El mercado inmobiliario se encuentra en una fase de retroceso: los permisos de construcción de nuevas viviendas y sus precios disminuyen y el número de nuevas hipotecas ha caído casi un 25% en un año. Los despidos en la construcción han hecho subir el paro y han dañado la confianza de los consumidores. Bajan las ventas al por menor y las de automóviles. La situación en los sectores de servicios y manufacturero ha empeorado fuertemente mostrando la contracción de los mismos y sugiriendo que la desaceleración de la economía va a agravarse. La inflación sigue creciendo, alcanzando un 4,2% interanual en abril, a causa de la subida de los precios de los alimentos y de la energía. El diferencial de inflación con la Eurozona ha subido de nuevo.

El superávit público total fue de un 2,2% en 2007, bastante mayor de lo esperado. Los ingresos tributarios probablemente disminuirán en 2008 debido a la desaceleración, a un paquete de medidas tributarias fiscales de reactivación de la economía y de mayores desgravaciones fiscales por hijos. Además se adelantará el gasto público en infraestructuras y aumentarán los subsidios a la compra de viviendas sociales. Por todo ello, la política fiscal será expansionista en 2008.

Las entidades financieras españolas no han sufrido pérdidas por la crisis de las hipotecas *subprime* norteamericanas y sus ratios de solvencia están por encima de los mínimos regulatorios. Sin embargo, su exposición al sector de la construcción residencial interna es elevada, especialmente, en las cajas de ahorros que no pueden obtener con facilidad más capital. Esto podría contribuir a reducir el crecimiento del crédito, cuyos tipos de interés han crecido y sus condiciones se han hecho más estrictas. Como la oferta de viviendas sigue aumentando ya que muchas empezaron a construirse en 2007, sus precios tenderán a bajar. Los morosos, aunque aún son pocos comparados con los niveles internacionales e históricos, han aumentado notablemente.

La caída en la construcción residencial se agravará al seguir empeorando el mercado inmobiliario. También dismi-

nuirá la inversión en maquinaria y equipo debido a la desaceleración de la demanda, menor confianza y unas condiciones financieras más restrictivas. Una mayor inversión en obras públicas podría reemplazar parte de la disminución en otras clases de inversión. El consumo privado se desacelerará notablemente reflejando un menor crecimiento del empleo y unas condiciones crediticias más estrictas, aunque la reducción prevista en los tipos de interés de los préstamos a corto plazo debería mejorar la situación. El superávit público podría reducirse notablemente en 2008 y podría desaparecer en 2009. El déficit por cuenta corriente sólo mejorará un poco, hasta situarse por debajo del 10% del PIB, ya que el moderado crecimiento en los mercados de exportación probablemente reducirá el aumento de las exportaciones, y unos precios de las importaciones más altos así como mayores pagos por servicio de la deuda exterior contrarrestarán el impacto de la desaceleración de las importaciones. La menor creación de empleo hará que el paro crezca por encima del 10 % del PIB, lo que contribuirá a que el crecimiento de los salarios reales sea modesto. Los recientes aumentos de precios del petróleo y de los alimentos harán que la inflación aumente en los próximos meses, aunque luego disminuirá hasta el 3% aproximadamente en 2009, pero aun así, se mantendrá más alta que la media de la Eurozona.

Un fuerte aumento de los morosos e incobrables, que podría resultar de un ajuste más intenso en el mercado de la vivienda, podría tener un impacto aún más negativo en las condiciones crediticias para empresas y familias haciendo que la actividad económica se reduzca aún más.

2. Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial

El Banco Mundial es hoy más pesimista que en su pronóstico de hace seis meses: estima que el crecimiento se desacelerará, tanto en los países industriales como en los países en desarrollo debido a las turbulencias financieras y las presiones inflacionistas actuales. Los países en desarrollo resultarán perjudicados también por el menor crecimiento de los países ricos, lo que afectará a sus exportaciones. Sin embargo, el Banco Mundial no es del todo pesimista: considera que la mayoría de los países en desarrollo están resistiendo con firmeza ante este adverso panorama. En cualquier caso, el crecimiento de los países en desarrollo se debilitará; su desaceleración variará mucho según la región, siendo más intensa en los más dependientes de las entradas de capital extranjero. Aún así, en su conjunto el crecimiento de los países en desarrollo se mantendrá por encima del nivel promedio de los últimos 25 años. Respecto a los países industriales, en EE.UU. y buena parte de Europa la desaceleración se ha intensificado desde finales de 2007. En los países miembros de la OCDE, el crecimiento se reducirá un punto durante 2008.

A pesar de un notable aumento de la producción total, la subida de los precios de los alimentos y la energía ha provocado una reducción de los ingresos reales, aumentando considerablemente la penuria de los más pobres, especialmente los de las ciudades. Sin embargo, no todas las noticias son desalentadoras. En algunos aspectos, la desaceleración de la economía mundial es beneficiosa, al producirse después de varios años de crecimiento muy rápido y con señales crecientes de recalentamiento, tales como la escalada de los precios internacionales de los productos básicos y las excesivas presiones inflacionistas en varios países.

Por otra parte, la atonía de la demanda interna en EE.UU. junto con la depreciación del dólar están contribuyendo a resolver desequilibrios mundiales de larga duración. Así, el déficit por cuenta corriente estadounidense se redujo desde el 6,2% en 2006 hasta el 4,9% del PIB en el último trimestre de 2007. Estos factores son un buen augurio para las perspectivas a largo plazo una vez que finalice el actual ajuste cíclico, que hoy se ve intensificado por las turbulencias financieras.

Sin embargo, ahora más que en ningún momento de los últimos años, la incertidumbre respecto a las perspectivas es muy acusado y se inclina a la baja. Así, las turbulencias en los mercados financieros han aumentado desde finales de 2007. Los principales bancos, sociedades de valores y garantes financieros han anunciado grandes pérdidas en la valoración de las hipotecas y otros activos, lo que supone una carga excesiva en sus balances generales. La consiguiente restricción de las condiciones del crédito y la alteración del sistema financiero en términos más generales han repercutido de forma más directa en las economías de los países ricos, especialmente en la de EE.UU. donde el sector de la vivienda está sufriendo las consecuencias de la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*).

La desaceleración en EE.UU. y gran parte de Europa parece haberse intensificado desde finales de 2007 y ahora se prevé que el crecimiento del PIB en los países de alto ingreso de la OCDE será sólo de un 1,5% en 2008, es decir, un punto porcentual menos que en 2007. Se estima que el crecimiento en los países en desarrollo se desacelere en 1,3 puntos porcentuales en 2008, aunque al ritmo previsto de 6,5%, su crecimiento se mantendrá muy por encima del aumento promedio de las décadas de los ochenta (2,9%) y noventa (3,8%) e, incluso del periodo más reciente 2000-05 (5,3%). Asímismo, en los países

ricos el constante vigor de la demanda interna y las importaciones de los países en desarrollo están contribuyendo a atenuar los efectos mundiales de la desaceleración.

Las importaciones de los países en desarrollo se han convertido en un motor del crecimiento mundial cada vez más importante. Más de la mitad del crecimiento de la demanda mundial de importaciones tiene ahora su origen en los países en desarrollo. En parte como consecuencia de esto, las exportaciones de EE.UU., y en menor medida, las europeas, han experimentado un rápido aumento, lo que ha contribuido a moderar la desaceleración del crecimiento de sus PIB.

El Banco Mundial estima que existe el riesgo de que la desaceleración vaya a ser más severa y duradera de lo previsto, es decir, que se prolonguen y deterioren aún más las condiciones financieras y económicas mundiales. Así, una recaída considerable de los mercados financieros podría desatar un círculo vicioso en el que las condiciones económicas y financieras influirán recíprocamente unas sobre otras hasta llegar, posiblemente, a resultados extremos. El impacto de unas condiciones crediticias aún más restrictivas en EE.UU. sería perjudicial para su economía. A su vez, el deterioro de las condiciones económicas estadounidenses tendría un efecto adverso en su sistema financiero, lo que induciría a pérdidas mayores en los préstamos, una mayor consolidación del balance general y una restricción del crédito más pronunciada. Incluso si EE.UU. continuase soportando las consecuencias del ajuste, el impacto se trasmitiría al resto del mundo, ya que disminuirían las posibilidades mundiales de exportación y se endurecerían las condiciones crediticias en los mercados internacionales.

En este entorno de elevada incertidumbre, los responsables de la política económica en los países en desarrollo deben estar preparados para hacer frente a las distintas situaciones y riesgos de fluctuaciones a la baja. Una desaceleración más intensa en EE.UU., que podría llegar a convertirse en una recesión severa, afectaría especialmente a las inversiones y las manufacturas del país. Estos dos sectores están íntimamente ligados a la economía mundial porque su componente de importaciones es relativamente alto. Así, según un cálculo del Banco Mundial, una disminución autónoma adicional de las inversiones comerciales fijas de un 10% en 2008 provocaría una contracción adicional de siete puntos porcentuales en las importaciones de EE.UU. Esto causaría una recesión grave en EE.UU.: su PIB bajaría un 0,6% este año.

Ese fuerte descenso de las importaciones estadounidenses causaría graves perjuicios a sus asociados comerciales más cercanos. Así, las exportaciones comerciales de México se reducirían más del 9% sobre lo previsto, ya que prácticamente todas las exportaciones de ese país se destinan al mercado estadounidense, y México está especializado en componentes de la industria estadounidense que son muy susceptibles a los ciclos económicos. Análogamente, el crecimiento de las exportaciones de China sería tres puntos porcentuales menos que el previsto, porque el país está más diversificado geográficamente que México. Muchos otros países de Asia Oriental y del Pacífico que se especializan en exportaciones de alta tecnología podrían sufrir una recesión similar en sus exportaciones previstas. Las exportaciones de la Unión Europea disminuirían un 2,5%. El PIB de los países en desarrollo crecería sólo un 0,2% menos de lo esperado, ya que una menor demanda efectiva ya no es el principal obstáculo a su crecimiento. La falta de capacidad productiva y una infraestructura deficiente son factores negativos mucho más importantes. Sin embargo, se teme que el impacto negativo sea mucho mayor si continúa el deterioro en los mercados financieros internacionales.

Los países con grandes déficit por cuenta corriente e importantes necesidades de financiación son los más vulnerables ante el riesgo de una caída abrupta en el ciclo crediticio. Entre ellos se encuentran algunos países de Europa y Asia Central donde un aumento de financiación de bancos internacionales en los últimos años ha producido un rápido crecimiento de la inversión y del consumo. Sus condiciones económicas podrían empeorar considerablemente si su financiación exterior cesa repentinamente. Las inversiones en esos países serían las más afectadas.

Aún más peligroso sería que una recesión más severa en EE.UU., sumada a nuevas tensiones en las instituciones financieras, pudiese causar reacciones en la política monetaria de EE.UU. que se alejasen de la dirección que sigue el resto del mundo y que sometiesen al dólar estadounidense a una mayor presión. Un debilitamiento más profundo de esta moneda agravaría la incertidumbre en el sistema internacional de intercambio, ya que modificaría a corto plazo la competitividad relativa de los países según el régimen de cambio que tengan. Si esta tendencia continuase aumentaría la incertidumbre sobre el rendimiento relativo de los mercados financieros así como las expectativas inflacionistas en EE.UU., lo que, a su vez, aumentaría las mundiales y aún más los precios de los productos básicos.

Los precios del petróleo se han vuelto especialmente difíciles de pronosticar; todavía no se pueden descartar nuevos aumentos de los mismos, ni siquiera en el caso de una reducción moderada del crecimiento mundial. Los nuevos aumentos tendrían efectos mucho más graves en

los países en desarrollo importadores de petróleo, en relación con los causados por aumentos anteriores. En otras ocasiones, muchos países tenían superávit o reducidos déficit por cuenta corriente, de modo que se beneficiaron del aumento de los precios de exportación de otros productos básicos, mientras que su inflación interna permanecía contenida. Actualmente, por el contrario, las cuentas corrientes de muchos países importadores de petróleo se encuentran en una situación precaria, los precios de los metales ya no siguen una firme tendencia ascendente y las presiones inflacionistas continúan creciendo. Además, con los precios actuales del petróleo, la proporción de este producto en el PIB de los países importadores es muy superior a la de hace pocos años, lo que significa que el mismo aumento porcentual de los precios del petróleo tiene un impacto considerablemente mayor.

La posibilidad de que se produzcan movimientos importantes en los tipos de cambio aumenta la incertidumbre en el sistema de comercio internacional, ya que el valor de los contratos varía según la moneda en que estén denominados. Una nueva depreciación del dólar estadounidense conlleva el riesgo de acentuar las actuales tensiones inflacionistas en países con cambios fijos o regulados, en ambos casos vinculados al dólar. Un debilitamiento del dólar también implica el riesgo de que se intensifiquen las expectativas inflacionistas en EE.UU., lo que podría aumentar el interés de los inversores en los mercados de productos básicos y hacer subir aún más sus precios.

El incremento de los precios de los alimentos en los últimos años ha tenido un considerable efecto adverso en la lucha contra la pobreza en algunos de los países más pobres. Los mercados mundiales de alimentos continúan muy restringidos, lo que les hace susceptibles a cualquier alteración de la oferta. Como las existencias mundiales de cereales se encuentran prácticamente en los niveles más bajos de la historia en relación con el consumo, si una sequía afectase las próximas cosechas aumentaría considerablemente la presión sobre los precios. Una sequía moderada en alguno de los principales países productores causaría, en promedio, una reducción de un 2% en la producción mundial, comparada con la tendencia, lo que reduciría la producción de cereales en 40 millones de toneladas y las existencias mundiales cerca del 12% de los 350 millones de toneladas previstas para el final del ejercicio comercial en curso.

El encarecimiento de los precios de los fertilizantes podría provocar que los agricultores compren menos, con la consiguiente reducción de la cosecha. De todos modos, si se produce una sequía, el precio promedio de los cereales aumentaría alrededor del 30% por encima de los ya elevados precios. Si se produjesen otras subidas en los precios de los alimentos, su impacto sobre el nivel de vida de las personas más pobres y vulnerables, especialmente los que viven en los centros urbanos, sería aún más fuerte.

Los pronósticos del Banco Mundial dedican especial atención al comercio internacional. Así, la disminución en la demanda externa estadounidense y la relativa solidez de sus exportaciones reflejan un cambio más general de la demanda mundial, que se aleja del desahorro debido a la caída del sector de la vivienda en ese país, y se orienta hacia un mayor equilibrio, en el que la solidez de la demanda de los países en desarrollo compensaría la caída estadounidense fomentando la expansión mundial. Esta alteración de la composición de la demanda está ayudando a restituir el equilibrio en la economía estadounidense y la mundial. Sus efectos ya se observan en la balanza de pagos de EE.UU. A pesar de la subida de precios del petróleo, el déficit comercial estadounidense se redujo un 0,6% del PIB en 2007.

Aunque una reducción del gasto en viviendas en EE.UU es perjudicial a corto plazo y puede empeorar la mala situación actual de los mercados financieros, recuperar un crecimiento equilibrado es fundamental para conseguir la estabilidad a largo plazo reduciendo así la posibilidad de turbulencias financieras en el futuro. Aunque la mejora registrada en la balanza comercial estadounidense es una buena noticia desde la perspectiva mundial, ha estado acompañada por una abrupta caída de las importaciones del país, lo que induce a pensar si la demanda interna del resto del mundo se puede ampliar lo suficientemente rápido como para respaldar un crecimiento firme de los países en desarrollo y, al mismo tiempo, amortiguar la desaceleración de EE.UU. absorbiendo sus exportaciones en la medida necesaria.

Los países en desarrollo progresan integrándose en mayor medida en los mercados mundiales. Paradójicamente, su crecimiento, en general, ya no depende tanto de las importaciones de los países ricos. Durante los últimos 15 años, los países en desarrollo abrieron sus economías, aumentaron sus exportaciones y ampliaron rápidamente su participación en el comercio internacional. Como proporción del PIB de las economías en desarrollo, sus exportaciones aumentaron desde el 22% en 1992 hasta el 39% en 2007. En el mismo periodo, la participación de esos países en las exportaciones mundiales creció gradualmente, del 20 al 37%, y China fue el país responsable de la mitad de ese aumento.

A primera vista, la creciente importancia de las exportaciones en los PIB de los países en desarrollo hace pensar que ahora esas economías dependen, más que hace 15 años, de la demanda de importaciones de los países

ricos y del ciclo del comercio internacional. Sin embargo esta afirmación no es exacta por dos razones. Primera, el exitoso aumento de las exportaciones de los países en desarrollo ha estado impulsado por un aumento de su capacidad productiva y no por la aceleración de la demanda extranjera. Actualmente, la capacidad productiva de esos países se ve limitada por la falta de una infraestructura adecuada, incluida la energía, y no por una insuficiencia de la demanda real en los mercados mundiales. Segunda, el comercio sur-sur crece a más del doble de velocidad que el comercio norte-sur, lo que disminuye el impacto de la reducción de la demanda de importaciones en los países ricos. La aceleración del crecimiento de los países en desarrollo desde 2002 coincide con el periodo de aumento de los precios de los productos básicos, que se mantiene en la actualidad.

El rápido crecimiento de la participación en el mercado de los países en desarrollo durante los últimos 15 años podría inclinar a pensar que estos países se han convertido en el motor del ciclo comercial mundial y han reducido la influencia de los países ricos. Así, en la década de los ochenta, la contribución de los países ricos al crecimiento de las importaciones mundiales era nueve veces la de los países en desarrollo, las importaciones de los países ricos aumentaban tres veces más rápido que las de los países en desarrollo, y la participación de los países ricos era el triple que la de los en desarrollo. En los años noventa, sin embargo, la participación de los países ricos se redujo de nueve a tres veces la de los en desarrollo. El cambio decisivo se ha producido en la presente década y ahora la participación de los países en desarrollo iguala a la de los países ricos.

Esta alteración drástica de la importancia relativa de cada grupo de países significa que los efectos directos de una eventual caída del crecimiento de las importaciones de la OCDE, aunque todavía es importante, es menos peligrosa que en décadas anteriores.

3. Perspectivas económicas mundiales del Banco Internacional de Pagos de Basilea

El Banco de Basilea (BIS) es tajante: las turbulencias en los mercados financieros, que empezaron el pasado mes de agosto y se han extendido a la economía real, se deben a unas políticas demasiado permisivas de los bancos centrales en la pasada década que no atendieron a los avisos del BIS sobre los peligros de un crecimiento excesivo del crédito y de unos tipos de interés reales demasiado bajos. Señala el BIS que: "no parece descaminado sugerir que esos bajos tipos pueden haber animado a los prestatarios a endeudarse imprudentemente y haber causado un posible rebrote de la inflación. El problema que requiere una acción urgente es la actual aceleración de la inflación". Sin embargo, el BIS no llega a criticar al Federal Reserve por sus bajísimos tipos de interés y considera que puesto que existen dos riesgos, la crisis y la inflación, no se puede recomendar la misma política de tipos de interés para todos los países. Sólo estima que es necesaria una media mundial de tipos más altos.

Contrariamente a lo que establece el Fed, algunos expertos consideran que las turbulencias financieras se deben a la extensión del modelo basado en originar y distribuir riesgos y a nuevos productos hipotecarios de alto riesgo y no a una excesiva expansión de crédito. El BIS concede que no todos piensan como él: "No todo el mundo acepta la hipótesis de que la excesiva expansión del crédito es la causa del problema". Aunque esperemos que no ocurra, si los costes de las actuales turbulencias continúan creciendo y las medidas económicas tomadas resultan poco efectivas, es probable que esas hipótesis tengan que ser revisadas.

Tras varios años de intenso crecimiento global, baja inflación y mercados financieros estables, la situación se deterioró rápidamente en agosto de 2007. La turbulencia financiera se originó en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo, *subprime,* que enseguida afectó a muchos otros mercados financieros, lo que llevó a cuestionar la suficiencia de recursos propios de algunos grandes bancos europeos y estadounidenses. El BIS estima que la crisis es un ejemplo típico de estallido de un *boom* de crédito, caracterizado por un rápido crecimiento de los agregados monetarios y crediticios globales, un largo periodo de bajos tipos reales de interés, precios demasiado altos de numerosos activos financieros y reales y modelos de gasto muy diferentes en diversos países, EE.UU. y China, en especial, reflejando las distintas fases de desarrollo financiero en que se encontraban, animando el consumo en EE.UU. y la inversión en China.

Los bancos centrales de los principales centros financieros aumentaron la liquidez en los mercados financieros, si bien las medidas concretas que tomaron diferían según la situación macroeconómica del país. Así, algunos estaban más preocupados por la inflación, por lo que elevaron los tipos de interés, mientras que otros estaban más atentos a las presiones deflacionarias que surgirían si el crecimiento se desaceleraba y, en consecuencia, bajaron los tipos.

En el periodo de junio de 2007 a mayo de 2008, la preocupación sobre posibles impagos en las hipotecas

subprime de EE.UU. se extendió rápidamente a otros segmentos del crédito y a los mercados financieros en general, hasta el punto de que importantes sectores del sistema financiero dejaron de funcionar satisfactoriamente. Una demanda de liquidez creciente, unida a una mayor incertidumbre sobre el riesgo de la contraparte, provocó presiones sin precedentes en los mercados interbancarios. La rentabilidad de los bonos en las economías industriales avanzadas se hundió al buscar los inversores activos seguros al abrigo de la crisis. Los mercados bursátiles de esos países se debilitaron. Hoy, con muchas instituciones financieras con balances débiles y un entorno macroeconómico que sigue empeorando, parece que el actual cambio en el ciclo crediticio probablemente causará persistentes dificultades en la actividad económica.

La evolución de la situación dependerá decisivamente de las interacciones dinámicas entre el sector financiero y el entorno macroeconómico. Menos crédito disponible, debido a las medidas tomadas por las instituciones financieras para preservar su capital, puede prolongar el periodo de escasos beneficios al afectar al gasto agregado, la actividad económica y la calidad de los activos. Esos efectos pueden extenderse a otros países si los sistemas bancarios afectados tienden a reducir su actividad internacional. Aparte de sus implicaciones cíclicas, el actual periodo de fuertes presiones puede provocar ciertos cambios estructurales. Las instituciones financieras están revisando su opinión, de forma que ya no se muestran tan favorables a un modelo financiero basado en la creación y distribución de préstamos mediante titulización.

Actualmente, tras un largo *boom* causado por una expansión del crédito, no hay que sorprenderse de que hayan surgido turbulencias en los mercados financieros y que se haya producido un menor crecimiento y mayor inflación, al menos temporalmente. La cuestión básica es cómo van a evolucionar esas tendencias y sus interacciones. Según el BIS, "no parece que esa interacción vaya a causar una desaceleración más profunda y prolongada que lo que parece prever el consenso". Al mismo tiempo, los factores inflacionistas, especialmente en las economías emergentes, podrían ser inesperadamente fuertes y persistentes. Un factor clave en las perspectivas inflacionistas será probablemente la evolución de los salarios, aunque en algunos países los efectos de una depreciación de su moneda sobre los precios internos podría ser un factor negativo importante.

En la actualidad, con una clara amenaza de inflación y con tipos reales de interés históricamente muy bajos en la mayoría de los países, parece apropiado un sesgo global hacia un endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, la situación actual y futura de los diferentes países impide aconsejar a todos la misma política. Además, si la economía global se desacelera bruscamente y las presiones inflacionistas se debilitan, evidentemente el sesgo hacia un endurecimiento monetario debe ser menor.

En el entorno actual y futuro hay que tener en cuenta que la eficacia de una disminución en los tipos de interés puede ser reducida tras el auge del gasto causado por un exceso de crédito. A la vista de los efectos secundarios potencialmente negativos de la reducción de los tipos de interés, especialmente el riesgo de aumentar los desequilibrios financieros y de asignaciones equivocadas de los recursos reales, parece aconsejable acudir a políticas complementarias que eviten sobrecargar la relajación monetaria. Una política fiscal expansiva podría ser conveniente, pero en muchos países, la excesiva deuda pública reduce considerablemente el margen de maniobra. En tal caso, debe darse prioridad a reconocer ese exceso y las pérdidas sufridas y tratar de resolver los problemas consiguientes a tiempo y ordenadamente.

Quizá la principal conclusión que puede extraerse de los retos con los que se enfrenta la política macroeconómica es que hubiese sido mucho mejor evitar la aparición del exceso de crédito, causa fundamental de la mala situación actual. Según el BIS, en el futuro esta situación podría evitarse mediante el establecimiento de un "marco de estabilidad financiera" que exigiría tomar medidas tanto macroeconómicas como prudenciales para contrarrestar la evolución de los precios, del crédito y de la actividad económica en el país y reducir así la amplitud de las oscilaciones del ciclo económico. Pese a ello, reconociendo que las oscilaciones del ciclo pueden atenuarse pero no eliminarse, el BIS sugiere una serie de medidas de prevención que podrían mejorar la gestión en periodos de turbulencias financieras.

La actual convulsión producida en los principales centros financieros no tiene precedentes en el periodo de la postguerra. El notable peligro de recesión en EE.UU., unido al intenso repunte de la inflación en muchos países, aumenta el fundado temor de que la economía mundial puede encontrarse en un momento crítico. El explosivo cóctel que han supuesto durante años las innovaciones en los mercados financieros, la permisividad de las políticas y la suavización de las condiciones monetarias mundiales nos ha llevado a una situación de riesgo y hay que reaccionar.

En el futuro hay que concentrarse en esos tres elementos y sus interacciones, y no sólo en las recientes innovaciones financieras que tanta atención han despertado hasta ahora, pues ello conlleva dos peligros. Primero, apunta a medidas correctivas de alcance limitado, que podrían resultar inadecuadas para gestionar una crisis tan en-

raizada en el sector financiero y en la economía real como la actual. En concreto hay que afrontar directamente el problema de los préstamos incobrables y de la elevada carga de la deuda que ha ido creciendo durante años en algunas de las principales economías. Para ello hay que evitar ocultar esos problemas con una mayor expansión del crédito y de la inflación. Segundo, si al adoptar medidas para evitar que se repitan problemas similares en el futuro, las autoridades se centran en las deficiencias de las recientes innovaciones financieras, se verán tentadas a solucionar los síntomas del problema, y no sus causas subyacentes. Sin negar la importancia de lo que es distinto en los problemas actuales, hay que reconocer que mucho no ha cambiado.

Es innegable que los últimos acontecimientos en los mercados financieros, en concreto la inadecuada implementación del modelo financiero basado en originar y distribuir riesgos, han tenido efectos secundarios desastrosos. Así, se han concedido préstamos de alto riesgo que se han vendido después a inversores confiados o avariciosos, recurriendo a menudo estos últimos a financiación apalancada y a corto plazo para aumentar aún más sus beneficios. Si esto ya es de por sí una peligrosa fuente de vulnerabilidad, la opacidad del proceso hace además que no siempre esté claro quién soporta exactamente el riesgo. La pregunta es pues ¿Cómo pueden repararse los daños si ni siquiera se sabe donde se localizan?

Resumen de prensa. Comentario de actualidad

Ramon Boixareu

No era fácil de prever el volumen de comentarios que iba a suscitar el referéndum del 12 de junio en Irlanda sobre el Tratado de Lisboa relativo a la reforma político-administrativa de la Unión Europea. Comentarios de todas las tendencias: de satisfacción, más o menos disimulada, en algunos casos, y de crítica, acompañada de profunda tristeza, casi de desolación, en otros. Pocos han sido los que han mantenido un tono sereno, objetivo o casi, y los que se pueden leer sin alterar el ánimo.

¿Cómo ofrecer una síntesis rápida de lo mucho que se ha escrito, en los últimos 15 días, en la prensa de todas partes sobre la cuestión? Ardua tarea, superior, sin duda, a la capacidad de un observador común.

Los medios, lo políticos y la burocracia europeístas reaccionaron con marcado desánimo ante el «no» irlandés, que no podían explicarse en modo alguno, ni, por supuesto, perdonar. ¿Cómo había podido un millón escaso de irlandeses interrumpir de este modo el proceso integrador europeo cuando el gobierno de su país, con los gobiernos de los 27 países miembros de la UE, había votado algunos meses atrás a favor del Tratado y cuando Irlanda es uno de los países que más se ha beneficiado de la condición de socio comunitario?

El vicepresidente del Parlamento Europeo, el austriaco J. Voggenhuber, se expresaba en estos términos: «Para la UE, el «no» significa una crisis que amenaza su misma existencia».

El Tratado de Lisboa estaba, y todavía está, destinado a modernizar las instituciones del bloque y a mejorar el sistema de adopción de decisiones después del acceso a la Unión, en 2004, de doce nuevos miembros, incluyendo a diez antiguos países comunistas de la Europa central y oriental. El Tratado, firmado, como se dijo, por todos los líderes de los 27 países en diciembre último, debería en principio capacitar a la UE para representar un papel más eficaz en la política mundial, dotándose de un presidente permanente, de un jefe de política exterior con amplios poderes y de un servicio diplomático con todas las de la ley.

El Tratado también reforzaría el papel de la zona euro, el área que comparte la moneda única que integrarán 16 países en cuanto se incorpore a la misma Eslovaquia, el próximo enero. En este sentido, el Tratado de Lisboa quiere ser un paso más, aunque modesto, hacia el objetivo a largo plazo –compartido por Francia, Alemania, Italia, España y otros países– de crear una Europa más integrada sobre los fundamentos de la Unión Monetaria.

El «no» irlandés supone un fuerte golpe para esas ambiciones, toda vez que ningún tratado de la UE puede ser válido si no es ratificado por sus 27 países miembros. En principio, los 862.415 electores irlandeses que rechazaron el Tratado de Lisboa –menos del 0,2 por ciento de la población de la UE (497 millones) han paralizado de golpe el proceso integrador europeo. Así, Bernard Kouchner, ministro francés de Exteriores, declaró tres días antes del referéndum, que un "no" irlandés sería contemplado con «gigantesca incomprensión por el resto de la UE».

Superando sus múltiples dificultades presentes, *Le Monde* no ha dejado de ocuparse insistentemente de los problemas suscitados por el «no» irlandés. En un editorial publicado el 15-16 de junio, *Le Monde* preguntaba: «¿Qué pueden hacer los europeos? Después de una hipotética ratificación por veinte países, se podría presionar a los irlandeses y obligarles a volver a votar, esperando que, al

igual que en cierta ocasión anterior, revisaran su voto. O se podría separar a Dublín de la Unión. O seguir adelante aplicando los artículos del Tratado de Lisboa que no exigen una reforma. Ninguna de estas soluciones satisface. El «no» irlandés muestra que no es posible reformar la Unión si la regla de la unanimidad no es abandonada. Ahora bien, en la situación en la que el problema se encuentra, la unanimidad es necesaria.

Para salir de este círculo vicioso no hay más que una posibilidad: crear, paralelamente a la Unión Europea actual, una vanguardia compuesta por países dispuestos a aceptar la regla de la mayoría cualificada para profundizar en la integración. La idea no es nueva, pero no ha sido ensayada jamás y exige dirigentes convencidos de que la unidad europea es una ambición necesaria. Si ayudara a poner en marcha esta idea, el voto de los irlandeses sería finalmente una oportunidad (*chance*) para Europa».

El panorama no invita, pues, al optimismo, y han hecho bien los jefes de Estado y de Gobierno en tomarse unos meses de reflexión, dando largas a la cuestión con la esperanza de que el paso el tiempo permita mejorar el planteamiento actual y vislumbrar alguna salida airosa. Y es que, como decía un editorial del *Boston Globe,* que reprodujo el *Herald Tribune* de 17 de junio, los electores irlandeses no rechazaron la Unión Europea. «Dijeron "no" a un tipo de gobierno de la Unión de estructura centralizada, y también a la elite de la que surgió el Tratado». Se atacó, pues, lo que se ha llamado «déficit democrático» de la UE, y no debería sorprender que algún otro país que todavía no ha ratificado el Tratado se negara también a hacerlo.

Sin embargo, el caso es que el Tratado tiene muy buenos defensores, y no sólo, o no necesariamente, entre la «elite» a la que se refería el *Globe*. Así, el cristianodemócrata alemán, Hans-Gert Pottering, presidente del Parlamento europeo desde 2007, defendía en estos términos el Tratado (*Le Monde* de 17 de junio): «Me siento tan decepcionado porque este país [Irlanda] se ha beneficiado grandemente de su pertenencia a la Unión. Muchos de los argumentos en apoyo del "no" lo fueron fuera de contexto o de forma partidaria. Entre los que votaron en contra, unos, como Declan Ganley, ese hombre de negocios millonario convertido en abanderado del «no», han explicado que la libertad económica iba a verse dañada. Los sindicatos afirmaron que Europa no iba a ser lo suficientemente social. Algunos declararon que con el Tratado en vigor se facilitaría el aborto. Otros sostuvieron que el sistema fiscal irlandés se vería amenazado. Argumentos, pues, de todo tipo, lo más frecuentemente contradictorios. El «no» irlandés no puede ser la última palabra. Considero que el Tratado de Lisboa es indispensable para que Europa sea más democrática y más transparente».

Una figura de relieve en el mundo de los medios de comunicación, Wolfgang Münchau, por su parte, escribía en *FT* de 16 de junio: «Personalmente, creo que el "no" irlandés fue sorprendente (*shocking*), no por lo que pueda suponer para la UE sino por lo que supone para Irlanda. Irlanda es una de la grandes *success stories* de la Unión Europea. Dublín se ha convertido en una de las grandes capitales europeas. El "no" deja al país ante dos únicas alternativas: una es la humillante *U-turn*, consistente en un "sí" en un segundo referéndum sin que se produzca un cambio real de los condicionantes. La otra es que Irlanda podría perder su condición de país miembro de pleno derecho de la UE si el segundo referéndum conduce a otro "no", con lo que los ciudadanos irlandeses retrocederían a la situación que conocieron muchos años atrás, en los *Dark Ages*, de los que salieron hace sólo algunas décadas […].

En pocas palabras, tiemblo al pensar cómo reaccionarán los inversores extranjeros ante el extraño "no", teniendo en cuenta lo necesarios que le son a Irlanda para asegurar el mantenimiento de la prosperidad».

El «no» irlandés, sin embargo, encontró una buena acogida, que en algunos casos podría calificarse de entusiasta. Una de ellas fue la del famoso comentarista británico Samuel Brittan (*FT* de 20 de junio: *Why the Irish were right to say No*). Pero Brittan, como suele ser normal en él, se muestra sutil y a veces no del todo claro. «El "no" irlandés no es una derrota para Europa, ni siquiera para la Unión Europea. Es una derrota para cierta visión de la UE… En la medida en que los objetivos originales de la UE se han perdido en la niebla del tiempo, el objetivo de "más Europa" se ha convertido en el norte de políticos y de burócratas que se mueven con vistas a sus propios intereses, llegando a poner en manos de Bruselas decisiones que se adoptan en los estados de Norteamérica». Para Brittan, cualquier elemento que sirva para obstaculizar el objetivo verdaderamente integrador de Europa es bueno *per se*, sea el «no» irlandés o cualquier otro.

En Francia, podía esperarse, y se esperó, la reacción de un personaje que, en los últimos tiempos, sólo había salido en los grandes titulares con ocasión del referéndum francés sobre la reforma de la «Constitución» de la UE de marzo de 2005, que fue rechazada, como se recordará, con un histórico «no». Se trata de Jean-Pierre Chevènement, en la actualidad presidente de honor del Mouvement Républicain et Citoyen (MRC). Según Chevènement, simplemente, «el Tratado de Lisboa está hoy jurídicamente muerto».

Alguna sorpresa habrá ocasionado entre los lectores habituales de la revista, la contundencia de su conclusión

sobre el episodio del «no» irlandés al Tratado de Lisboa. *The Economist* (21 de junio), en efecto, en su portada, no puede ser más rotundo ni más breve: *Just bury it*, esto es, «lo único que cabe hacer con el Tratado es enterrarlo». *The Economist* dedicó al tema su editorial de cabecera y una de las páginas informativas. La conclusión de la revista es que «ya es hora de que se acepte que el tratado de Lisboa está muerto y que la UE puede seguir perfectamente sin él».

Para acabar con este poco optimista comentario, bueno puede ser que se recoja aquí una breve síntesis del editorial publicado en *Financial Times* de 19 de junio: *Time to focus on Europe's successes*. «Está claro desde el principio que la gente de Irlanda, simplemente, no entendió el Tratado ni para qué debía servir. Los irlandeses son muy sensibles y saben que les han ido muy bien las cosas siendo miembros de la Unión. Pero muchos se sintieron confusos teniendo que votar por un documento ininteligible, de jerga legal y complicados arreglos de voto…».

Sea como fuere, ya es hora de que los líderes comunitarios salgan a la calle y vendan su *success story*. Lo mismo se puede decir sobre el euro y por las «cuatro libertades: libertad de movimientos de los ciudadanos, del capital, de las mercancías y los servicios». ¿Puede pedirse más?

La información económica en la prensa internacional

Sumario

Miscelánea: UME, BCE, euro, dólar, FED	81
Persistencia de la crisis, de la inflación	83

En este número se ofrecen dos temas fundamentales en los que ha incidido la prensa económica internacional:

- Miscelánea: UME, BCE, euro, dólar, FED

- Persistencia de la crisis, de la inflación

Miscelánea: UME, BCE, euro, dólar, FED….

(*Financial Times* de 26/5. Editorial:
A happy 10th anniversary, EMU)

La Unión Monetaria Europea es una mariposa que ha emprendido el vuelo. El caso es que ha sido un éxito en la vida real. Hace una década, los críticos predijeron un desastre financiero cuando 11 países europeos acordaron fundir sus monedas. El hecho de que algunos economistas debatan seriamente hoy –aunque prematuramente– si el euro puede superar al dólar USA como moneda mundial de reserva pone de relieve la bien ganada credibilidad del euro.

[…]

Sería bueno que los políticos de la zona euro festejaran el 10º aniversario de la Unión Monetaria Europea cantando sus éxitos con más fuerza, en vez de dedicarse, como hacen algunos a criticar al BCE por su política monetaria contractiva. El éxito de la Unión Monetaria debería animar a otros países de la UE a incorporarse a la misma. Es una lástima que la parálisis política de Gran Bretaña impida que tenga lugar en el país un debate serio sobre esta cuestión.

(P. A. Delhommais, en *Le Monde* de 1-2/5:
La BCE a besoin d'un euro encore et toujours plus fort)

[…]

El décimo aniversario del BCE debería adquirir los honores de una consagración. El euro se ha convertido en una gran moneda, reconocida internacionalmente, que los grandes inversores internacionales se disputan, y muy buscada en los países emergentes cuyas monedas no son convertibles.

[…]

Sin embargo, Jean-Claude Trichet debería saborear bien estos días felices, toda vez que el futuro inmediato se anuncia más difícil para él.

[…]

Trichet, en efecto, va a verse obligado a transmitir el mensaje según el cual, el mejor medio, si no el único, de contener las presiones inflacionistas en la zona euro, y de proteger el poder de compra, es dejar que la moneda única se aprecie todavía más, permitiendo un euro todavía y siempre más fuerte. Los ciudada-

nos europeos deberían comprender el mensaje. Al presidente de la República le costará un poco más.

(Martin Wolf, en *Financial Times* de 28/5:
Emu's second 10 years may be tougher than its first)

¿Cómo podría alguien poner en duda los éxitos de la moneda única? Se le considera un auténtico rival del dólar USA. Jeffrey Frankel, de Harvard, incluso llegó a predecir, en marzo, que el euro «podría sustituir al dólar dentro de 10 años». Esto está lejos del escepticismo, particularmente en círculos de habla inglesa, con que fue recibido tanto su puesta en circulación como el subsiguiente período de pérdida de valor frente al dólar USA. El euro, hoy, es una moneda creíble.

Los éxitos son obvios […]

La UME ha sido gestionada de la mejor manera que una unión de su naturaleza podía haberlo sido. Para todos los que ha intervenido en su dirección, ¡enhorabuena! Si el éxito prosiguiera en las décadas futuras, el euro, con toda seguridad, llegaría a ser una divisa todavía más importante en el marco global. Pero este éxito de la zona euro no es una cuestión técnica. Exigirá decisiones difíciles. Sólo puede según la presente senda si los resultados son excelentes y el reajuste interno se produce responsablemente. ¿Podemos así concluir que la UME es un triunfo? Es demasiado pronto para afirmarlo.

(Hubert Védrine, en *Le Monde* de 20/6:
L'Europe après le non irlandais)[1]

El derecho internacional es claro: un tratado europeo, que es un tratado internacional, no puede ser ratificado más que por unanimidad de los Estados miembros, salvo si todos estos han decidido, antes, por unanimidad, que tal tratado podría ser ratificado por mayoría, lo que no es el caso para el tratado de Lisboa, como no lo fue para los tratados europeos anteriores. Todas las lamentaciones no cambiaran en nada esta realidad.

La renegociación de un tratado de Lisboa por los 26 países aparecería como una manipulación de la democracia, que no tendrá lugar. El «núcleo duro» (*le noyau dur*) será evocado de nuevo aquí y allá, pero no se concretizará. Única solución: que los irlandeses vuelvan a votar, más pronto o más tarde, si sus dirigentes y los de los otros países europeos creen posible asumir este riesgo […] La integración ha sido durante mucho tiempo presentada como la única vía legítima, pero ya no es una vía con futuro: cuando las poblaciones han tenido la ocasión, votan contra. En cambio, no hay oposición a las políticas comunes y a los proyectos. ¿Es esto trágico?

[…]

[1] H. Védrine es un ex ministro de Exteriores de Francia.

La no ratificación, a estas alturas, del tratado de Lisboa, es lamentable. Pero no debe ser una excusa para no hacer nada, al contrario. Después de todo, ¿qué tratado estaba en vigor cuando fue concebido el tratado de Roma? Ninguno.

[…]

(Sudeep Reedy y otros, en *Wall Street Journal* de 4/6:
Bernanke hints at dollar support by US officials)

El presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, en una poco frecuente aparición pública, acaba de decir que el banco está siguiendo atentamente la evolución de las cotizaciones del dólar, insinuando que la debilidad de la moneda podría representar un papel importante en lo sucesivo en las decisiones que se adopten sobre los tipos de interés.

Las palabras de Bernanke que significan un abandono de la vieja tradición que dejaba a la Reserva Federal al margen de la política del tipo de cambio, sugieren un intento concertado de las autoridades norteamericanas de dejar claro que, a todos los niveles, se opondrán a sucesivas caídas del valor del dólar frente a otras monedas. Las palabras de Bernanke, así, deben ser interpretadas como dirigidas a los inversores diciéndoles que la caída del dólar ha tocado a su fin.

«En colaboración con nuestros colegas del Tesoro –dijo literalmente Bernanke– vigilaremos estrechamente el comportamiento del billete verde en los mercados cambiarios»[2]

[…]

(Carter Dougherty y otros, en *Herald Tribune* de 2/6:
As ECB turns 10,…)

El presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, todavía se maravilla del hecho.

París, Lisboa, Madrid, Roma y Berlín –cada una, en algún momento capital política y económica de un imperio que combinaba el poder de Nueva York y Washington– rindieron una parte de su soberanía ante una moneda común, la moneda nueva del reino.

«Cuando debes hacértelas con la historia conjunta de todas estas capitales, estás trabajando sobre un original», dijo Trichet en una entrevista en la Eurotower, el cuartel general del BCE en Francfort.

[…]

[2] Cualquiera que sea el motivo, el caso es que el dólar ha estado oscilando durante semanas, frente al euro, entre 1,53 y 1,58 dólares, sin bajar en ningún caso de este último cambio, ni superar el primero. *(Nota del Trad.)*

Ahora, 10 años después de su nacimiento, el Banco Central Europeo –más «exitoso» que sus arquitectos imaginaron y más poderoso de lo que detractores temieron– se enfrenta con lo que podría ser su principal reto des de la invención del euro. ¿Cómo superar la complicada situación económica del momento?

[…]

(Mark Landler, en *Herald Tribune* de 17/6: *Euro press ahead despite vote by Irish*)

El rechazo por Irlanda del tratado de Lisboa ha sumido Europa en un estado de pesimismo como pocas veces se había visto hasta el presente.

Pero el *angst* no se ha extendido por los mercados cambiarios, en los que el euro subió en el curso de las oscilaciones que se están produciendo estas semanas después de que conocieran los resultados del referéndum irlandés. Debe subrayarse como se debe esta circunstancia, que puede así mismo indicar que la Unión Monetaria Europea puede funcionar sin ir acompañada de una unión política.

[…]

(Willem Buiter, en *Financial Times* de 3/6: *There is no excuse for Britain not to join the euro*)[3]

El caso para que el Reino Unido abandone la libra y adopte el euro no ha sido nunca más claro.

[…]

Independientemente de razones de orden económico y financiero, existen poderosos argumentos políticos a favor de la zona euro. El futuro de Europa es federal. El euro es un paso simbólico hacia una más profunda integración. Gran Bretaña puede seguir como hasta ahora: contemplando la situación desde las bandas, murmurando cómo las cosas tienen lugar. El peso del Reino Unido en la UE no es el que debería ser. Si no eres miembro de la zona euro no cuentas.

Por consiguiente, ya sea por razones de estabilidad macroeconómica, por defender el estatus de Londres como centro financiero global y por lógica política en una más profunda integración europea, todo está a favor del abandono de la libra y de la adopción del euro. Sólo debe hacerse.

(*The Economist* de 5/7: *Britain sinking economy*)

Cada día parece más probable una recesión. Después de 16 años en los que el PIB del Reino Unido no ha dejado de crecer, una crisis será recibida con dolor. Sin embargo, lo que puede resultar peor es cómo el debilitado gobierno de G. Brown responda a los malos tiempos que se avecinan.

Una serie de malas noticias ha hecho aumentar los temores de que la economía británica, todavía la quinta del mundo en 2007, está condenada a empeorar. Estas preocupaciones cristalizaron el pasado día 2 cuando dos grandes firmas anunciaron severas pérdidas: Taylor Wimpey, la mayor constructora de viviendas del país, reveló que se había visto incapaz de obtener los recursos extra que necesita para apuntalar su balance; y Marks & Spencer, una distribuidora de alimentos y de vestido, hizo público un descenso de las ventas, al tiempo que su director general dijo prever un futuro tormentoso.

Las acciones de las dos firmas, en especial de la primera, se tambalearon de mala manera inmediatamente después, e incluso la libra bajó, reflejando la preocupación de los agentes cambiarios, nerviosos ante las perspectivas británicas.

Los mercados subrayan las dos áreas de la economía británica que pueden mostrarse más vulnerables: la construcción y las ventas al por menor.

[…]

(*Le Monde* de 4/7: *Le* rapport Guesnerie *se livre á une attaque en règle de l'enseignement de l'économie*)

Se esperaba un análisis crítico de los manuales de economía destinados a los alumnos de segunda enseñanza. Pero es también –y sobre todo– un ataque vigoroso contra los programas de enseñanza de ciencias económicas y sociales (SES) al que se dirige l'*Audit des manuels et programmes de Sciences économiques et sociales du lycée*, presentado ayer por Roger Guenerie, profesor en el College de France, al ministro de Educación nacional.

[…]

Persistencia de la crisis, de la inflación

(Ralph Atkins y otros, en *Financial Times* de 20/5: *Trichet calls for attack on inflation to prevent mass unemployment*)

El primer banquero europeo intentó ayer que se produjera un endurecimiento de la actitud de los gobernantes europeos frente a la inflación, con el fin de evitar un desempleo masivo como el que se produjo en los años 70.

Las advertencias de Jean-Claude Trichet, el presidente del Banco Central Europeo resultaron oportunas en la medida en que reconoció que «los mercados financieros seguían presenciando una significativa corrección», cosa que, a juicio de Trichet, equivale a que éste crea firmemente que los bancos centrales debe-

[3] El autor es profesor de *European political economy* en la London School of Economics and Political Sciences.

rían resistir las presiones a favor de un recorte de los tipos de interés incluso en el caso de que las tensiones del mercado financiero sean menores y que el crecimiento económico se ralentice.

Los importantes incrementos de los precios del crudo y de los alimentos crean exigencias que no pueden en modo alguno eludirse.

El reto, hoy, es impedir que las presiones inflacionistas creen largos períodos secundarios alimentando subidas de salarios, como ocurrió cuando el «primer choque petrolífero», en la década de 1970, que condujo a largos períodos de paro en Europa, dijo Trichet.

[…]

(Javier Blas, en *Financial Times* de 22/5:
Food prices forecast to stay high for ten years)

Los precios de los alimentos han experimentado una subida paradigmática y no bajarán al nivel anterior a la crisis por lo menos antes de diez años, lo que supondrá grandes presiones para los gobiernos que tengan que hacer frente a esta crisis. Esto es lo que subraya un informe de próxima aparición.

El informe, elaborado por la OCDE y la Food and Agricultural Organisation, de las Naciones Unidas, dirá que los precios de los alimentos se han situado en un «nivel superior (*higher planteau)* a causa de una mayor demanda por parte de la industria de los biofuels y del superior consumo de los grandes países emergentes».

Sin embargo, el *Agricultural Outlook 2008-2017*, que debe aparecer publicado la próxima semana, ofrece un respiro a corto plazo, previendo que los precios se moderarán algo próximamente, según el sumario que ha tenido ocasión de ver *Financial Times.*

«Los precios de los alimentos serán considerablemente más elevados en términos nominales que en el pasado, pero se situarán por debajo de los récords presentes». Comparados con los precios medios de los años 2005-2007, el informe pronosticará que el preciso del trigo en 2017, corregido por la inflación, será un 2% superior, el arroz un 1% y el maíz un 15%. Se espera que los precios de las semillas de aceite aumentarán un 33%.

[…]

(Lawrence Summers, en *Financial Times* de 2/6:
Six principles for a new regulatory order)

Después de un modesto intervalo sin grandes choques financieros, la atención de la política económica se está volviendo hacia la prevención de futuras crisis y la gestión de lo que va ocurriendo. Si bien las deliberaciones exigirán bastante tiempo antes de alcanzar conclusiones válidas; existe una exigencia de tiempo, dados los interrogantes morales creados por la extensión del crédito a los bancos de inversión y el deseo de las autoridades de actuar antes que el sentimiento de alarma creado por los eventos recientes desaparezca y vuelva la complacencia.

Propuestas para cambios en las regulaciones y para respuestas a las crisis han llegado de diferentes sectores, incluida la propuesta del Tesoro norteamericano en el sentido de incrementar la autoridad y las funciones de la Reserva Federal respecto a los bancos de inversión y su alusión a un posible regulador del consumo. Sin embargo, hasta ahora, se han echado de menos sugestiones sobre el establecimiento de un conjunto de principios, frente a los cuales sea posible valorar las propuestas concretas. Otros analistas presentarán otras ideas sobre tales principios. He ahí, los seis principios que a mí se me ocurren:

[…]

Esos principios son más fáciles de formular que de verlos incorporados en un sistema regulador debidamente aprobado. Espero volver sobre este tema.

(Wolfgang Münchan, en *Financial Times* de 26/5:
Inflation and the lessons of the 1970's)

La inflación aumenta y parece que los bancos centrales de todo el mundo han juzgado mal la situación. Hasta hace unos pocos meses, la mayoría de los comentaristas se mostraban preocupados por una posible repetición de la Gran Depresión. Pero los años 1930 no tienen ninguna relevancia respecto a la situación actual, salvo la actitud de algunos economistas paranoicos que se refieren a dicho período a la menor ocasión. El único período histórico que recuerda algo a lo que ocurre hoy son los años 1970.

Entonces, y ahora, un choque producido por una subida de los precios del petróleo se convirtió en un incremento generalizado del nivel general de los precios.

Según el director ejecutivo de Morgan Stanley, la inflación media ponderada global será del 5,4% este año, mientras que el tipo de interés medio global en la actualidad es sólo del 4,3%. Esto significa que el tipo de interés a corto plazo global real es negativo, y esto en una fase en la que la inflación se está acelerando a todas luces.

[…]

Entonces, como ahora, los bancos centrales, en general, se acomodaron lo mejor que pudieron a la subida de los precios, lo cual fue un error en los años 1970 como lo está siendo ahora.

[…]

(Nouriel Roubini, en *Le Monde* de 27/5:
La récession américaine sera longue et profonde)[4]

No hay duda alguna que Estados Unidos está en recesión. De lo que se trata, pues, es de saber si la misma será corta en el tiempo y profunda. La cuestión es importante tanto para Estados Unidos como para el resto del mundo. La respuesta depende del tipo de recesión de que se trate. Si esta es corta y superficial, un crecimiento suficiente en el resto del mundo limitará los daños a una ligera desaceleración mundial. Pero si es larga y profunda, puede tener como consecuencia una recesión total en numerosos países (Reino Unido, España, Irlanda, Italia y Japón), e incluso crisis financieras en las economías de mercado emergentes.

En principio, la recesión norteamericana podría adoptar la forma de «V», de «U», de «W» o de «L». ¿Cuál es la más probable? El consenso actual quiere que la recesión adquiera la forma de «V»: corta y superficial, como las de 1990-91 y de 2001, que duraron, cada una, ocho meses.

Por mi parte preveo una recesión más larga y profunda, de, por lo menos, de doce a dieciocho meses, es decir, que se trataría de una de la recesiones más graves que ha sufrido el país desde hace decenios. Ni la macroeconomía ni las condiciones financieras actuales son aceptables.

[…]

(Patrick Barta, en *Wall Street Journal* de 27/5:
Is commodity boom over?)

Los inversores de todo el mundo continúan situando dinero en primeras materias y en las compañías que los producen. Sin embargo, algunos analistas empiezan a recomendar lo contrario.

Uno de ellos trabaja para Nomura International, a lo largo de los últimos años, y en especial en los últimos meses ha estado aconsejando la compra de materias básicas. Ahora, dice, las cosas están cambiando. La inflación se está saliendo de madre en algunas regiones, especialmente en Asia, lo que significa que los bancos centrales y los gobiernos deberán adoptar medidas más severas para controlarla. Las correspondientes medidas –entre las que muy probablemente figurarán incrementos de los tipos de interés en algunos países– debería significar un menor atractivo de los mercados de materias primas, o por lo menos deberían contener los precios de las mismas.

En las nuevas circunstancias, los que han ganado fortunas con algunos minerales y otros productos de gran consumo preferirán ver los toros desde la barrera, mientras la situación no se aclare.

[4] Nouriel Roubini es profesor de economía en la Universidad de Nueva York y presidente de RGE Monitor.

No todo el mundo es de la misma opinión, sin embargo, ni mucho menos, y el caso es que, por el momento, los precios de las primeras materias siguen subiendo: en lo que va de año los precios del estaño han aumentado un 40%; un 30% los del petróleo; un 10% los de las semillas de soja, etc.

Pero también empiezan a ser numerosos los que piensan como el analista aludido más arriba.

[…]

(Krishna Guha, en *Financial Times* de 30/5:
Recession still likely in US, says Greenspan)

«Una recesión en Estados Unidos es todavía más probable que la falta de ella». Así se ha expresado Alan Greenspan ante *Financial Times*.

El ex presidente de la Reserva Federal dijo exactamente: «todavía creo que existen más de un 50% de probabilidades de recesión. Sin embargo, la probabilidad ha retrocedido algo y que la probabilidad de una recesión severa se ha reducido apreciablemente».

Los comentarios de Greenspan llegan oportunamente para moderar el creciente optimismo que se está manifestando en algunos sectores de opinión. Tras haberse detectado una mejora del mercado de trabajo.

[…]

(Marie de Vergès, en *Le Monde* de 28/5:
Le renouveau économique allemand peut-il durer?)

La economía alemana ha hecho frente a la crisis financiera, al euro fuerte, al petróleo caro. No sólo resiste sino que se distancia de los otros países europeos. Ayer, la Oficina de Estadística federal (Destatis) confirmó su estimación de un crecimiento del producto interior bruto de 1,5% en el primer trimestre de 2008, lo que equivale a un 6% anual. Nada parecido se había presenciado en los últimos 12 años.

El detalle del PIB del primer trimestre muestra que la demanda interior (inversiones y, en menor escala, el consumo) ha tomado el relieve del comercio exterior, a pesar de que las exportaciones siguen creciendo, aunque a un ritmo menor.

Sin embargo, lo cierto es que los expertos esperan una desaceleración de la coyuntura a partir del segundo trimestre de 2008. El encarecimiento del euro y el menor ritmo de la economía mundial no pueden dejar de afectar indefinidamente a la economía alemana. Los economistas, por lo demás, prevén una fuerte inflación para el conjunto del año en curso. Esto no puede dejar de influir en el consumo, tradicionalmente débil.

[…]

(Ralph Atkins, en *Financial Times* de 29/5:
Surge in German inflation dulls chances of ECB interest rate cut)

La inflación en la zona euro se ha reactivado hasta alcanzar los niveles record de principios de año. Esto es lo que mostraron los datos de Alemania, ayer, con lo que quedó casi totalmente descartada la eventualidad de un recorte de los tipos por parte del BCE.

La inflación de Alemania ha pasado del 2,6% en abril al 3% en mayo.

Como resultado, la inflación de la zona habrá subido probablemente del 3,3% a alrededor del 3,6%, la mima que en marzo, lo que equivale casi a la mayor tasa de los últimos 16 años. La inflación puede situarse pronto alrededor del 4%, dicen los economistas.

Sea como fuere, el BCE sigue aspirando a que la inflación se mantenga «por debajo, aunque próxima» al 2%.

(*The Economist* de 24/5. Editorial: *Inflation's back*)

Hasta hace poco, los bancos centrales pensaron que la inflación había sido destruida para siempre. Gracias a más juiciosas políticas monetarias, la inflación en todo el mundo se había mantenido a raya. Esto se ha acabado.

Incluso con Estados Unidos al borde de una recesión y con otras economías desarrolladas en bajo ritmo, la inflación sube. En países como China, India, Indonesia y Arabia Saudita los precios subieron un 8-10 por ciento en 2007. En Rusia, la tasa ha sido del 14%. En Argentina, el verdadero aumento fue del 23%, y del 29% en Venezuela; dos tercios de la población mundial sufrirán probablemente tasas inflacionistas de dos dígitos este verano.

Los remedios pueden depender de la situación de los diferentes países, con notables diferencias entre economías industriales y economías emergentes. La peor situación ha de ser, obviamente, la de aquellas economías con apreciables tasas de inflación unidas a fuertes desaceleraciones del crecimiento. Los nubarrones acechan.

[…]

(Julia Werdigier, en *Herald Tribune* de 3/6:
Credit Crunch stings another UK lender)

Un importante prestamista hipotecario británico se ha visto obligado a buscar ayuda urgente en los inversores y a reducir el precio de un proyecto de venta de acciones en la medida en que más deudores dejaron de hacer frente a sus obligaciones hipotecarias, mostrando temores de que la crisis crediticia global pesa duramente en la economía general.

Las acciones bancarias en Europa y en Wall Street bajaron, y la libra se depreció, después de que Bradford & Bingley, un gran banco británico especializado en préstamos a propietarios inmobiliarios que compran casas de segunda mano para alquilarlas, aceptó la venta del 23% de sus acciones al grupo norteamericano TPG a cambio de 179 millones de libras, equivalente a 353 millones de dólares, *cash*. Las acciones del banco cayeron un 24%.

El anuncio de esta operación trajo a la memoria lamentables recuerdos de la nacionalización del prestamista hipotecario Northern Rock hace apenas cuatro meses. El anuncio se ha producido en el momento en el que el Banco de Inglaterra dice que el número de las hipotecas aprobadas había bajado a una cifra record, lo que constituye la última señal de que el un día esplendoroso mercado inmobiliario estaba erosionando el crecimiento de la economía británica.

[…]

El Banco de Inglaterra debe considerar la oportunidad de reducir los tipos de interés, que podría traducirse en una mayor facilidad crediticia que aliviara la evolución de la economía en general. Sin embargo, el gobernador del banco, Mervyn King, advirtió, ya hace poco, que para él lo prioritario era combatir la inflación, haciendo improbable que se produzca una reducción de los tipos esta semana. Esto, por lo menos, es lo que dicen algunos analistas.

[…]

(Kathy Shwiff, en *Wall Street Journal* de 3/6:
S&P cuts ratings on 3 banks)

Standard & Poor redujo sus calificaciones de Lehman Brothers Inc., Merrill Lynch & Co. Inc. y Morgan Stanley, en una decisión con la que la citada firma calificadora llamó la atención por los riesgos sobre cómo dichos bancos suelen financiar sus operaciones y advirtió que aquellos bancos han abusado de la utilización de títulos híbridos como medio para atraer capital.

S&P también incrementó la posibilidad de degradaciones potenciales de Bank of America Corp. y J.P. Morgan Chase & Co. en la medida en que prevé la existencia de créditos malos.

Las acciones de las compañías bajaron en consecuencia, sobre todo las de Lehman, que ha sido objeto de mucha especulación en meses recientes sobre su situación después de los problemas de Bear Stearns. El lunes, las acciones de Lehman bajaron un 7,9% en la Bolsa de N.Y.; las de Meryll y Morgan Stanley cayeron un 4,9% y un 3,6%, respectivamente.

[…]

(Peter Garnham, en *Financial Times* de 3/6: *Sterling hit by economic concerns*)

La libra cayó apreciablemente ayer, después de que se propagaran noticias sobre los problemas que afectan a Brandford & Bingley, el mayor banco británico especializado en cierto tipo de hipotecas, y que se extendieran impresiones sobre la salud de la economía del país.

El sector financiero es uno de los pilares de la economía del Reino Unido y también uno de los motores de su crecimiento. Las citadas noticias sirvieron para recordar a los inversores de que los problemas de la economía británica son graves. «Muchos de los inversores creen que la crisis va a empeorar», ha dicho Mervyn King, gobernador del Banco de Inglaterra.

El pasado mes, el mismo King advirtió que la «bonita» (*nice*) década de robusto crecimiento del UK ha terminado. «Los rumores sobre una recesión seguirán aumentando».

La libra, por su parte, ha estado cayendo gradualmente desde hace algunas semanas, habiéndose cotizado a 1,96 frente al dólar, y valer 0,7898 frente al euro.

[…]

(*The Economist* de 24/5: *An old enemy rears his head*)

Los bancos centrales de los países ricos temen la subida de la inflación. Sin embargo, los riesgos que corren éstos son menores que los que han de afrontar las economías de los países emergentes, en los que la inflación se incrementó mucho más en el pasado, alcanzando las tasas más elevadas de los últimos nueve años. Por otra parte, se da el caso de que se está produciendo un alarmante número de similitudes entre las economías desarrolladas de los primeros años 1970 –en los que se inició la Gran Inflación– y las economías en vías de desarrollo de hoy. ¿Cuán negro se ve el panorama para los países emergentes?

[…]

El mejor consejo que dichos países podrían recibir que es que analizaran atentamente lo sucedido en el mundo desarrollado cuando la crisis de la década de los años 70. El mayor peligro para los países emergentes de hoy es que incurran en los mismos errores que los ricos en aquella crisis del pasado siglo.

[…]

(Peter S. Goodman y Michael M. Grynbaum, en *Herald Tribune* de 7/6: *Down-turn taking a deep byte in US*)

La tasa de paro de Estados Unidos aumentó en mayo al mayor ritmo de los 22 últimos años, según datos oficiales, y los precios del petróleo alcanzaron una cifra record, todo lo cual significa que millones de norteamericanos lo están pasando mal en medio de una crisis económica que la mayoría de los expertos califican de recesión. Todo ello explica que los encuestas sobre el sentimiento estén por debajo de cada una de las dos últimas recesiones.

Los empleos perdidos en mayo fueron 49.000, lo que llevó la tasa de desempleo al 5,5%.

El deterioro del mercado de trabajo reduce las nóminas en un momento en que los precios de la gasolina y de los alimentos suben, y en que el menor valor de las propiedades inmobiliarias erosiona la riqueza y al crédito de muchos hogares.

Entre los 8,55 millones de parados en mayo, 1,55 millones habían estado parados durante 27 semanas o más. Los subsidios del paro, normalmente, expiran después de 26 semanas. Una ley aprobada por el Senado y pendiente del voto de la Cámara añadiría 13 semanas a esa cifra.

[…]

(Jeffrey Goldfard, en *Le Monde* de 5/6: *Les banques son encore loin d'être sorties de la crise*)

El suelo todavía se mueve en el sector bancario. Según *The Wall Street Journal*, Lehman Brothers contempla llevar a cabo un incremento de capital de 4 m. m. de dólares, el primero después de su introducción en Bolsa, en 1994.

En abril, el citado banco de inversión había ya atraído 4 m. m. de dólares, pero emitiendo títulos distintos de las acciones. Más tarde, el presidente de Lehman decía, al igual que otras estrellas de Wall Street, que lo peor de la crisis había pasado. Optimismo prematuro.

Si aumenta su capital, Lehman alimentará el pesimismo actual.

Las acciones de los bancos, es cierto, se recuperaron un 18% después de marzo, cuando registraron el nivel más bajo de los últimos 5 años. Pero a la vista de las malas noticias recientes se están depreciando últimamente. El suelo puede seguir poco firme durante algún tiempo.

[…]

(James Politi, en *Financial Times* de 9/6: *Call for unified regulation of global banking*)

Los bancos de todas las especialidades cuya salud es crucial para el sistema financiero global deberían operar bajo un marco regulador unificado con normas apropiadas para capital y liqui-

dez, ha dicho T. Geithner, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Según el mismo Geithner en *Financial Times*, uno de los primeros protagonistas en la lucha contra la actual crisis, la Reserva Federal de Estados Unidos, debería representar un «papel esencial» en el nuevo marco, cooperando estrechamente con supervisores en Estados Unidos y en el resto del mundo. La autoridad de la Reserva Federal no es la que debiera en el presente, y es indispensable que esta situación mejore. Según Geithner, el sistema actual es «una mezcla difusa de responsabilidad (*accountability*), competencia reguladora y una compleja red de normas que crean iniciativas perversas y dejan grandes oportunidades para arbitraje y evasión».

[…]

(Wolfgang Münchau, en *Financial Times* de 9/6:
Trichet justified in diverging from the Fed)

En el pasado, los bancos centrales tendieron a seguir a la Reserva Federal de Estados Unidos, frecuentemente con retraso, nunca perfectamente, pero generalmente en la misma dirección. Cuando la Reserva Federal redujo el tipo de los fondos, en sucesivos pasos, al 1% como medida contra la recesión de 2001, los europeos siguieron el ejemplo bajando los tipos de interés a corto plazo al 2%. La respuesta a la más reciente crisis financiera ha sido diferente. Mientras la reducción de la Reserva Federal fue, gradualmente, de hasta 325 puntos básicos, los europeos, primero, se negaron a seguir, y ahora se mueven en la dirección opuesta.

Como Jean-Claude Trichet indicó la semana pasada, es posible que el BCE suba los tipos 25 puntos básicos, el próximo mes, y yo sospecho que esto podría ser seguido por otra subida más adelante, este mismo año. Sería una respuesta lógica.

[…]

Esto no es un pronóstico. Es una posibilidad racional, dependiendo de las circunstancias. El banco central de Turquía, la semana pasada, respondió al incremento de la inflación aumentando el objetivo inflacionista. He ahí una manera de tratar el problema, pero no el más razonable. El BCE intenta hacerlo mejor. Creo que más tarde se reconocerá que su respuesta es la más acertada.

[…]

(Phil Izzo, en *The Wall Street Journal* de 12-13/6:
Bernanke bolsters image)

Los economistas encuestados por *The Wall Street Journal* expresan una mayor confianza en el *chairman* de la Reserva Federal, Ben Bernanke, aunque prevén un débil crecimiento y sugieren que es probable que Estados Unidos se halle ya en una recesión, o que va estarlo pronto.

«No hemos salido aun de la crisis», ha dicho un importante banquero de BNP Paribas. «Pero estoy confiado porque tenemos a Bernanke al frente del banco central. Es fantástico; es el hombre apropiado en el empleo adecuado y el momento preciso».

Sin embargo, no todo el mundo participa de la misma opinión. Cuando los encuestados fueron preguntados que puntuaran a las autoridades monetarias en una escala de cien, Bernanke obtuvo 78 puntos, oscilando estos entre 30 y 95.

[…]

(David Pilling y otros, en *Financial Times* de 12/6:
G8 sees more squalls on horizon)

En las reuniones del G7 de este año en Tokio y Washington –Rusia es el único invitado una vez al año– la primera preocupación fue la estabilización de los mercados financieros globales en la medida en que el crédito se había secado, en que los bancos vivían una fase de gran nerviosismo y las perspectivas económicas languidecían.

Al acercarse la reunión del G8 en Osaka, dentro de pocos días, los mercados se han estabilizado algo, y las organizaciones económicas internacionales han hecho saber que las probabilidades de que las cosas mejoren son mayores.

Pero los ministros del Grupo no pueden dejar de tener en cuenta la evolución del precio de la energía y tampoco las subidas de los precios de los alimentos. Las rentas familiares de los países desarrollados se contraen, amenazando la paz salarial y minando la estabilidad de unos gobiernos cada día más impopulares.

Unos de los altos funcionarios encargados de la preparación de las reuniones de Osaka y de reunir la documentación correspondiente ha insistido en que debe quedar claro que la crisis no ha terminado. Las perspectivas para la economía mundial –dijo aquel– siguen siendo *highly intransparent*.

[…]

(Chris Giles, en *FT* de 2/7:
BIS calls for higher world interest rates)

La inflación global «es una clara y persistente amenaza» en una economía mundial que necesita tipos de interés más altos y un nuevo marco para gestionar futuras burbujas de activos y de créditos (*credit and asset bubbles*). He ahí lo que dijo ayer el

Bank for International Settlements (BIS), o Banco Internacional de Pagos.

En un duro informe anual, la organización que supervisa a los reguladores de los bancos centrales y otros bancos advirtió que las actuales convulsiones del mercado financiero todavía amenazan con conducir a una crisis (*slowdown*) severa en la medida en que los bancos y los ciudadanos luchan por reducir deudas. La interacción entre la subida de la inflación y la crisis crediticia «parece conducir hacia una más profunda y más larga crisis (*downturn*) global de lo que por lo general se piensa», dice el informe.

[…]

(Gerrit Wiermann, en *FT* de 1/7: *Eurozone inflation hits record*)

La inflación en la zona euro alcanzó en junio un máximo desde que se formó el bloque, en 1999. He ahí lo que revelaron los datos publicados ayer en un momento en que la opinión política mostró su contrariedad por el deseo expresado por el BCE de elevar su principal tipo de interés esta semana.

Los precios fueron un 4 por ciento superiores en junio que un año antes, el doble del objetivo del banco.

Nicolas Sarkozy se dirigió ayer al banco para que pusiera su atención en el crecimiento, no sólo en la inflación. Según Sarkozy, la tasa inflacionista no es hoy un problema estructural, como lo fue 30 años atrás. Hoy es debida al incremento de los precios de las materias primas como resultado de la creciente demanda en el mundo en vías de desarrollo. Una subida de los tipos de interés reduciría la actividad económica en Europa, sin combatir la causa real de la inflación. «Pueden doblar, triplicar, los tipos de interés y no bajará el precio de un barril de Brent», dijo el presidente francés.

En parecidos términos se expresó el ministro de finanzas alemán. «Una subida de los tipos supondría lanzar una señal equivocada».

[…]

Las soluciones propuestas por los organismos internacionales a la crisis financiera[1]

*M.ª Nieves García Santos**

1. Introducción

Se han escrito numerosos artículos explicando la crisis financiera que se desató en Estados Unidos hace algo más de un año. Puede destacarse como una de sus principales características, si no la principal, el contagio entre países, mercados y entidades por una generalización de la pérdida de confianza.

Hay que resaltar que la crisis ha coincidido con el asentamiento de una etapa de desaceleración económica en las economías occidentales. Suele ocurrir que durante las fases de auge económico la confianza en general, y la financiera en particular, aumentan y cuando cambia la coyuntura la confianza se reduce en paralelo con las dificultades económicas. Así, la falta de información, transparencia, inadecuación de la regulación son factores que se venían produciendo con anterioridad a la crisis pero su corrección parecía tener costes elevados en términos de freno de oportunidades de negocio. Muchos organismos internacionales señalaron en distintas ocasiones la reducción anómala de la prima de riesgo de muchos mercados y los peligros asociados con instrumentos y vehículos de inversión con escasa regulación y supervisión.

Tras el estallido de la crisis, los inversores y las entidades que operaron bajo las circunstancias anteriores se han unido a los organismos internacionales y autoridades competentes para señalar los fallos del sistema y de la regulación que les afectan directa o indirectamente. La confianza es el factor clave del sistema financiero y su pérdida conlleva paralización de los mercados y dificultades operativas para las entidades financieras, como se está viendo.

Como respuesta a la crisis, numerosos organismos internacionales públicos y privados, y asociaciones de agentes de mercados han ofrecido su diagnóstico y sus propuestas para solucionar las numerosas debilidades que se han señalado en múltiples aspectos del sistema financiero.

En este artículo se resumen las recomendaciones de los principales organismos internacionales, el Foro de Estabilidad Financiera, el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea. Por otro lado, han existido aportaciones de diversos foros destacados de naturaleza privada y en este artículo se recogen las del Instituto de Finanzas Internacionales y la Federación Europea de Bolsas.

Las propuestas y recomendaciones se articulan en torno a los siguientes temas: mayor transparencia, mejor valoración de productos complejos y mejor regulación de algunas entidades. La revisión de las agencias de *rating* se enmarca en la necesidad de que aborden los tres aspectos anteriores: mejoren la valoración de productos complejos, diferenciándolos de los simples, proporcionen más información de las metodologías usadas y de los *inputs,* y se sujeten a una mayor regulación, proporcionada por el propio sector (autorregulación) u oficial.

2. Recomendaciones del Foro de estabilidad Financiera

El Foro de estabilidad Financiera (FEF) publicó un informe en abril de 2008 con propuestas para reforzar la re-

* Directora de Estudios y Estadística de la CNMV.

[1] Este artículo refleja exclusivamente las opiniones de la autora y no las de la institución donde presta sus servicios.

sistencia de los mercados y de las entidades financieras. Este informe había sido solicitado por los ministros de economía y gobernadores de los bancos centrales de los países integrados en el G-7 en octubre de 2007. Hay que señalar que uno de los hechos resaltados en el informe es que a fecha de su publicación, ocho meses después del estallido de la crisis, los problemas aún no se habían resuelto. Esto es indicativo de la gravedad de la crisis, de su profundidad y extensión.

Las medidas que propone el FEF son, por lo tanto, de gran calado y necesitarán un periodo largo para su implementación. El FEF señala cinco áreas en las que se necesita tomar medidas, aunque reconoce que muchas iniciativas tomadas, tanto de política pública como de iniciativa privada, se pueden englobar dentro de sus propuestas.

2.1. Refuerzo de la supervisión prudencial del capital, de la liquidez y de la gestión del riesgo

En este epígrafe se incluyen 20 propuestas dirigidas a mejorar los sistemas de gestión del riesgo de las entidades y modificar los mecanismos de incentivos que pueden provocar arbitraje regulatorio o debilitar, precisamente, el control de los riesgos. Las propuestas se refieren a los requisitos de capital, la gestión de la liquidez, la supervisión de los sistemas de gestión de riesgo y las infraestructuras para los derivados OTC.

Respecto a los **requisitos de capital**, en primer lugar se señala la necesidad de que se apliquen los señalados en el Acuerdo de Basilea II. Se ha comprobado que el Acuerdo de Basilea I adolecía de defectos, como su falta de sensibilidad al riesgo o su inflexibilidad a la innovación financiera. Sin embargo, el esquema de Basilea II permite una mejor aproximación al riesgo de las entidades, y también considera como elementos fundamentales la supervisión y la disciplina de mercado. Por todo ello, resulta imprescindible que las entidades adopten Basilea II lo antes posible y que los supervisores examinen su efecto en el capital de las entidades. Se debe recordar que bajo el marco de Basilea II, los supervisores pueden elevar los requisitos de capital obligatorios en sus respectivos países. Esta posibilidad podría ser aconsejable en el caso de las actividades relacionadas con productos estructurados o que estuvieran fuera del balance.

Precisamente el Comité Bancario de Basilea va a proponer a lo largo de 2008 que se eleven los requisitos de capital para algunos productos estructurados, como es el caso de los CDO de ABS[2], para recoger su mayor sensibilidad a cambios en las condiciones económicas en relación con la sensibilidad que tienen los ABS. Adicionalmente, se esperan propuestas de mayores requisitos de capital para las carteras de negociación de las entidades, dado que se ha puesto en evidencia que esas carteras contienen muchas veces posiciones con riesgo de crédito, precisamente en el intento de explotar el arbitraje regulatorio derivado de sus menores requisitos en comparación con las carteras de posiciones bancarias. Por último, también se recomendarán mayores requisitos de capital para las posiciones de financiación bancaria a los instrumentos de titulización de pagarés de empresa[3].

Por otro lado, se pide a los supervisores que se mantengan vigilantes en la consideración y tratamiento de los riesgos que hace el marco de Basilea II, para ver si son necesarios cambios. En especial, se ha llamado la atención sobre la posibilidad de que los requisitos de capital sean procíclicos y pedido que durante el resto del año 2008 se analice esta cuestión por si fuera necesario tomar medidas.

Por último, en relación con la adecuación de capital, se deben revisar los requisitos exigidos por las garantías concedidas a las aseguradoras *monoline*. A su vez, el IAIS está desarrollando estándares para la gestión de riesgos, requisitos de capital y criterios de supervisión de estas entidades.

La segunda línea de actuación dentro de este grupo de medidas se refiere a la **gestión de la liquidez**. El plan es que en julio de 2008 se someta a consulta pública una guía sobre gestión y supervisión de la liquidez cuyo contenido abarca la identificación de los riesgos de liquidez, la realización de los *tests* de tensión, y el papel de los supervisores y la disciplina de mercado para reforzar las prácticas de gestión de liquidez. El propósito es que los supervisores examinen con regularidad el cumplimento por los bancos de los principios señalados en la guía y que haya una mayor convergencia y coordinación al respecto.

La tercera línea de actuación implica una mayor supervisión de la **gestión del riesgo**, incluyendo las operaciones fuera de balance, lo que implica un mayor uso del llamado pilar 2 de Basilea II. Los supervisores, por lo tanto, deben tomar un papel más activo en el examen de las prácticas de gestión del riesgo de las entidades que deben utilizar análisis cuantitativos y cualitativos, y tratar de prevenir la evolución futura de los riesgos. Una herramienta a potenciar son los llamados *test* de tensión o *stress tests*.

[2] Producto de "segunda vuelta": *collateralized debt obligation* cuyo subyacente es un *asset backed security.*

[3] Vehículos de ABCP que están fuera del balance bancario pero que disponen de líneas de financiación de los bancos.

Entre otras cuestiones, los supervisores vigilarán que las entidades hagan una gestión global del riesgo de la empresa y, en especial, que se controle la concentración de exposiciones. También serán focos de atención las exposiciones a productos estructurados, actividades de titulización o a contrapartidas apalancadas.

El cuarto y último grupo en esta sección contiene recomendaciones para mejorar la fortaleza de las infraestructuras operativas y legales de los derivados OTC. A este respecto, se recomienda modificar la documentación de la negociación de derivados para incluir la liquidación en efectivo de las obligaciones, que es una opción que genera menores tensiones en los mercados que la obligación de liquidación en especie. Otros aspectos a mejorar se refieren a las resoluciones rápidas de errores en la negociación y, en general, se aboga por una mejora de la infraestructura operativa de los derivados OTC a largo plazo.

2.2. Mejora de la transparencia y de las valoraciones

Un segundo grupo importante de recomendaciones se centra en la transparencia y en las valoraciones de activos. Las recomendaciones en este capitulo se agrupan en torno a cuatro líneas: información pública de riesgos, estándares de contabilidad e información de vehículos fuera de balance, valoración y transparencia en los procesos de titulización.

La mejora de la **información** puede ser un requisito establecido bajo el pilar 3 de Basilea II. En especial el FEF recomienda que en los informes financieros de mediados de 2008 las entidades financieras publiquen de forma completa sus riesgos. Se pide que informen de la exposición total, incluyendo posiciones dentro y fuera de balance, las exposiciones antes y después de realizar coberturas y asumir las pérdidas. Pueden especificarse las exposiciones a CDO, MBS, vehículos de propósito especial, financiaciones apalancadas o a otras exposiciones *subprime*. El denominado *Grupo de Supervisores Senior* ha publicado las prácticas de información realizadas por algunos de las principales entidades financieras internacionales utilizando estas recomendaciones[4].

Con el horizonte de 2009, el Comité Bancario de Basilea se ha comprometido a proporcionar criterios para la información de las exposiciones a titulizaciones (en el escalón primero y posteriores), las obligaciones contraídas respecto a las operaciones fuera de balance, los contratos de liquidez respecto a los ABCP y de las valoraciones. Precisamente, la contabilidad y la información de las entidades fuera de balance es un tema sobre el que el IASB se ha comprometido a avanzar, en especial fomentando la convergencia internacional.

Respeto a la **valoración de activos**, el FEF señala que los organismos responsables deben mejorar los criterios para contabilizar, informar y auditar las valoraciones. Esto atañe tanto a las propias entidades como a los supervisores. Las valoraciones debieran acompañarse de información sobre su metodología, así como de las incertidumbres que las acompañan. Se pide al IASB que establezca recomendaciones de valoración de instrumentos financieros en el caso en que sus mercados hayan desaparecido, como se ha producido en la actual crisis.

Para que las entidades financieras puedan realizar valoraciones rigurosas deben contar con procesos establecidos de antemano para instrumentos complejos o ilíquidos, realizar verificaciones de los datos que alimentan a los modelos y de éstos mismos. También los supervisores deben contar con criterios que les ayuden a verificar los procesos de valoración que hacen los bancos. Por último, los auditores también deben contar con guías para llevar a cabo auditorías de las valoraciones de activos complejos o ilíquidos.

En esta crisis se ha puesto de manifiesto la necesidad de que haya una mayor **información sobre los productos titulizados** y sobre sus subayacentes. Así, las entidades originadoras, los distribuidores y las agencias de *rating* deben mejorar la transparencia en cada escalón del proceso. En especial, los originadores deben informar sobre los estándares de los subyacentes, los inversores y los gestores deben tener acceso a la información sobre los créditos que están en la base de los activos, y debe estudiarse la posibilidad de contar con bases de datos de precios y volúmenes cruzados en los mercados secundarios de estos productos.

2.3. Cambios en el papel y en los usos de las calificaciones crediticias

Las agencias de calificación crediticia juegan un papel relevante en la valoración y en la difusión de información sobre muchos productos financieros, entre ellos los estruc-

[4] Senior Supervisor Group. Leading-Practice Disclosures for Selected Exposures. April 11, 2008. El Senior Supervisor Group está formado por los siguientes organismos: *Banking Commission de Francia; Federal Financial Supervisory Authority de Alemania; Federal Banking Commission de Suiza; Financial Services Authority del Reino Unido; Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bank of New York, Office of the Comptroller of the Currency y Securities and Exchange Comisión, de Estados Unidos.*

turados. La crisis financiera ha revelado la responsabilidad de estas agencias en la inadecuada percepción y gestión del riesgo de los inversores. El análisis de la situación ha puesto de manifiesto la escasa diligencia en la comprobación de los datos utilizados y en el uso de modelos inadecuados. También las agencias han realizado actividades que generan conflictos de interés, sin haberse planteado antes de la crisis alternativas para impedirlo. A partir de la crisis han surgido diversas iniciativas, tanto individuales como colectivas, para encontrar soluciones a los diversos problemas que aquejan a estas entidades.

El FEF propone recomendaciones relativas a la mejora en la calidad del proceso de calificación, diferenciación en las calificaciones de los productos complejos, revisión de la calidad de los datos utilizados y de la utilización de los *ratings* por inversores y reguladores.

Es obvio que la primera recomendación tiene que ir dirigida a las agencias de calificación para que mejoren la calidad de sus procesos de *ratings* y resuelvan los conflictos de interés que se plantean en el caso de productos estructurados. Se están dando pasos ya en este sentido, como la separación operativa y legal entre las actividades de *rating* y el resto, la ruptura de la ligazón entre la compensación de los gestores y el negocio de la empresa, y la mejora del proceso de supervisión de sus propias metodologías y resultados de los *rating*. Por su parte, IOSCO ha revisado ya su Código de Conducta para las agencias de calificación, también con los objetivos de contribuir a mejorar el proceso de *rating*, reducir los conflictos de interés y proporcionar a los inversores información sobre las metodologías y los criterios utilizados, y datos sobre el comportamiento histórico de los *ratings*. El siguiente paso es que los supervisores vigilen que las entidades calificadoras apliquen el Código.

Una cuestión importante es que los *ratings* de los productos estructurados se diferencien de los de la deuda sencilla y que, además, actualicen la información de forma continuada. Para ello, se propone que se utilice una escala de *rating* diferente o que se añadan símbolos. De esta forma, se alertará a los inversores de que estos productos tienen riesgos que se comportan de forma diferente, y que los datos y metodologías son también distintos. Además, de forma continuada debe proporcionarse información sobre los cambios en los supuestos en que se basan las valoraciones, análisis de pérdidas y de flujos de caja de los productos estructurados, y de la incertidumbre o limitaciones que pueden afectar a los *ratings*.

En los productos estructurados la calidad de los datos subyacentes cobra una dimensión especial porque se basa en gran medida en procesos llevados a cabo por los originadores y emisores de los productos. En particular, se aconseja que se proporcione información de los procesos de *due diligence* que hayan llevado los originadores de los productos y su revisión por las agencias de *rating*.

A pesar de que se mejoren las calificaciones, los inversores deben también reconsiderar su confianza excesiva en ellas. Los inversores deben realizar su propio análisis de los riesgos de los productos que compran, valorar su complejidad y, en último caso, no invertir en productos que no son capaces de comprender o tolerar su riesgo.

2.4. Incremento de la capacidad de respuesta de las autoridades a la percepción de riesgo

A pesar de la evidencia de la acumulación de riesgos financieros, las autoridades financieras no actuaron de forma preventiva. El FEF realiza una serie de propuestas para que los análisis de riesgos se trasladen a la realidad para que mejore la cooperación entre autoridades y para que los organismos internacionales tengan un mayor papel.

Así, se recomienda que los supervisores comuniquen a las entidades de forma temprana sus preocupaciones por los riesgos y por la gestión que ellos estén haciendo y, si lo consideran necesario, pueden recomendar medidas para mitigarlos. Por otro lado, debe aumentar el intercambio entre supervisores y entidades sobre la percepción de riesgos para la estabilidad financiera y los planes establecidos para mitigarlos. En particular, las entidades privadas deben informar a los bancos centrales de sus planes para afrontar tensiones de liquidez.

La operativa de las entidades financieras de ámbito internacional y de enfoque global es importante por sus posibles efectos sistémicos. El FEF recomienda que se formen colegios de supervisores y, específicamente, que exista un colegio para cada entidad global a finales del año 2008. Con estos colegios, no sólo la coordinación mejorará, sino que se puede llevar a cabo una supervisión de forma continuada. Se propone que los colegios funcionen en 2009 y que informen de su experiencia.

2.5. Utilización de acuerdos sólidos para hacer frente a situaciones de tensión en el sistema financiero

Los bancos centrales deben reforzar los mecanismos de qué disponen para tratar situaciones críticas. Las reco-

mendaciones se refieren a las operaciones de los bancos centrales y a acuerdos para solucionar los casos de entidades con problemas.

Así, en primer lugar se recomienda que haya flexibilidad en términos de frecuencia de las operaciones, vencimiento, tipo de instrumento, contrapartidas y colateral a utilizar en caso de crisis financiera. En el caso de problemas de liquidez en moneda extranjera, los bancos centrales deberían contar con líneas de *swap* entre ellos o poder usar el colateral de forma transfronteriza.

Por otra parte, deben aclararse y reforzarse los mecanismos para tratar la resolución de entidades con problemas. Para ello sería adecuado contar con principios internacionales sobre los sistemas de garantía de depósitos que, además, tuvieran en cuentan los acuerdos de redes de seguridad, en especial el marco legal y operativo para resolución de los casos de entidades en crisis. Por otro lado, el FEF ha propuesto que antes de finales de 2008 se forme un grupo para estudiar cómo abordar la planificación de la gestión de crisis transfronterizas.

3. Los informes del Fondo Monetario Internacionall

El Fondo Monetario Internacional publica dos veces al año un informe sobre estabilidad financiera. El correspondiente a la segunda parte de 2007[5] ya incluía un análisis de la crisis y señalaba medidas necesarias para mejorar los sistemas de alerta ante riesgos de estabilidad financiera, y la gestión de tales riesgos por las entidades. En el informe del primer semestre de 2008 se concretan iniciativas de política económica según su horizonte temporal.

3.1. Medidas a tomar a corto plazo

Las medidas más inminentes deben estar dirigidas a reducir la incertidumbre y ayudar a recuperar la confianza en los mercados financieros. El FMI propone unas medidas que pueden tomar las entidades privadas y otras que corresponde a las autoridades.

Las propias entidades pueden tomar medidas como aumento de la información, saneamiento de los balances bancarios, mejora en la gestión del riesgo y revisión de las estructuras de compensación de los gestores. Por otra parte, es importante que las entidades revisen sus programas y sistemas de gestión de riesgo, en especial con el propósito de integrar todos los riesgos a los que se expone la entidad, y de comunicar públicamente dichos sistemas o estrategias. También se deben corregir los incentivos que provocan que las decisiones de los gestores se hagan a corto plazo y que se retrase el reconocimiento de errores en la percepción del riesgo.

Por otra parte, la primera medida a tomar por las autoridades económicas debiera ser la búsqueda de consistencia en el tratamiento de activos de valoración difícil. También se recomienda que los supervisores refuercen la vigilancia de los riesgos que pudieran quedar fuera del alcance del pilar 1 de Basilea II, sin descartar que se puedan exigir requisitos de capital o coberturas de liquidez adicionales. Como herramienta que contribuirá a mejorar la valoración de la situación, el FMI propone que se realicen informes de estabilidad que, además, serán útiles en el caso de necesitarse planes para afrontar situaciones de inestabilidad. Para ello, además de haber realizado un diagnóstico de la situación, resulta imprescindible contar con planes de contingencia ante riesgo de inestabilidad sistémica que cubran las actuaciones a realizar para evitar que entidades con problemas puedan provocar daños sobre la economía real.

3.2. Medidas a tomar a medio plazo.

Las medidas a medio plazo son necesarias para corregir defectos que se han puesto de manifiesto en el funcionamiento de los mercados y de la supervisión. Dos son las áreas señaladas por el FMI que deben estudiarse con detenimiento: los derivados de crédito y el modelo de negocio de "originar para distribuir".

También aquí se diferencian entre las recomendaciones al sector privado y al público. Al primero se le plantean medidas dirigidas a avanzar en la estandarización de algunos componentes de los productos estructurados, mejorar la información en la originación, reformar los sistemas de *rating* y, en general, aumentar la transparencia de la exposición al riesgo de la entidad financiera.

Es evidente que la estandarización de los productos facilitará la comprensión de sus riesgos, su negociación y la posibilidad de que existan cámaras de compensación que contribuyan a reducir el riesgo de contrapartida. Una recomendación del FMI es que el *rating* de estos productos utilice una escala distinta a la de los productos simples en la que, además, se informe sobre su sensibilidad al deterioro crediticio de los activos subyacentes. Por último, se recomienda que las entidades financieras proporcionen mayor

[5] Publicado en septiembre de 2007.

información sobre sus compromisos de riesgo a través de diferentes canales, como son las posiciones fuera de balance.

A las autoridades públicas se les hacen tres recomendaciones. En primer lugar, se aconseja que busquen alternativas que eviten la exigencia de realizar ventas forzosas de activos cuando su valoración desciende por debajo de un umbral. En segundo lugar, se recomienda que revisen los requisitos regulatorios que incentiven la transferencia de riesgos a vehículos fuera de balance, aunque se reconoce que este peligro ha disminuido con Basilea II. A pesar de ello, se recomienda revisar las reglas de consolidación de balance de estos vehículos, así como una supervisión estricta de la aplicación de Basilea II en lo referente a transferencias de riesgos y a requisitos de capital. Por último, se pide que los distintos supervisores financieros colaboren en la elaboración de guías de buenas prácticas para los originadores de hipotecas.

Una cuestión de relevancia especial se refiere a la gestión de la liquidez realizada por las entidades financieras. La crisis actual ha puesto de manifiesto la necesidad de que las entidades revisen sus modelos de riesgo de mercado para incorporar los efectos de aumentos de correlación entre activos o la posibilidad de que se produzcan saltos inesperados en los precios. También deben contar con planes de contingencia, en los que se contemple la posibilidad de que se reduzcan sus vías de financiación y la liquidez de las posiciones de activo.

Por otro lado, las autoridades monetarias también han visto la necesidad de revisar la instrumentación y operativa de la política monetaria, y la utilidad de mejorar la coordinación entre los supervisores financieros y la necesidad de que los supervisores tengan mayor capacidad de intervención en las entidades exigiendo el cumplimiento de requisitos impuestos. Por último, el FMI también considera que debe reforzarse su propio papel promocionando buenas prácticas entre los bancos centrales para gestionar la liquidez internacional o la resolución de crisis.

4. Las propuestas de la Unión Europea

El Consejo de Ministros de Economía de la Unión europea (ECOFIN) fijó en octubre de 2007 una serie de actuaciones para cubrir cuatro objetivos: (i) aumentar la transparencia a inversores, mercados y reguladores; (ii) mejorar las normas de valoración, (iii) reforzar las reglas prudenciales y la gestión del riesgo en el sector financiero, y (iv) mejorar el funcionamiento del mercado, incluyendo el papel de las agencias de *rating*.

Posteriormente en el ECOFIN de diciembre de 2007 se añadió otro mapa de ruta con el objetivo de revisar algunos de los elementos del proceso Lamfalussy, en particular cuestiones referidas al nivel tres sobre las recomendaciones o interpretaciones llevadas a cabo por los supervisores financieros.

Los mapas de ruta que abarcan actuaciones para reforzar la estabilidad o la estructura de regulación han sido revisados en los ECOFIN celebrados en la primavera de 2008 y se ha concluido que se avanza en el camino correcto en los temas planteados, que son:

Transparencia y confianza: Se pide que las instituciones financieras desglosen las exposiciones al riesgo y las pérdidas incurridas, tanto dentro como fuera del balance.

La Comisión Europea ha pedido a la industria europea bancaria y de titulización que elaboren propuestas para mejorar la transparencia de los productos estructurados que deberán estar finalizadas en junio de 2008.

Valoración: Se requiere que los supervisores y los reguladores contables se aseguren de que haya una información financiera adecuada, con normas claras en valoración que se apliquen de forma consistente.

Gestión de riesgos: La Comisión Europea propone que se revise la Directiva de Adecuación de Capital en septiembre de 2008, especialmente en cuestiones de solvencia relativas a la titulización, régimen de grandes riesgos e instrumentos de capital híbridos.

Agencias de *rating:* La Comisión Europea desea que se llevan a cabo diversos objetivos como son: fortalecer la integridad de los procesos de *rating*, asegurar su independencia, proporcionar una mayor transparencia acerca de los riesgos en los métodos de *rating* y mejorar la comprensión general que los inversores tienen de los *rating*.

Por su parte, el Comité de Reguladores de Valores (CESR)[6], que es el organismo de nivel tres de Lamfalussy correspondiente a los mercados de valores, también ha realizado diferentes propuestas para llevar a cabo las recomendaciones del FSF y algunas de las decisiones adoptadas por el ECOFIN. El trabajo de CESR se ha centrado en las siguientes cuestiones:

[6] Los comités de nivel tres de otros sectores financieros son, para el bancario, CEBS, y para el de seguros, CEIOPS. Ambos coordinarán sus trabajos con CESR en la implementación de medidas.

Agencias de *rating*: CESR ha realizado un análisis de las agencias de *rating*[7] con coordinación tanto con CEBS como con la SEC norteamericana e IOSCO[8]. La propuesta de CESR a la Comisión Europea es que se establezca un organismo que fije estándares para estas instituciones y revise su cumplimiento. Este organismo sería de naturaleza privada, aceptado por la industria y debería funcionar con ámbito internacional o al menos de la Unión Europea. Las propias agencias participarían en el organismo en la fase de establecimiento de estándares, aunque no en la fase de supervisión de su cumplimiento.

Valoración de activos: Dentro del marco de las actuales normas internacionales de contabilidad, CESR ha trabajado para formar una interpretación común de la aplicación de los principios contables de las compañías cotizadas, referidos a la valoración de instrumentos financieros ilíquidos a la luz de las condiciones actuales de mercado.

Gestión de riesgos: CESR está trabajando para conseguir una progresiva convergencia en los sistemas de medición de riesgos utilizados por las compañías de gestión de inversiones. Un primer trabajo ha sido la elaboración de un cuestionario acerca de cómo están aplicando los miembros de CESR la Recomendación de la Comisión Europea sobre el uso de instrumentos financieros derivados.

Contribución de CESR a la identificación de riesgos potenciales de mercado: A petición del ECOFIN, CESR elaborará un informe periódico con la finalidad de identificar las fuentes principales de riesgos potenciales en los mercados financieros para el grupo encargado de la estabilidad financiera dentro del Comité Económico y Financiero (EFC).

5. El informe del Instituto de Finanzas Internacionales

El Instituto de Finanzas Internacionales (IFI) ha publicado en abril de 2008 una serie de recomendaciones de buenas prácticas dirigidas a corregir las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis financiera. Las recomendaciones son el resultado de un informe preliminar analizando los acontecimientos registrados, y se espera que en el tercer trimestre de 2008 se publique otro final donde se perfilarán las buenas prácticas.

Las áreas de atención son: incentivos, vehículos y riesgo de liquidez, valoración, estándares de originación, procesos de *rating*, transparencia e información, y el papel de la regulación.

5.1. Incentivos

Aunque en general las entidades cuentan con sistemas adecuados de gestión de riesgos, la crisis ha puesto de manifiesto que a veces los consejos de administración no supervisan las actividades o no las entienden. Se debe mejorar en los siguientes aspectos:

Cultura de riesgo y gobierno: Tener una cultura del riesgo es imprescindible y debe ser una responsabilidad prioritaria del consejero delegado de la entidad. En cualquier caso, los consejos tienen que tener capacidad de pensar en la estrategia de negocio con un cierto horizonte temporal y luego revisar si se está desviando del curso previsto. Es decir, deben ser capaces no sólo de percibir los riesgos cuando se han producido sino de estar atentos a su posible generación.

Gestión del riesgo: Los acontecimientos han señalado que ciertas prácticas de gestión del riesgo deben mejorarse y los gestores deben tener parámetros de riesgo frente a los que medir la situación en cada momento. Es especialmente importante que las empresas hagan una gestión integral, rompiendo un tratamiento compartimentado entre áreas de riesgo de crédito, de mercado, operativo y de liquidez. Este análisis integrado es crítico en los casos de la evolución de los productos financieros, cuyas transformaciones pueden modificar sus perfiles y, por tanto, tener implicaciones para las entidades.

***Tests* de tensión:** Una recomendación es que los tests de tensión no se conviertan en algo mecánico sino que se diseñen para recoger la situación específica de cada entidad. Los *tests* deben ayudar a las empresas a precisar sus necesidades de capital, según el pilar 2 de Basilea.

Basilea II: La implementación de Basilea II acabará con los incentivos de arbitraje regulatorio de Basilea I. En especial el pilar 2 institucionalizará los análisis de adecuación de capital.

[7] *CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance*. Ref: CESR/08-277. May 2008.

[8] IOSCO, el organismo que aglutina mundialmente a los supervisores de valores revisó recientemente su Código de Conducta para las agencias de *rating*. Ver. IOSCO, Comité Técnico. *Code Of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*. Revisado Mayo 2008. También ver: IOSCO, Comité Técnico. *The Role Of Credit Rating Agencies In* Structured Finance Markets. Final Report. Mayo 2008.

No obstante quedan temas para resolver como la coordinación entre supervisores y la supervisión de las filiales bancarias. Otras cuestiones a considerar se refieren a la gestión de los temas de liquidez o a los efectos de prociclicidad del acuerdo. El IFI considera que los requisitos de capital no son la forma adecuada para responder a las necesidades de liquidez en general e, incluso, pueden suponer un freno a la recuperación de las entidades con problemas.

5.2. Incentivos

Existe la convicción de que muchas políticas de compensación de ejecutivos no se ajustan a los objetivos de tener una empresa eficiente y competitiva, y que responda a las necesidades de los clientes. En general, se trata de alinear las compensaciones de los ejecutivos con los intereses a largo plazo de los accionistas.

5.3. Vehículos y riesgo de liquidez

El IFI establece recomendaciones respecto a tres cuestiones:

Temas de riesgo de liquidez: Las prácticas de gestión de riesgo de liquidez deben ajustarse a las necesidades de cada entidad ya que es difícil establecer de forma genérica salvaguardas adecuadas. Las recomendaciones son similares a las de otros organismos: las entidades deben evitar la dependencia de alguna forma de financiación, incluyendo los mercados de capitales; deben revisar las metodologías de gestión del riesgo y las sensibilidades a supuestos; las entidades deben realizar *tests* de tensión que incluyan necesidades no anticipadas de liquidez.

Vehículos de financiación estructurada: Las recomendaciones están dirigidas a que las exposiciones a estos vehículos queden recogidas en la gestión y planificación del riesgo de las entidades, que estas tengan capital adecuado e incrementen la transparencia.

Consideraciones para el sector oficial: Las autoridades monetarias deberían proporcionar mayor claridad sobre sus papeles de prestamistas de última instancia en crisis, no sólo de entidades, sino de mercados también. Por otro lado, se deberían realizar planes de contingencia sobre estas situaciones, de forma que se pueda comprobar su capacidad de hacer frente a la crisis

5.4. Valoración

Cuestiones prácticas a corto plazo: El uso de contabilidad con valor razonable plantea cuestiones técnicas como las variaciones drásticas en los precios de mercado de los *inputs*. El IFI propone que se abra un debate entre las empresas, auditores, analistas, agencias de *rating* y supervisores sobre la mejor forma de informar sucintamente de los supuestos, incertidumbres y otras limitaciones que afectan a las valoraciones.

Problemas generalizados: El IFI llama a que se reflexione sobre los efectos procíclicos de los sistemas de valoración de mercado o de valor razonable, y que se consideren técnicas de valoración alternativas en mercados estrechos, o la posibilidad de implantar "mecanismos de interrupción" de las valoraciones.

5.5. Estándares de originación

La primera necesidad es que la industria utilice unos estándares elevados en la originación de activos. El FIF está considerando la emisión de recomendaciones específicas y estudiando la posibilidad de estandarizar los documentos de oferta de algún tipo de productos estructurados. Estos proporcionarían a los inversores información sobre cuestiones como la probabilidad de impago o las pérdidas esperadas en este caso.

5.6. Procesos de *rating*

El IFI ha analizado el proceso de *rating* de los productos estructurados, desde la originación hasta la información que se difunde. La conclusión es que los inversores necesitarían detalles de los subyacentes, datos de *tests* de tensión y supuestos utilizados en los modelos. No obstante, a pesar de ello, muchos inversores serán incapaces de valorar por ellos mismos la calidad de los *ratings* y el IFI recomienda que haya validaciones por externos independientes.

Se ha señalado que las agencias de *rating* pueden entrar en diversos conflictos de interés, de forma inicial porque trabajan para los originadores, que son quienes les pagan, y, adicionalmente, porque pueden diseñar las estructuras que luego califican. Esta última posibilidad parece que se descartará a partir de ahora si las agencias se sujetan al Código de Conducta de IOSCO, recientemente revisado.

Adicionalmente, el IFI señala que los inversores no deben contar con la única fuente de los *rating* para tomar sus decisiones, sino hacer su propio análisis de riesgos en el caso de productos estructurados y vigilar la evolución de la información que influye en los *rating*.

5.7. Transparencia e información

El IFI llama la atención sobre distintas cuestiones relativas a la transparencia de los productos estructurados. En primer lugar, sobre la diversidad en la información ofrecida dependiendo de los originadores o del país de emisión. Para facilitar la comparación entre productos, el IFI propone que exista siempre una página de resumen de los riesgos de los productos, lo que facilitaría las decisiones de los inversores.

Otras cuestiones a estudiar se refieren a la posibilidad de estandarización de las estructuras o de información sobre los precios de los productos estructurados y de los subyacentes. También se puede estudiar la posibilidad de establecer formatos estandarizados de información para los inversores, incluyendo valoraciones y sus metodologías, riesgos, incertidumbres, etc.

5.8. Papel de la regulación

Los acontecimientos producidos desde hace un año ponen de manifiesto que existe una mayor conexión entre los distintos ámbitos y participantes del sistema financiero. Esto implica que es necesario mejorar la coordinación y cooperación entre autoridades, y avanzar en la elaboración de planes de contingencia que incorporen estas interrelaciones entre sectores y países. Para el IFI, la recomendación es que la regulación y supervisión tengan un enfoque basado en el riesgo y que se coordine de forma transnacional.

6. Conclusiones

Como se ha visto, la respuesta de los organismos internacionales ha sido amplia. Todos los principales organismos han ofrecido su análisis de la crisis y sus recomendaciones para corregir aspectos de los mercados o de la operativa de las entidades cuya incorrección se ha puesto en evidencia. Las propuestas más recurrentes se centran en la mejora de los procesos de valoración de activos complejos, en la información más clara y completa sobre estas valoraciones y los supuestos que hay detrás de ellas, y en la necesidad de que las entidades mejoren el control de sus riesgos, con un enfoque global que incorpore el riesgo de liquidez.

La introducción y puesta en marcha de estas recomendaciones tiene costes. Por un lado, hay que considerar diversos costes operativos ya que en muchos casos se aboga por crear departamentos de control de riesgo o mejorar el funcionamiento de los que ya existen, introduciendo nuevos métodos, datos a capturar o validar y formatos de información a publicar. Por otro lado, habrá costes en términos de negocio, ya que muchos de los nuevos requisitos implicarán un freno a ciertas actividades ligadas a la originación, diseño y comercialización de productos estructurados. En general, se puede considerar que la mayor percepción del riesgo conlleva una ralentización de la actividad financiera. Los inversores también tienen que afrontar el coste de comprender la información que se les proporciona y realizar su propia formación de juicio.

Las medidas recomendadas tienen distintos niveles de adopción: unas dependen de iniciativas de la propia industria y otras de regulación y supervisión. Su aplicación requerirá tiempo y coincidirá con una fase de desaceleración de la economía de los países desarrollados. Se puede considerar que nos encontramos en el final de una etapa de un modelo de negocio financiero y de una prolongada fase de crecimiento económico.

Bibliografía:

ECOFIN (2007). 2822nd Council meeting. Economic and Financial Affairs. Luxembourg,. 9 October 2007.

ECOFIN (2008). 2866th Council meeting. Economic and Financial Affairs. Luxembourg,. 14 May 2008.

Financial Stability Forum (2008). Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience. April 2008.

International Monetary Fund (2008). Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness. April 2008.

International Monetary Fund (2007). Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies. October 2007.

Institute of International Finance (2008). Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices. April 2008.

IOSCO. Comité Técnico (2008). Report On The Subprime Crisis Final Report. May 2008.

Boom inmobiliario y financiero: el final del ciclo

*María Teresa Sánchez Martínez**

1. Introducción

A partir de la segunda mitad de los noventa, la economía española ha experimentado una intensa expansión inmobiliaria, especialmente en el mercado de la vivienda. Éste ha jugado un papel fundamental en la prolongada fase de auge de la economía española, pues ha impulsado el crecimiento de la demanda, ya sea de forma directa, a través del volumen de inversión en vivienda, o indirecta, por el efecto riqueza que ha generado en las familias y el de arrastre sobre los demás sectores de la economía. Además, al mismo tiempo que se ha producido esta expansión de la economía real, la economía financiera ha crecido a un ritmo si cabe más rápido y superior. La financiación, ligada a la construcción y los servicios inmobiliarios, se ha constituido en la partida más dinámica del crédito concedido a las empresas y particulares.

Sin embargo, el ciclo ha tocado techo, el mercado inmobiliario se ha desacelerado, no sólo en España sino en casi todos los países de nuestro entorno. El caso de Estados Unidos e Irlanda es relevante, ya que en 2007 han registrado importantes caídas en inversión y en precios reales de vivienda, otros países como Japón y Alemania mantienen un tono recesivo en el sector, aunque éstos no han registrado procesos de boom inmobiliario como los anteriores o España. La cuestión fundamental es como de importante es la crisis inmobiliaria y sus efectos sobre la economía. Obviamente, la evolución de numerosos factores, como la renta disponible, los tipos de interés, la generación de empleo y las expectativas de los agentes, entre otros, sería lo que determinará la evolución futura de los precios y del sector inmobiliario en España. Todo ello dependerá asimismo de cuál es la hipótesis de la que partimos con respecto a los precios de la vivienda: ¿estaban sólo sobrevaluados o existía realmente una burbuja inmobiliaria? Muchos de los expertos que han analizado este fenómeno se han decantado por la primera de las hipótesis, por lo que descartaban un final desordenado del episodio expansivo del sector y predecían un ajuste suave en la actividad del sector de la vivienda ante el exceso de oferta, de forma gradual y con un impacto limitado sobre el crecimiento global de la economía, aunque otros, no tan optimistas alertaban de la existencia de una burbuja cuyo desenlace supondría un fuerte *shock* sobre la actividad económica.

El estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* ha convulsionado el escenario financiero afectando a muchos países, con especial incidencia en aquellos en los que el ciclo económico es más dependiente de la actividad inmobiliaria, entre ellos España, reduciendo la liquidez de los mercados financieros y provocando restricciones de crédito, lo cual no favorece esta actividad, tan dependiente de la facilidad para acceder al crédito. Los efectos son difíciles de predecir en estos momentos, pero está claro que los próximos años serán de contención de la demanda interna, máxime si tenemos en cuenta que el nivel de endeudamiento de las familias y las empresas españolas se encuentra entre los más altos de los países de nuestro entorno.

En este trabajo se revisarán los condicionantes macroeconómicos del rápido crecimiento del mercado de la vivienda en España. A continuación, el siguiente apartado describirá el mercado hipotecario español, su evolución y el recurso a la titulización para atender a las grandes nece-

* Departamento de Economía Aplicada. Fac. de CC. Políticas y Sociología. Universidad de Granada.

sidades de financiación que el mercado requiere. En el cuarto apartado se analizan los grandes retos a los que se enfrenta la economía ante los signos de marcada desaceleración que se presentan, teniendo en cuenta las turbulencias surgidas en los mercados financieros y la vulnerabilidad de los hogares ante el desorbitado endeudamiento producido en este periodo. Finalmente en el último apartado se aportan las conclusiones.

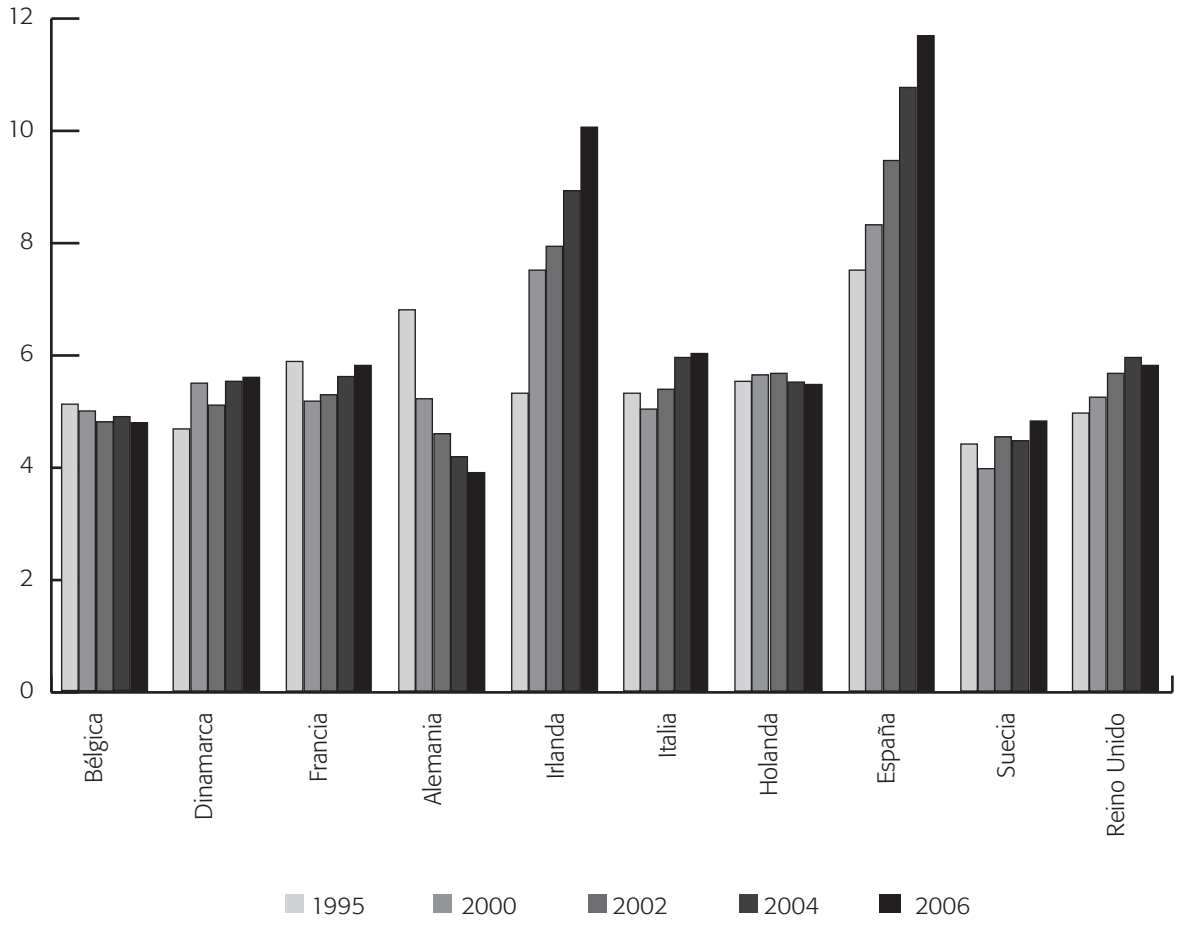
2. Características e implicaciones del presente *boom* inmobiliario

Uno de los rasgos característicos del intenso y prolongado ciclo expansivo de la economía española en la última década ha sido el destacado protagonismo del sector de la construcción y en especial, de la vivienda. Este *boom* inmobiliario se caracteriza por afectar no sólo a los precios, sino también a la cantidad de viviendas iniciadas.

Es indudable que la actividad del sector de la construcción, tanto de la vivienda como del resto de actividades, tiene unos efectos de arrastre sobre la producción de otras ramas de actividad ciertamente considerables. Su relevancia queda evidenciada a la vista del peso del valor añadido bruto en la economía y de su evolución en los últimos años, un 11,6% en 2006, frente al 6,8% que tenía en 1995, por encima de otros países europeos (gráfico 1). Su contribución a la generación de empleo representaba en 2006 el 13% del empleo total, mientras que en 1996 era el 9,5%, de igual forma se ha pasado de una tasa de paro en el sector del 22,5% en 1996 a solo el 5,6% en 2006. Desde finales de 1997, el precio de la

Gráfico 1

Valor añadido en Construcción (Como porcentaje del Valor añadido total)



Fuente: OCDE.

vivienda en España ha crecido alrededor del 15% de media por año, mientras que la inflación anual media se ha situado en torno del 3%, lo que da una idea de la fuerte revalorización experimentada por este activo en términos reales.

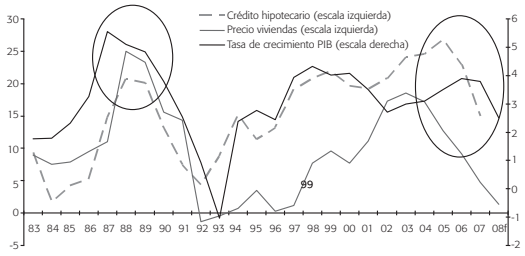
Llegado a este punto, la cuestión fundamental es saber si el incremento de los precios de los inmuebles está totalmente justificado por el comportamiento de sus determinantes fundamentales. De ser así, éste se hallaría en equilibrio y no cabría esperar variaciones adicionales en el mismo, a menos que sus fundamentos experimentaran nuevas alteraciones. Estos fundamentos se pueden resumir en los siguientes: en primer lugar, la evolución de la renta disponible de los hogares (con crecimientos de tasas reales de más del 3% anual), sustentada por la importante generación de empleo, que ha propiciado una pujante demanda de vivienda por parte de las familias. En segundo lugar, las variables financieras, el pronunciado descenso de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios, influido por el proceso de convergencia, la posterior integración en la UEM y el carácter expansivo de la política monetaria única, las mejoras en las condiciones crediticias, junto con la fuerte competencia entre las entidades de crédito. En tercer lugar, la demografía, la evolución de la pirámide de población y la entrada de inmigrantes ha elevado el ritmo de creación de hogares por encima de los 250.000 por año. Por último, también es necesario señalar la creciente demanda de viviendas por parte de extranjeros, que se ha visto igualmente favorecida por la entrada de España en la zona euro, al despejar la incertidumbre de posibles depreciaciones del tipo de cambio.

Sin embargo, sería posible otra hipótesis alternativa según la cual, asumiendo también que los cambios en el precio de la vivienda se correspondan con las variaciones de sus determinantes fundamentales, el nivel alcanzado se haya situado temporalmente por encima de su valor de largo plazo, debido a las inflexibilidades de la oferta que impide que responda de manera inmediata a la expansión de la demanda. De esta forma, en el corto plazo se produciría una respuesta de los precios hacía arriba que, con posterioridad retornarían de forma gradual a la situación de equilibrio. Se puede hablar, por tanto, de la existencia de una sobrevaloración en el mercado y esperar, en consecuencia, un ajuste paulatino de los precios incluso si los fundamentos permanecieran estables.

Por último, existe también la posibilidad teórica de que, independientemente de los cambios motivados por las variaciones en sus fundamentos, el precio de la vivienda pueda aumentar a causa de las expectativas de incrementos futuros y esté favoreciendo comportamientos especulativos, por lo que habría que hablar de burbuja inmobiliaria, en cuyo caso existiría la posibilidad de que ante un cambio en las expectativas se pudiese ocasionar un ajuste brusco[1].

Gráfico 2

Remesas (millones USD)



Fuente: Banco de España, INE y Ministerio de Vivienda.

Año 2008: predicciones.

La estrecha relación existente entre el ciclo inmobiliario, reflejado a través de la evolución tanto del precio de la vivienda como del crédito hipotecario, y del ciclo de la economía de las últimas décadas, se puede observar en el gráfico 2, en las que se han producido dos episodios expansivos de calado, los *boom* inmobiliario de finales de los ochenta y el producido desde 1997-2006.

El mencionado gráfico muestra como en episodios pasados de expansión del mercado inmobiliario, éste se ve truncado por ajustes económicos que traen consigo caídas del PIB, con destrucción del empleo, subidas bruscas del tipo de interés y disminución de las rentas de las familias, etc., como ocurrió con el *boom* de finales de los ochenta. Sin embargo, algo parecía haber cambiado en el actual periodo, ya que el inicio en la ralentización de los precios de la vivienda y la desaceleración en la contratación del nuevo crédito hipotecario

[1] Existen diferentes estudios de analistas de instituciones nacionales y extranjeras en los que a pesar de las conocidas dificultades que entraña la estimación del precio de equilibrio de un activo, intentan evaluar la discrepancia entre el precio observado de la vivienda y su referencia teórica de equilibrio a largo. Para ello, estos autores han utilizado diferentes aproximaciones analíticas, que se pueden agrupar en dos grupos, los modelos de corte macroeconómico (Balmaseda y otros (2002), Martínez y Maza (2003), FMI (2004)) y los de corte financiero (Ayuso y Restoy (2006), FMI (2005), OECD (2005), The Economist (2005), BCE (2006)). Así, el rango de estimaciones varía considerablemente de unos trabajos a otros, desde un 8%-13% hasta más de 50%, evidenciando la dificultad para captar los desajustes del precio de la vivienda. En términos generales, la mayoría de los trabajos se identifican con la segunda de las hipótesis, que indican la existencia de una sobrevaloración en los precios, y que se ésta se puede ir corrigiendo gradualmente.

no es sincrónico con un proceso de desaceleración cíclica en el ritmo de crecimiento, sino que el ajuste del mercado inmobiliario se estaba produciendo en plena fase expansiva de la economía. Existía, por tanto, cierto optimismo sobre la gradualidad del ajuste inmobiliario y la moderación de su impacto económico general.

Desafortunadamente, los efectos de las turbulencias financieras actuales llevan a una corrección a la baja de la desaceleración del PIB español, el paro en construcción ha aumentado, la inflación se ha situado en niveles muy altos y los indicadores de confianza de consumidores e industria han empeorado. En definitiva, este nuevo entorno ha aumentado la vulnerabilidad de la economía española y las revisiones indican una intensificación del actual patrón de desaceleración.

Los canales de transmisión por los que discurrirá esta fase están identificados, pues existen diversas vías de incidencia de los precios de los activos inmobiliarios en el ciclo económico. La primera de ellas nos relaciona los efectos que los precios inmobiliarios tienen sobre la actividad promotora (Mishkin, 2001), por cuanto al ver aumentar sus márgenes entre precios y costes de producción, acelerarán la construcción de inmuebles, de la inversión, y por lo tanto se incrementará el PIB. En el caso español, la vía inversión en construcción ha sido muy importante en el presente ciclo expansivo, con ritmos de construcción que superan al *boom* de los ochenta, e incluso al de los años del desarrollo español de los setenta, anteriores a las crisis del petróleo. Durante los últimos años, el número de viviendas iniciadas por 1.000 habitantes en España se ha multiplicado por dos y por tres al registrado en los otros países de nuestro entorno, con cifras cercanas a 800.000 viviendas iniciadas en 2006, pasando la formación bruta de capital en vivienda del 4,7% del PIB en 1997 a casi duplicarse en 2006, 8,9% del PIB, cifra solo superada por Irlanda (13% del PIB). Evidentemente, la caída en los precios de la vivienda tendrá el efecto inverso.

Otra vía es la derivada de la existencia del denominado efecto riqueza, es decir, la sensibilidad del consumo de las familias ante la percepción de mayor o menor riqueza como consecuencia de la variación de los activos. El efecto que conlleva las subidas de los precios de los bienes inmuebles, implica ganancias de capital presentes o futuras, tanto en el caso de materializarse o si no. La sensación de mayor/menor riqueza de las familias las conducirá a aumentar/disminuir su consumo[2] y por tanto la demanda agregada. Uno de los desarrollos más relevantes de la economía española en los últimos años ha sido el aumento de riqueza de las familias asociado a la intensa revalorización de los activos inmobiliarios, España encabeza el peso de los activos no financieros sobre patrimonio de los hogares dentro de los países de la OCDE, seguido de Italia y Francia (Naredo et al., 2007). Debe tenerse en cuenta además, que la intensidad del efecto riqueza depende de diversos factores, entre ellos la estructura de propiedad del país, particularmente elevada en España. Así, según datos de la Encuesta Financiera de las Familias 2005[3], el 80% de los activos de las familias corresponde a propiedades inmobiliarias, el 81% de los hogares son propietarios de su vivienda principal y casi un 34,5% posee una vivienda secundaria u otro tipo de propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal. El problema que ahora se plantea es que el aumento de la riqueza asociado a las revalorizaciones de precios corre el riesgo de desinflarse, es una riqueza ilusoria (White, 2006), mientras que no ocurre lo mismo con el endeudamiento en que han incurrido muchas familias, que puede incluso aumentar si se producen subidas de tipos de interés, sobre todo en un país como España donde más del 95% de los préstamos son a tipos de interés variable.

Algunas teorías, como la del acelerador financiero (Bernanke et al., 1999) tienden a subrayar la relevancia empírica del canal de transmisión que transcurre a través de los balances del sector privado. Explica los mecanismos a través de los cuales las condiciones de la oferta en el mercado de crédito repercuten sobre la asignación de recursos financieros de una economía y, en consecuencia, en el crecimiento de la actividad. Según esta teoría, se pone de manifiesto el importante papel que desempeñan las variaciones patrimoniales del balance de los agentes a la hora de disponer de la financiación y del coste. Los precios de los activos reales y financieros tienden a crecer más rápidamente en periodos de expansión económica y con ellos la riqueza del sector privado. De esta forma, se inicia un proceso autoalimentado: el aumento del valor de las garantías colaterales incrementa la capacidad de los clientes de acumular deuda y el creciente valor del capital bancario aumenta la capacidad de los bancos de conceder préstamos. Dicho de otra forma, el aumento del colateral reduce la restricción crediticia de los agentes financieros y viceversa.

3. El mercado hipotecario español

A finales de los setenta y en la década de los ochenta se produjeron cambios importantes, casi revolucionarios, dentro del marco de la financiación a la vivienda al iniciarse en

[2] Existen en la literatura numerosas estimaciones del efecto riqueza, entre otros se puede citar a Ludwing y Slok (2002) quienes realizan un análisis para diferentes países de la OCDE. Carroll (2004) proporciona una propensión marginal al consumo de entre 0,05 y 0,1 tanto para la riqueza inmobiliaria como la financiera.

[3] La Encuesta Financiera de las Familias (EFF 2002 y 2005) ha sido elaborada por el Banco de España. Para mayor información de esta encuesta véase Bover (2004) y BDE (2007).

1977 el proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero en España. La posterior puesta en marcha de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario de 1981, junto a otros acontecimientos importantes[4], favoreció la introducción de una mayor competencia e importantes mejoras en las condiciones de financiación de la vivienda.

El mercado hipotecario vuelve a tomar impulso a principios de los noventa, con la Ley 19/1992 sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. La titulización no tuvo un desarrollo demasiado espectacular en los primeros años de funcionamiento, pero sin embargo, a finales de los noventa comenzó a experimentar un ritmo de crecimiento muy rápido (Sánchez Martínez, 2001). El mercado de titulización español es en la actualidad uno de los más importantes de Europa. El porcentaje de créditos financiados con títulos hipotecarios en España es del 35,4% del total en 2006, y según datos del European Securitisation Forum, en España se emitió el 13% del volumen total de emisiones de titulización realizadas en Europa en 2007, lo que lo sitúa en el segundo emisor en Europa tras Gran Bretaña (37%).

Actualmente, la Ley 41/2007 de reforma del mercado hipotecario es la de mayor calado del marco que regula el mercado hipotecario español desde su origen en 1981. La reforma va dirigida a paliar algunas necesidades pendientes, fruto del exceso de rigidez de su normativa, que impedía el desarrollo de nuevos productos poco habituales en nuestro mercado, como la hipoteca a tipo fijo, hipoteca para finalidad distinta a la adquisición de vivienda o la hipoteca inversa. También ha abordado aspectos relevantes para mejorar y flexibilizar el mercado hipotecario: reducción de costos y régimen de compensación por amortización anticipada.

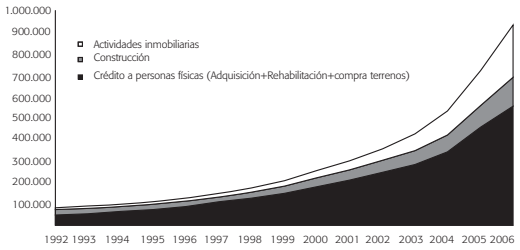
3.1. Financiación de la vivienda

A diferencia de otros países, el mercado hipotecario e inmobiliario español coinciden en su práctica totalidad[5] y, por tanto, la financiación hipotecaria está orientada primordial, y casi exclusivamente, a la promoción, construcción, adquisición y rehabilitación de viviendas. Durante los últimos años, el crédito hipotecario para la adquisición de vivienda ha mantenido en España un elevado ritmo de avance, convirtiéndose en una de las principales fuentes de expansión del negocio bancario. En el gráfico 3 se puede observar este fuerte crecimiento, tanto desde el punto de vista de la demanda, crédito destinado a las familias, como de la oferta, para actividades de promoción y construcción. De hecho, el 60% del crédito concedido al sector privado residente está relacionado con la actividad constructora e inmobiliaria.

El crecimiento experimentado por la oferta crediticia en los últimos años está auspiciado por diversos factores, entre los que destacan niveles de tipos de interés reducidos respecto a épocas anteriores, el crecimiento de la renta y del empleo y unas expectativas económicas bastante favorables. En 1992, el crédito inmobiliario era de 82.347 millones de euros y en 2007, último dato disponible, se alcanzó la cifra de 1.047.467 millones de euros, siendo a finales de los noventa cuando el ritmo de crecimiento fue mayor, en concreto, desde 1997 hasta 2007 la actividad crediticia ha aumentado cerca del 600%. La demanda de crédito absorbida por las familias es de cerca del 60% del crédito inmobiliario total, siendo el principal destino, un 55%, la adquisición de la vivienda, y el resto para rehabilitación y compra de terrenos. Por el lado de la oferta, las instituciones financieras han incrementado de forma notable los créditos al sector de la construcción (14% del crédito total) y, en particular, a la actividad inmobiliaria, que incluye las de promoción, gestión y compraventa de estos activos (26% del crédito total).

Gráfico 3

Crédito inmobiliario total
(Saldo vivo, Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

[4] Se puede citar, entre otros, la gran ampliación de la oferta de crédito hipotecario con la entrada masiva de la banca privada, de nuevas entidades (las Sociedades de Crédito Hipotecario, actualmente denominadas Establecimientos Financieros de Crédito, EFC), la generalización del modelo de banca universal, junto a la irrupción de la banca extranjera establecida en España.

[5] Existen tres modelos básicos de mercado hipotecario en la UE15. El primero, ya comentado, es el caso de España y Alemania, en el que el mercado hipotecario e inmobiliario son prácticamente coincidentes. Un segundo modelo en el que el crédito hipotecario, además, da cobertura a otras finalidades como pueden ser la financiación de actividades productivas o del consumo (Reino Unido, Holanda y Dinamarca). Y por último, un tercer modelo donde claramente la financiación hipotecaria se muestra insuficiente para satisfacer, incluso, la demanda inmobiliaria (Francia e Italia).

Desde hace meses, se ha comenzado a moderar el dinamismo de estos préstamos, fundamentalmente para la adquisición de vivienda, cuya desaceleración está estrechamente vinculada a una progresiva normalización de las condiciones en los mercados inmobiliarios. Esta normalización se refleja tanto en la evolución del precio de la vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual mantiene una clara tendencia decreciente desde finales de 2004, como en las variaciones en el número de operaciones hipotecarias vinculadas a la adquisición de inmuebles residenciales. En 2007, la tasa de crecimiento del saldo hipotecario fue del 15% frente al 23,3% del año anterior. Sin embargo, no sucede lo mismo para la oferta, que ha respondido de manera tardía a la desaceleración de la demanda. La aceleración del crédito a construcción y promoción inmobiliaria continuó aumentando hasta mediados de 2007, en que comenzó a disminuir de forma intensa.

El endurecimiento en las condiciones de concesión de préstamos, surgida tras las turbulencias financieras globales que se están viviendo desde el verano de 2007, se va a traducir en fuertes restricciones de crédito, cuyas consecuencias todavía son difíciles de valorar, pero que van a acentuar el riesgo de una recesión inmobiliaria mayor de lo estimado.

3.2. Grandes necesidades de liquidez: el recurso a la titulización

Probablemente, los mayores riesgos en la concesión de créditos hipotecarios se encuentran en el propio mecanismo de obtención de liquidez para la concesión de estos préstamos por parte de las entidades. La fuerte expansión del crédito a empresas y familias no se ha visto acompañada de un crecimiento similar de sus depósitos bancarios. En los últimos años, España, al igual que otros países, ha experimentado un descenso en el nivel de depósitos; consecuentemente, ante la brecha abierta entre créditos y depósitos, las entidades de crédito hipotecario se han ido fijando cada vez más en los mercados de capitales e interbancarios para poder financiar el mencionado proceso de expansión crediticia y llenar el vacío de refinanciación, aunque en la actualidad, el mercado interbancario español se ha revelado como insuficiente. Por todo ello, además de la emisión de valores negociables, las entidades han acudido de manera creciente a la titulización de sus activos. Esta actividad se puede definir como el proceso mediante el cual activos del balance de una entidad pueden ser vendidos, en todo o en parte, generalmente, previa su agregación y la modificación de algunas de sus características, a los inversores en forma de títulos o valores negociables. Consiste, por tanto en la conversión de activos que figuran en los balances de las entidades de crédito en valores susceptibles de transmitirse, cederse o venderse.

La regulación del mercado hipotecario permite a las entidades de crédito emitir cédulas y participaciones hipotecarias con el soporte o garantía de los préstamos y créditos hipotecarios que figuran en su balance. Para las cédulas se produce la denominada *titulización dentro del balance,* es decir, que los préstamos hipotecarios afectos permanecen en el balance de la entidad, por lo que ésta sigue asumiendo el posible riesgo de impago. La entidad emisora tiene en su activo los créditos hipotecarios y en su pasivo las cédulas emitidas[6]. Sin embargo, las participaciones hipotecarias conllevan a un proceso de *titulización fuera de balance*. Implica la cesión de todo o parte del crédito, por lo que, consecuentemente, desaparece del balance de la entidad. Esta circunstancia supone considerar a la participación hipotecaria además de un instrumento de cesión del crédito, de transmisión del riesgo asociado al mencionado crédito hipotecario. Al darle de baja del activo del balance, se está posibilitando también la elusión de los coeficientes obligatorios, como por ejemplo, el de solvencia de las entidades de crédito, que pueden afectar a dichos activos, así como a los pasivos que los financian, a los que se le aplica el de caja. Esta es una importante ventaja sobre las cédulas. Al recoger el balance, en su activo, al crédito hipotecario y en su pasivo estos títulos, han de destinar mayores recursos a la dotación de los coeficientes legalmente establecidos, como los que hemos señalado, y ello se traduce en una menor rentabilidad.

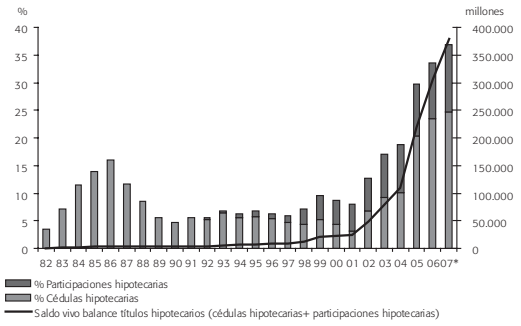
En el gráfico 4 se muestra la evolución de los instrumentos del mercado hipotecario español, las cédulas y participaciones hipotecarias. A finales de 2007, el volumen de cédulas hipotecarias emitidas, incluyendo las negociables, se situaba en el 25% de la cartera de créditos hipotecarios de las entidades de depósito. El resto de titulizaciones hipotecarias representa ya el 12% de la cartera hipotecaria mantenida en balance. El saldo vivo total del mercado de títulos hipotecarios era a finales de 2007 de 378.492 millones de euros, de los cuales el 75% corresponden a cédulas hipotecarias y el 25% restante a participaciones.

Todo lo comentado explica algunas de las características de la titulización en España. En primer lugar, el redu-

[6] Por tanto, las cédulas hipotecarias se caracterizan por tener una doble garantía, la de la entidad financiera que las emite y todos los préstamos de la entidad emisora que cumplen unos ciertos condiciones, por ejemplo que el préstamo sea por un máximo de un 80% del valor de la propiedad (70% en el caso de propiedades comerciales), y también la limitación para que el volumen de cédulas emitidas no supere el 90% del valor de la cartera hipotecaria susceptible de ser utilizada.

Gráfico 4

Créditos hipotecarios financiados con títulos hipotecarios



cido riesgo de los activos subyacentes. A diferencia de otros sistemas financieros, especialmente el estadounidense, las entidades españolas han retenido el grueso de los riesgos asociados de los activos titulizados dentro de sus balances, pues la normativa impone unos criterios muy exigentes para sacar de él a los activos titulizados; este hecho ha contribuido a seguir una política más rigurosa de concesión de créditos. En segundo luga r, la elevada calidad de los valores emitidos, la ratio de morosidad, aunque ha mostrado un repunte desde mitad de 2007, se sitúa en valores relativamente bajos. En último lugar, las emisiones de titulización españolas presentan un menor grado de complejidad en comparación con las que se han desarrollado en otros mercados financieros, pues intervienen un número reducido de agentes.

Es destacable el elevado peso de los títulos españoles adquiridos por el mercado extranjero, más del 66% del volumen total en 2006, de las cuales, el 63% fueron entidades financieras extranjeras. Ello se aprecia en la cuenta financiera de la balanza de pagos. La tradicional capacidad de financiación de los hogares se ha tornado en necesidad en los últimos años. Esta situación habría sido a todas luces insostenible antes de que la economía española entrara bajo el paraguas del euro, ya que el exceso de endeudamiento del país habría desatado una crisis de la balanza de pagos con las consiguientes medidas de ajuste para recortarlo, como ocurrió en 1992.

Sin embargo, el mercado hipotecario español no es ajeno a la situación actual de los mercados globales. Los mercados financieros han registrado importantes turbulencias, cuyo origen está en el incremento de la morosidad de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Todo ello se ha reflejado en una fuerte contracción de la liquidez en los mercados, a pesar de las actuaciones de los bancos centrales, y de una mayor aversión al riesgo, lo cual se convierte en un importante factor de incertidumbre para la evolución futura del sector a la hora de obtener mecanismos de financiación del crédito hipotecario. Aunque es pronto para calibrar el verdadero alcance de este episodio, ya que en el mercado hipotecario español no existe un segmento de alto riesgo como el estadounidense, se ha producido una crisis de confianza de los mercados de capitales que puede provocar importantes efectos colaterales.

4. Riesgos de la economía española ante la crisis inmobiliaria y financiera

En España, al igual que en la mayoría de los países de la OCDE la inversión en vivienda se ha desacelerado y los precios se frenan. Se trata de un cambio de ciclo en una actividad, caracterizada precisamente por sufrir fuertes oscilaciones, y anunciado antes de que las turbulencias de los mercados financieros se hicieran sentir en los mercados de crédito.

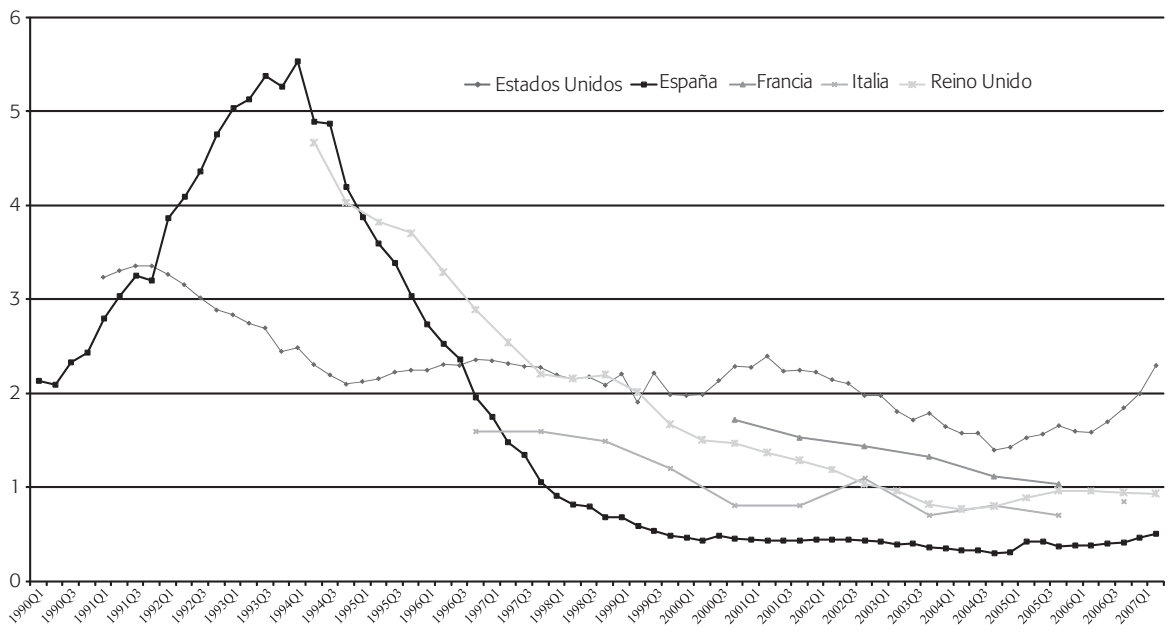
Ante esta situación, no se debe obviar que la exposición de la economía española ante una crisis inmobiliaria presenta unos riesgos mayores a la de otros países de nuestro entorno, dado el evidente peso que este sector tiene en nuestro país, con los temidos efectos de la caída en el empleo, que dada su baja cualificación puede ser de difícil absorción por otros sectores productivos, lo que acentúa el riesgo de que la predecible recesión inmobiliaria se extienda al resto de la economía. Por otro lado, nuestro sistema financiero también se verá expuesto, habida cuenta de la trascendencia que tiene en su cartera la actividad inmobiliaria, el 60% del crédito concedido al sector privado residente está relacionado con la compra, construcción y promoción inmobiliaria.

El desequilibrio entre la evolución del crédito y los depósitos tradicionales, así como el mayor acceso a los mercados internacionales, convierten la gestión del riesgo de liquidez en un elemento cada vez más importante para las entidades. Como ya se ha comentado, el crédito hipotecario ha experimentado un ritmo de crecimiento muy elevado dentro de un contexto de *boom* inmobiliario del mercado de la vivienda, por lo que es importante vigilar de cerca los niveles de activos dudosos.

Las ratios de impagos se encuentran en niveles bajos en todos los tipos de créditos al sector privado, por debajo de la mayoría de los países de la OCDE (ver gráfico 5), en particular, en el segmento de negocio de crédito hipotecario para adquisición de vivienda, aunque con tendencia al alza en los últimos trimestres.

Gráfico 5

Ratio de Morosidad Hipotecaria. Porcentaje del saldo vivo de préstamo



La solidez de los sistemas financieros y, por tanto, la capacidad de hacer frente a los riesgos sistémicos dependen de forma crucial de ciertos elementos institucionales y materiales en los que se basa su organización. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha publicado una relación de indicadores de solidez financiera para una muestra de cuarenta países. En dicho informe se compara la situación de las entidades de crédito españolas frente a una selección de varias economías de la UE y Estados Unidos. El balance general es relativamente satisfactorio para las entidades de crédito españolas, ubicándose en una posición intermedia tanto en términos de distribución geográfica del crédito como atendiendo a los principales indicadores de solvencia, con una elevada rentabilidad y una ratio de morosidad muy baja.

4.1. Endeudamiento de las familias españolas

Las familias se endeudan principalmente para adquirir viviendas y los préstamos hipotecarios les permiten gastar con cargo a sus rentas futuras y suavizar de esta forma su patrón de consumo a lo largo de su ciclo vital. Sin embargo, un elevado endeudamiento de las familias supone una mayor carga financiera en forma de pago de intereses y de financiación, lo que puede dar lugar, en ciertas circunstancias, a una reducción de la capacidad de respuesta de los hogares ante una evolución desfavorable en su renta, su patrimonio o el coste de financiación. Frente a esta situación, es muy importante analizar el comportamiento de los préstamos a las familias y sus posibles consecuencias para la estabilidad macroeconómica y financiera de la economía (Davis, 1992)

De hecho, el incremento de los pasivos puede generar una mayor sensibilidad del consumo ante situaciones de incertidumbre, sobre todo si estas afectan al mercado laboral (Carroll y Dunn, 1997). Teniendo en cuenta que el consumo representa alrededor de las dos terceras partes del PIB en la mayoría de las economías occidentales, escenarios de fuerte endeudamiento pueden contribuir a acentuar los efectos recesivos de una posible fase bajista del ciclo, así como frenar el alcance de las etapas de recuperación. Aunque no existen demasiados trabajos empíricos que verifiquen directamente esta hipótesis, el estudio desarrollado por Martínez-Carrascal y Del Río (2004) muestra que el notable ascenso de los pasivos registrados por las familias españolas en los últimos años, aunque responden a cambios en sus fundamentos a largo plazo, podrían terminar situando el volumen de deuda del sector en niveles que afectasen de forma perceptible a sus decisiones de gasto. Asimismo, los citados autores, teniendo en cuenta el aumento de la riqueza de las familias españolas asociado a la revalorización de los activos inmobiliarios y utilizando datos agregados, estiman una propensión mar-

ginal al consumo anual de 0,02 para la riqueza inmobiliaria. A un resultado muy parecido llega Bover (2005), utilizando la encuesta financiera de los hogares, donde sugiere que una variación en el precio de la vivienda del 10% implicaría un cambio en el consumo privado en la misma dirección por un importe equivalente al 0,8% del PIB, aproximadamente.

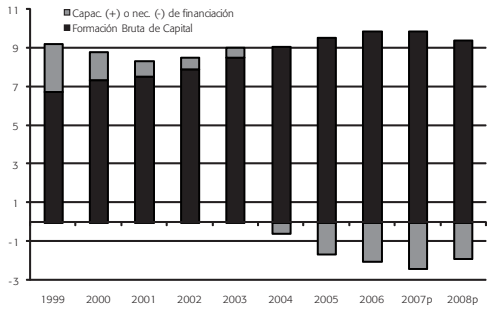
En 1995, la deuda de las familias representaba el 46% de la renta anual bruta disponible, mientras que a finales de 2007, se situaba en el 134%, destinada básicamente a la compra de vivienda, un nivel superior al observado para el conjunto de la zona euro, aunque inferior al de Estados Unidos y el Reino Unido. A pesar del fuerte aumento de los pasivos, la disminución en el coste del préstamo y el alargamiento de las condiciones de pago han posibilitado que el comportamiento de la carga asociada de deuda no haya sido tan expansionista. No obstante, estos desarrollos están jugando contra el ahorro familiar, comprimiendo por tanto el amortiguador disponible para soportar los cambios inesperados de la economía.

Ello se puede comprobar en el aumento de las ratios sobre el endeudamiento de las familias, obtenidos de la EFF del Banco de España entre 2002 y 2005, ya que el endeudamiento de las familias ha seguido creciendo en los últimos años a un fuerte ritmo. En concreto, la ratio de pagos por deudas en relación con la renta del hogar tiene un valor medio del 15,2% en 2002 y ha subido a 17% en 2005, aunque por niveles de renta las familias que soportan una mayor carga financiera tienden a concentrarse en los estratos de renta más bajos; así se eleva del 30,5% al 38,1% en estos años para el estrato de renta inferior. A su vez, la ratio deuda en relación con la renta bruta, se sitúa en un promedio del 69,2% en 2002 ascendiendo al 99,3% en 2005, mientras que en el quintil de las familias con menores rentas esta ratio se sitúa en el 143,4% en 2005 frente al 104,8% de 2002. Cuando se computan algunos indicadores de *stress* financieros sobre la situación de los hogares más endeudados, también se obtienen conclusiones similares. Por ejemplo, las familias con pagos por deudas superiores al 40% de su renta bruta representan un 11,7% de todas las familias con deudas, pero este porcentaje alcanza el 49,2% para el quintil inferior de renta en 2005, muy por encima de las ratios de 2002. Y por último, si se hace referencia al endeudamiento total, un 19,1% de los hogares tiene deudas por un valor tres veces superior a su renta bruta, (más del doble que en 2002), elevándose al 42,6% para el estrato inferior de renta.

Otro aspecto importante que es necesario reseñar es que en España se ha producido una generalización de los contratos hipotecarios a tipo de interés variable; de hecho se estima que cerca del 98% del saldo del crédito hipotecario para la adquisición de vivienda gestionado por las entidades financieras corresponde a esta tipología. Eso supone una mayor sensibilidad, al menos a corto plazo, de la carga financiera de los hogares frente a variaciones en el coste financiero.

Gráfico 6

Ahorro e Inversión de los Hogares e ISFLSH (Porcentaje del PIB)



Por otra parte, el ahorro financiero neto de las familias, que es la parte del ahorro que queda después de los gastos de inversión, ha llegado a ser negativo como consecuencia del fuerte volumen de inversión en vivienda efectuada por los hogares, unido a un bajo nivel de ahorro. En el gráfico 6 se observa como por primera vez en 2004 y los años siguientes se ha pasado de una posición de capacidad de financiación a otra de necesidad de financiación, lo que supone una reestructuración del patrimonio de los ciudadanos a favor de un patrimonio real que, en opinión de muchos observadores económicos, está sobrevalorado.

De esta manera, las familias ya no son una fuente de financiación de los otros sectores de economía, lo cual es bastante preocupante, sobre todo teniendo en cuenta las necesidades de ahorro de un país como España, que trata de acelerar su convergencia europea. En consecuencia, la financiación procedente del exterior está alcanzando cotas *record,* incidiendo en los máximos históricos del déficit por cuenta corriente español.

6. Conclusiones

La crisis en el mercado de la vivienda ha empezado a sentirse desde mediados de 2007, poniendo el punto final a diez años de *boom* inmobiliario. Ello tendrá repercusiones evidentes en la caída de la inversión y el empleo que habrán de ser tenidas en cuenta por su efecto sobre el crecimiento económico. Sin embargo, a lo largo del tra-

bajo se pone de manifiesto que existen además otros importantes canales a través de los que se hará sentir este enfriamiento del mercado de la vivienda. En primer lugar, el efecto riqueza negativo de la caída en el precio de la vivienda. Las fuertes subidas de los precios de los bienes inmuebles en los últimos años han provocado una sensación de mayor riqueza por parte de las familias, que las ha conducido a aumentar su consumo y su nivel de endeudamiento, mientras que las caídas de precios podrían frenar su consumo de forma considerable, lo que tendría repercusiones importantes sobre el conjunto de la economía.

En segundo lugar, por el canal financiero. Teniendo en cuenta el gran peso que tiene el crédito inmobiliario dentro de los balances de las entidades financieras, su exposición al riesgo ante posibles condiciones adversas del sector es sin duda creciente. A pesar del consenso general de carácter optimista que muestra el sistema financiero sobre su resistencia a los últimos impactos en el mercado hipotecario o, como la bajada de los precios de las viviendas, la crisis *subprime*, la ralentización del crecimiento económico y el aumento del desempleo, no sería una mala opción reducir su exposición a los riesgos asociados a los préstamos hipotecarios estableciendo condiciones más estrictas en el acceso a los medios de financiación y huir de la relajación financiera de los últimos años.

En este sentido, los bancos centrales tienen una misión importante que cumplir, pues se encuentran en una posición inmejorable en el ámbito de la comunicación para proporcionar análisis públicos claros y rigurosos que favorezcan una adecuada evaluación de los riesgos asociados a las decisiones de inversión y financiación de los agentes económicos y, como no, en el campo de la regulación, en el que deberán vigilar no solo la evolución de la inflación de los bienes incluidos en el IPC, sino también la de los activos, principalmente la vivienda, y así quizás se pueda evitar que el precio de ésta se vuelva a alejar en exceso del nivel de equilibrio basado en los fundamentos económicos.

Bibliografía

Ayuso, J. and Restoy, F. (2006): "House Prices and rents: an equilibrium asset pricing approach", Journal of Empirical Finance, 13, issue3, pp. 371-388, The Netherlands.

Balmaseda, M., San Martín, I. and Restoy, F. (2002): "Una aproximación cuantitativa a la burbuja inmobiliaria", Situación Inmobiliaria, diciembre, BBVA, pp.22-28, Bilbao.

Banco de España (2005): "Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias", Boletín Económico, mayo, pp.65-71, Madrid.

— (2007): "Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005". Boletín Económico, diciembre, pp.31-64, Madrid.

Bernanke, B.S., M. Gertler y S. Gilchrist (1999): "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", Handbook of Macroeconomics, North Holland.

Bover, O. (2004): The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2002 wave, Documento Ocasional Nº 0409, Banco de España, Madrid.

— (2005): Wealth effects on consumption: Microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances, Working Paper Nº 0522, Bank of Spain, Madrid. http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0522e.pdf.

Carroll, C. D. (2004): Housing wealth and consumption expenditure, Johns Hopkins University. Baltimore, Maryland.

Carroll, C.D. y Dunn, W.E. (1997): Unemployment expectations, jumping triggers, and household balance sheets, NBER Macroeconomics Annual, MIT Press, Cambridge.

Case, K. and Shiller, R. (1989): "The efficiency of the market for single-family homes", American Economic Review, Nº 79, pp. 125-137, Pittsburgh, PA.

Davis, E.P. (1992): " Financial fragility in the personal sector", Chapter 3 in Debt, financial fragility, systemic risk, Clarendon Press Oxford.

European Central Bank (2006): "Assessing house price development in the euro area", ECB Monthly Bulletin, febrero, pp. 55-70.

Jiménez Aguilera, J, y Sánchez Martínez, M.T. (2003): "Mercado hipotecario y financiación a la vivienda. Veinte años de funcionamiento de la ley del mercado hipotecario", Papeles de Economía Española, Nº 94, pp. 109-121. FUNCAS, Madrid.

International Monetary Fund (2004) World Economic Outlook, September.

— (2005) Spain: 2004 Article IV Consultation, IMF Country Report Nº 05/56.

— (2006) Spain: Financial Sector Assessment Program (Technical Note) Housing Prices, Household Debt, and Financial Stability, IMF Country Report Nº 06/210.

Ludwing, A. y T. Slok, (2002): The Impact on changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries, Working Paper WO/02/01. IMF 2002.

Martínez Pagés, J. and Maza, L.A. (2003): Análisis del precio de la vivienda en España, Documentos de Trabajo Nº 0307, Banco de España, Madrid.

Martínez-Carrascal, C. y Del Río, A. (2004): Household borrowing and consumption in Spain: a VECM approach, Working Paper Nº 0421, Bank of Spain, Madrid.

Mishkin, F. (2001): The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8617. Cambridge MA.

Naredo, J.M., Carpintero, O., y Marcos, C. (2007): "Boom inmobiliario, ahorro y patrimonio de los hogares: evolución reciente y comparación internacional", Cuadernos de Información Económica, núm. 200, FUNCAS, Madrid.

Nieto, F. (2007): The determinants of household credit in Spain, Working Paper Nº 0716, Bank of Spain, Madrid.

OECD (2005): Economic Outlook, 78.

POTERBA, J. (1984): "Tax subsidies to owner-ocupied housing: an asset market approach, Quarterly Journal of Economics", Ed. Harvard University's Department of Economics Nº 99, pp. 729-752, Cambridge.

SÁNCHEZ MARTÍNEZ, M.T. (2001): "Perspectivas del Proceso de Titulización en España", Cuadernos de Información Económica, núm. 165, págs. 108-114, FUNCAS.

The Economist (2005): Income the waves, The Economist, edición de 16 de junio.

VALLE, V. (2006): "Reflexiones sobre el ahorro y el endeudamiento de las familias españolas", Cuadernos de Información Económica, Nº 194, pp. 27-33, FUNCAS, Madrid.

WHITE, W. (2006): "Measured wealth, real wealth and the illusion of saving", en "Measuring the financial position of the household sector", IFC Bulletin No 26, Proceedings of the IFC Conference, Basilea, 30-31 August 2006 – Volume 2, Bank for International Settlements (http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb26.htm).

Panorámica empresarial

Carlos Humanes

1. *Road show* de Felipe Calderón en España

El presidente de México, Felipe Calderón, visitó España el pasado junio y lo cierto es que no perdió el tiempo. Presentó su millonario plan de infraestructuras a los empresarios españoles, mantuvo las pertinentes visitas oficiales y estuvo presente en la inauguración de la Expo Agua de Zaragoza, que precisamente celebraba esa jornada el Día Nacional de México.

Los empresarios españoles explicaron a Felipe Calderón que la fórmula que prefieren para colaborar con las compañías mexicanas es la creación de consorcios. Según ellos, estas asociaciones económicas, en las que varias empresas independientes desarrollan proyectos conjuntos, facilitarían la llegada de más inversión extranjera al país azteca. Este mecanismo podría servir, en parte, para atenuar los problemas que tienen las compañías foráneas en México con la actual ley de inversiones extranjeras vigente, que impide a éstas poseer más de un 50% del capital de una compañía azteca.

Durante la reunión que el presidente mexicano mantuvo en Madrid con empresarios españoles, y que estuvo organizada por el Consejo Superior de Cámaras de Comercio, los asistentes coincidieron con Calderón en el importante papel que las empresas hispanas jugarán en el *megaplan* de infraestructuras del Gobierno mexicano, que prevé inversiones superiores a 160.000 millones de euros en los próximos seis años.

De hecho, cuatro grupos constructores españoles, ACS, OHL, Ferrovial y FCC, ya han manifestado su interés para participar en la licitación de 770 kilómetros de autopistas en México, de los que 400 kilómetros serán de obra nueva y precisan una inversión de unos 700 millones de euros. Las compañías deben presentar sus ofertas a finales de agosto.

Este plan de mejora de infraestructuras coloca a México como uno de los mercados objetivo para los grandes grupos españoles de obras y concesiones. El Gobierno de Calderón adjudicará el próximo 30 de septiembre once autopistas, ocho peajes nuevos y tres ya en funcionamiento, en la costa del Pacífico. Y son cuatro las firmas españolas que estudian presentar batalla: ACS, Ferrovial, OHL y Global Vía, filial de infraestructuras de FCC y Caja Madrid. El cuarteto tiene de plazo hasta el 28 de agosto para conformar consorcios y lanzar sus ofertas económicas.

Precisamente, los representantes del sector de infraestructuras solicitaron a Calderón introducir capital privado en sectores clave de la economía mexicana como las líneas de transmisión eléctricas. El mandatario no pudo dar una respuesta optimista, ya que, según sus propias palabras, "esa gestión corresponde únicamente a la Comisión Federal de Electricidad (CFE), no a mi propia gestión". Sin embargo, el presidente mexicano quiso recordar que México está impulsando la interconexión en Centroamérica, y que "en ese ámbito, fuera del propio país, sí podemos generar proyectos conjuntos". El mandatario también pidió la colaboración de las empresas españolas para crear trenes de alta velocidad en la región, "que podrían generar un fuerte valor agregado a la economía"

El presidente de SOS Cuétara, Jesús Salazar, también ha mostrado su interés en ampliar sus inversiones en el país. De hecho, SOS cuenta ya con producción de arroz y

galletas en México, por lo que ha pedido a Calderón que realice proyectos de promoción agrícola para el cultivo de olivo, y así llevar la producción de aceite a la región.

El presidente del Consejo Superior de Cámaras de Comercio españolas, Javier Gómez-Navarro, en nombre de representantes de 150 empresas españolas presentes en el acto, destacó que el año pasado las inversiones superaron los 2.200 millones de euros y, según dijo, las perspectivas señalan un progreso en los próximos años, debido al interés creciente de las empresas españolas en los procesos de privatización y liberalización en los sectores eléctrico, de comunicaciones y de transporte. De hecho, Gómez Navarro insistió en el "efecto arrastre" de las grandes empresas españolas sobre las más modestas ya que, unido a la creciente voluntad de internacionalización del sector empresarial, está dando lugar a que las PYME estén "cada vez más presentes" en ese proceso inversor, sobre todo en los sectores industriales y de servicios.

Por su parte, el ministro de Trabajo, Celestino Corbacho, y el secretario de Trabajo y Provisión Social de México, Javier Lozano, firmaron un memorando de entendimiento para poner en marcha un plan piloto para que las empresas españolas contraten a trabajadores mexicanos. Calderón señaló que dicho acuerdo "permitirá establecer un mecanismo que complemente la fuerza laboral en España con actividades profesionales de trabajadores mexicanos", siempre de manera respetuosa con la legislación española.

La inversión acumulada española en México en los últimos siete años supera los 24.000 millones de euros, lo que supone un 42% de la inversión europea total en el país azteca, lo que sitúa a España en el segundo lugar como inversor extranjero en México, sólo por detrás de EEUU.

Las previsiones apuntan a que el comercio bilateral España-México superará este año los 6.000 millones de euros, gracias a la creciente implicación de las PYME.

2. Reacciones a la crisis del transporte aéreo

El espectacular incremento del precio del petróleo ha supuesto un duro mazazo para las compañías aéreas, que sufren el correspondiente encarecimiento del precio del queroseno, el combustible de las aeronaves, uno de sus principales costes. Una de las consecuencias de que el precio del crudo se haya duplicado en el último año es que algunas compañías aéreas se han visto obligadas a reducir frecuencias de vuelos e incluso a suprimir rutas, mientras que otras han optado por las alianzas e incluso las fusiones para tratar de capear estas severas turbulencias.

En el capítulo de las fusiones destaca la recientemente alcanzada entre las compañías de bajo coste españolas Clickair y Vueling que suscribieron su unión en julio aunque la formalización del acuerdo tendrá que ser aprobada por sus respectivos consejos de administración. Las negociaciones, que empezaron el pasado marzo, han estado lideradas por Inversiones Hemisferio, sociedad patrimonial de la familia Lara, accionista de referencia de Vueling con el 26,84% del capital, e Iberia, que controla el 20% de Clickair. Si todo sigue su curso, la familia Lara controlará a través de su sociedad patrimonial alrededor del 15% del nuevo grupo, frente al 40% que poseerá Iberia. Además, según algunos medios, el presidente del futuro grupo será muy probablemente el máximo responsable de Vueling, Josep Piqué, y la marca que pervivirá será Vueling.

La nueva Vueling contará con 45 aviones, 2.020 empleados, 300 vuelos al día y 112 rutas. Ambas aerolíneas tendrán que presentar un informe a la Comisión Nacional de Competencia (CNC) con una descripción de la operación y de la aerolínea resultante de la fusión, para que la CNC se pronuncie sobre la existencia o no de una posición dominante en el mercado. El proceso debería durar aproximadamente un año, teniendo en cuenta factores como los derechos de despegue y aterrizaje (*slots*).

Las acciones de Vueling e Iberia fueron suspendidas de cotización el día que finalmente se cerraba la operación, el pasado 7 de julio, y volvían a cotizar al día siguiente con fuerzas renovadas: mientras Vueling subía la friolera de más de un 21% en las primeras operaciones de la sesión, para luego estabilizar su alza en torno al 18%, las acciones de Iberia comenzaban perdiendo más de un 1,4% pero se daban la vuelta y ascendían en torno a un 4%.

El pasado marzo, el presidente de Iberia, Fernando Conte, ya declaró que Europa no podría evitar que el sector del transporte aéreo sufra un movimiento de fusiones dada la actual fragmentación en múltiples aerolíneas "tradicionales y de bajo coste".

Iberia, en varios frentes. Por otra parte, en las vísperas de hacerse pública la fusión Clickair-Vueling, Iberia confirmó estar negociando una alianza con las aerolíneas American Airlines y British Airways para reforzar su presencia en el mercado transatlántico y solicitar inmunidad antimonopolio para crear una *joint venture* para compartir ingresos y beneficios. Según adelantó el diario británico *Financial Times*, citando fuentes de las tres compañías, el objetivo es hacer frente al elevado precio del petróleo, a la debilidad de la economía y al impacto del tratado de cie-

los abiertos entre EEUU y la UE, que entró en vigor el pasado 30 de junio.

La ventaja competitiva de Iberia en el acuerdo son sus numerosas conexiones entre Europa (España) y América Latina, algo que valoran tanto American Airlines como British Airways.

3. Sí hay crédito para vender en bolsa

La situación de inestabilidad que arrastran los mercados de renta variable desde hace ya más de un año ha disparado la operativa de préstamos de acciones en todas las bolsas, lo que se denomina vender a crédito (o en descubierto), algo que se ha convertido en un elemento de preocupación para algunas autoridades ante la posibilidad de que las caídas bursátiles se acentúen.

En el Reino Unido, la Autoridad de Servicios Financieros ha intentado detener la oleada de operaciones bursátiles de venta al descubierto con base en operaciones a préstamos (*sell shorts*, en terminología anglosajona), por medio de una nueva legislación que intenta limitar la cantidad de este tipo operaciones que puede realizarse a diario, con la idea de que la acción de estas estrategias no precipite aún más la velocidad del ajuste de los precios. La iniciativa, que tiene un claro componente intervencionista, se ha tropezado con una oleada de críticas de los operadores que señalan que la escasez de información, o las deficiencias de los números aportados al mercado, tienen mucho que ver con la decisión de los gestores de apostar por la depreciación de las cotizaciones.

Es lógico que en el Reino Unido no haya sentado bien este cambio en las reglas de la operativa bursátil, ya que la cultura anglosajona (y más la financiera) se caracteriza, y se precia, de contar con pocas y sencillas normas que se completan con un elevado sentido del orden que no empaña la libertad individual; en resumen, los británicos son profundamente antiintervencionistas. Además, algunos analistas también destacan que las operaciones bursátiles en descubierto contribuyen a aumentar la liquidez al mercado.

Desde el pasado mes de enero, en la plataforma bursátil conjunta NYSE-Euronext (que integra la Bolsa de Nueva York con las de Bruselas, París y Ámsterdam) este tipo de operaciones ha registrado un aumento mensual medio del 7%, mientras que en el Nasdaq, su principal competidor, la cifra se sitúa en el 6%. Estos aumentos constituyen una clara pista de que las estrategias sobre posiciones vendedoras que quieren sacar beneficios de la continuidad del ajuste a la baja se han convertido en una apuesta consistente entre los gestores. Pero también un elemento de preocupación para las autoridades. En España, las constructoras y los bancos medianos son los que más operaciones de este tipo registran, ante la perspectiva de que sus acciones puedan seguir la tendencia bajista del mercado.

Las ventas a crédito consisten en que un inversor toma prestados títulos de una compañía para venderlos y recomprarlos después más baratos, apuntándose así las plusvalías, a las que habrá que descontar el cupón fijado y unas comisiones.

4. Fusiones y adquisiciones en declive

La crisis financiera internacional también se da dejado notar en el segmento de las fusiones y adquisiciones en España. Durante la primera mitad del año, el importe total de estas operaciones se ha situado en sus cotas más bajas desde hace cuatro años. Concretamente, un informe de Thomson Reuters señala que en esos seis primeros meses de 2008 se movieron un total de 18.400 millones de dólares (unos 11.720 millones de euros) en este mercado, lo que representa un 82% menos que en el primer semestre de 2007, cuando se superaron los 102.000 millones (65.000 millones de euros, aproximadamente).

Las cifras mundiales tampoco resultan mucho más favorables, con un retroceso del 35% en el mismo periodo (66% de caída en Europa y 86% en Estados Unidos). Si bien es cierto que los datos del año pasado fueron excepcionalmente elevados, el pesimismo parece haberse instalado en este como en otros sectores de la industria financiera. De hecho, distintos expertos auguran que las cifras de 2007 no volverán a alcanzarse hasta dentro de tres o cuatro años. No es de extrañar por tanto que varios bancos estadounidenses, como Citigroup y Goldman Sachs, ya hayan eliminado empleos en el área de fusiones y adquisiciones para tratar de adaptarse a un mercado que se enfría, y podrían recortar más puestos de trabajo si la desaceleración de la actividad continúa y sigue dañando sus cuentas de resultados.

El sector más activo ha sido el inmobiliario y de construcción, que aglutina más de un tercio del importe total de estas operaciones, aunque el desplome respecto al año pasado también resulta más que significativo: 6.700 millones de dólares (4.260 millones de euros), frente a los 44.800 millones del primer semestre de 2007 (28.500

millones de euros), un 72% menos. Por su parte, el sector de la energía, que actualmente se encuentra inmerso en pleno proceso de reorganización, fue el segundo más dinámico, si bien es el que sufrió la caída más abultada, del 86%. Resulta además llamativo que dentro del grupo de las telecomunicaciones no se produjera ningún movimiento en los seis primeros meses del año.

UBS ha sido el intermediario financiero qué mas ha participado en operaciones de fusiones y adquisiciones en España durante e periodo señalado. El banco suizo, una de las entidades más castigadas por la crisis financiera, ha intervenido en transacciones de este tipo por 33.180 millones de dólares (21.130 millones de euros). UBS, que el año pasado se colocaba en el décimo puesto de la clasificación en España, ha escalado hasta el primer puesto desbancando a Morgan Stanley, que en 2008 se ha situado en el segundo lugar. Al igual que la entidad suiza, la firma estadounidense ha participado en la operación estrella de este año: la adquisición de Endesa Italia por parte de E.ON por 14.342 millones de dólares (9.130 millones de euros).

De entre los bancos españoles, Santander, con su octava posición, es el que aparece mejor situado en la clasificación nacional, un puesto por debajo del séptimo que ocupó en el mismo semestre del año pasado.

5. Divorcio de las inmobiliarias con el gobierno

La crisis del sector inmobiliario trasciende las dificultades de las empresas del sector para vender viviendas y para obtener financiación. El malestar es palpable incluso en las altas esferas. Así las cosas, no es de extrañar que las iniciativas del Ministerio de Vivienda toparan en julio con un serio obstáculo en el "X Encuentro Sectorial sobre Vivienda en España", organizado por la revista *Metro2*. Fernando Martín, presidente de Martinsa Fadesa y del Grupo 14, que agrupa a las compañías más representativas del sector, no ha acudido a la reunión. A pesar de ser uno de los ponentes anunciados, Martín decidió no asistir a este encuentro sectorial de promotores e inmobiliarios. Su decisión responde a las malas relaciones que mantienen las grandes inmobiliarias con el Gobierno y a la desunión existente entre las compañías del sector ante la crisis.

Seguramente que estas causas también explican que los representantes de las grandes inmobiliarias también faltaran a este encuentro anual en el que la propia Ministra de Vivienda, Beatriz Corredor, fue la designada como la encargada de inaugurar el evento con un análisis de las políticas de su departamento. Pero sin duda alguna, la ausencia más sonada fue la de Fernando Martín y de ahí que los organizadores se vieran obligados a tirar de cantera para colocar a un representante de las empresas colaboradoras con el evento, como era Gas Natural.

Estas ausencias se tradujeron en un encuentro nacional poco relevante, con menos de un centenar de representantes y en el que los nombres más destacados correspondían a las asociaciones de promotores públicos y regionales como AVS o Asprima. Cuando los nombres de primera fila se caen del cartel, el protagonismo pasa a las voces menos escuchadas del sector, y así se pudieron ver en las primeras filas del acto a los representantes de la Federación Empresarial Española de Ascensores (Feeda), a la Sociedad de Tasaciones Hipotecarias, a compañías de seguros y a entidades financieras autonómicas. Los únicos que dieron un poco de *glamour* al evento fueron los ejecutivos del grupo Larcovi, API y Gas Natural.

A pesar de que el Ministerio de Vivienda otorgó un puesto preeminente a los municipios, el presidente de la Federación Española de Municipios y Provincias (FEMP), Pedro Castro, tampoco asistió al evento, a pesar de corresponderle una ponencia en una de las mesas del encuentro.

A pesar de las ausencias, la Ministra de Vivienda, Beatriz Corredor, aprovechó este foro para pedir al sector inmobiliario "asumir su responsabilidad y arrimar el hombro" para acometer "un cambio y rectificación de modelo productivo". Las exigencias de Corredor se deben, según sus propias palabras, a que estos agentes "son instrumento necesario" para afrontar lo que calificó como una situación "difícil y complicada". Una complicada situación a la que la ministra no dedicó más de 25 minutos de su tiempo. Corredor tampoco esperó a escuchar las conclusiones que al respecto emitieron los promotores inmobiliarios.

No corren buenos tiempos para las relaciones entre los máximos representantes del sector inmobiliario español y los miembros del Gobierno. El vicepresidente segundo del Ejecutivo y Ministro de Economía, Pedro Solbes, fue quizá el primero que contribuyó a este 'divorcio' cuando, poco después de desatarse la crisis del ladrillo, manifestó que las propias compañías debían de asumir el ajuste que se avecinaba, y del que aún está por ver su verdadera dimensión.

Indicadores financieros

Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*

Fecha de actualización: 30 de junio 2008

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 abril*	*2008 mayo*	*Definición y cálculo*
1. Oferta monetaria (%var.)	BCE	5,6	9,8	11,6	10,6	–	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	5,2	3,1	4,3	4, 8	4, 8	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	6,5	4,1	4,8	5,2	5,3	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

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 febrero*	*2008 marzo*	*Definición y cálculo*
4. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	16,4	23,6	15,4	16,6	18,8	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	83,5	92,9	101,6	107,0	76,6	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
6. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	5,0	2,8	3,8	3,9	3,9	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic 1987=100)	BE	378,9	577,3	589,1	601,4	602,4	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)

* Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO* *(continuación)*

B. Mercados Financieros

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 febrero*	*2008 marzo*	*Definición y cálculo*
8. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	671,1	1554,9	1642,0	1426,0	1439,1	Con base 1985=100
9. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	7004,8	12343,9	15182,3	13170,4	13269,0	Con base dic1989=3000
10. Ratio PER (Cotización/ rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	17,9	15,0	12,1	12,0	-	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid
11. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	5,2	2,9	4,1	4,3	4,4	En mercado de renta fija AIAF
12. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	1,8	3,8	-25,2	-22,9	-2,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
13. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	6,5	10,7	91,2	-35,4	25,8	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

C. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 enero*	*2008 febrero*	*Definición y cálculo*
14. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	1,0	1,9	1,7	1,3	1,2	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
15. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. Mensual medio)	BE	0,7	1,6	1,3	1,1	1,0	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
16. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,2	1,1	2,3	4,4	5,1	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

* El lector podrá encontrar en la página web de FUNCAS (http://www.funcas.ceca.es) otros indicadores.

Los idiomas: un reto para los españoles

Francisco Alvira Martín
José García López

1. Introducción

Sólo un 3% de los españoles creía hace diez años que conocer idiomas extranjeros era la principal condición para encontrar buenos empleos. En la actualidad, el porcentaje ha aumentado hasta el 9% y alcanza un 19% si la pregunta va referida a mejorar dentro de la propia empresa. Más elevado aún, 34%, es el porcentaje de entrevistados que considera el desconocimiento de idiomas extranjeros como el principal obstáculo para trasladarse a vivir a otro país.

Este cambio de actitud a favor del conocimiento de otras lenguas es general entre los españoles. Según los resultados de la encuesta, un 94% de los españoles (cuadro 1) reconoce la importancia de abrirse al exterior y al conocimiento de idiomas extranjeros en todos los aspectos de la vida. Una sociedad abierta al exterior y deseos de progresar es incompatible con un bajo porcentaje de individuos capaz de comunicarse en un idioma distinto del propio.

Cuadro 1

Demanda social para conocer idiomas extranjeros

Importancia del conocimiento de idiomas	Importancia actual de los idiomas en la enseñanza		
	Mucha + bastante	Poca + ninguna	Total
Mucha + bastante	54	40	94
Poca + ninguna	1	5	6
Total	**55**	**45**	**100**

P.- *"¿Qué grado de importancia se le da al estudio de idiomas extranjeros en los distintos niveles de enseñanza?"*

P.- *"Me gustaría saber si Vd considera que hoy en día tiene mucha, bastante, poca o ninguna importancia el conocimiento de idiomas".*

Prácticamente toda la población española percibe la importancia de conocer otros idiomas. Entre ellos, el inglés recibe la mayor consideración de la gente; pero un 45% mantiene la idea de un fuerte retraso de respuesta del sistema educativo a la enseñanza de idiomas. Un 54% percibe a la vez la importancia de la misma y que en el sistema de enseñanza actual ha cobrado un papel relevante; pero un 40% considera que no ha logrado aún el nivel exigible.

Muy pocos españoles mayores de 55 años, 5%[1], hablan y escriben en inglés. La mayoría es consciente de que esta dificultad para comunicarse con quienes no hablan español perjudica su nivel competencial, tal y como se manifiesta en la encuesta. Esta deficiencia preocupa mucho. Una falta o escaso conocimiento de otros idiomas marca un límite objetivo a la competitividad de las empresas, de los profesionales y de los individuos activos en cualquier nivel.

Por el contrario, el 42% de los entrevistados entre 25 y 34 años y un 52% de los que tienen entre 18 y 24 años "dicen" que hablan y escriben en inglés frente a un 5% entre los mayores de 55 años. Este es un buen indicador de que el sistema educativo se ha adaptado a la necesidad de la enseñanza de idiomas, aunque lo haya hecho tarde y no demasiado bien desde el punto de vista de la eficacia y de la calidad. Es posible que estos porcentajes estén parcialmente influidos por la inclinación de los individuos a mostrar una imagen positiva de sí mismos (deseabilidad social). Pero si se compara el grado de conocimiento de otros idiomas de los jóvenes con el de los mayores de 55 años, en los resultados de la misma encuesta, no hay duda del progreso logrado. La diferencia en los extremos de la escala de edad es muy importante.

No obstante, con independencia de la mayor habilidad para los idiomas de los más jóvenes, muchos españoles

[1] CIS, Estudio 2.677, febrero 2007

Cuadro 2

Alumnado Régimen General. Curso 2005/2006*

Edad	Población en 10[3]	Porcentaje (**)	Tipo de enseñanza Régimen General	Matriculados	Cursan una lengua extranjera	Cursan Inglés
0/3 años	(1.675)	3,8	Infantil (No Obligatoria)	49%	23,8	21,6
4/6 años	(1.225)	2,78	Infantil (Obligatoria)			
7/12 años	(2.484)	5,63	Primaria	99,3%	95,1	90,3
13/16 años	(1.796)	4,07	E.S.O	100%	99,6	97,1
17/19 años	(1.458)	3,31	Bachiller	42%	41	41
			F. Profesional	31%	12	11
			Otros	27%		

(*) Alumnado matriculado por CCAA, titularidad de centro, sexo y ciclo, y alumnado que cursa lengua extranjera. Fuente Ministerio de Educación y Ciencia. INE.

(**) Porcentajes sobre población total.

son conscientes de que deben adquirir o mejorar su conocimiento de idiomas, incluso si en su paso por el sistema educativo han alcanzado algún grado de formación en una lengua extranjera. Un 6% de la población adulta dice que está estudiando algún idioma. Esta demanda se dirige a la enseñanza oficial y también a los centros privados que han ido surgiendo, lo que pone de relieve una insuficiencia de la enseñanza oficial y la fortaleza de la demanda.

Sin embargo, las estadísticas muestran un panorama bastante diferente del que percibe casi la mitad de los españoles[2]. Las estadísticas del Ministerio de Educación y Ciencia manifiestan un grado de escolarización de la población entre 0 y 19 años muy elevado, 8,7 millones de individuos. En este segmento, un 80% está matriculado en algún nivel educativo y un 65% está cursando algún idioma extranjero. La mayoría de estos individuos elige el inglés como lengua obligatoria. Es interesante señalar que en Primaria, ESO y Bachillerato, prácticamente el 100% de los alumnos estudia obligatoriamente una lengua extranjera (cuadro 2). Los datos cuantitativos dejan poco margen para la ampliación del número; pero el nivel alcanzado al final del tránsito escolar muestra que hay un amplio margen de mejora cualitativa.

Los jóvenes que han completado su educación obligatoria, desde infantil a bachiller, han recibido clases de idiomas aproximadamente durante trece o catorce años. El periodo de aprendizaje parece suficientemente largo para que una amplia mayoría de los individuos que hoy se encuentran entre los 18 y 34 años tuviera un nivel bastante avanzado del idioma extranjero elegido. Sin embargo, en la encuesta, sólo un 45% de los entrevistados de este estrato de edad considera que ha alcanzado ese nivel avanzado de inglés y un 12% de francés. También resulta significativo el 62% de los jóvenes que valora bastante desfavorablemente la enseñanza de idiomas en su paso como alumnos por colegios e institutos.

Al comparar la experiencia reciente de los jóvenes con las estadísticas oficiales se aprecia una contradicción. Los datos del Ministerio señalan la existencia de clases de idiomas extranjeros durante bastantes cursos del sistema educativo, amén de su extensión a una amplia mayoría de estudiantes. La causa de que cerca de un 50% de jóvenes entre 18 y 34 años presente un bajo o ningún nivel en alguna lengua extranjera, no se encuentra en que no haya tenido recorrido de enseñanza en una lengua extranjera. Más bien el retraso respecto a jóvenes de otros países que han pasado por parecido camino escolar responde a factores cualitativos: insuficiente constancia personal, ausencia de los métodos apropiados de enseñanza, escasez de recursos materiales y profesorado pedagógica y lingüísticamente poco preparados...

¿Escasez de buenos profesores? En el curso 2005/2006, 9.043 alumnos terminaron el Ciclo Superior de Enseñanza de Idiomas (Matrícula de la Escuela Oficial de Idiomas) en la especialidad de inglés, la más numerosa seguida a mucha distancia por la de francés. Del número de graduados es probable que una parte significativa se haya inclinado por una carrera profesional fuera de la

[2] Ministerio de Educación y Ciencia: Alumnado Régimen General, curso 2005-2006 y censo de población.

enseñanza. La oferta de empleo para jóvenes que puedan comunicarse y escribir en otros idiomas, básicamente en inglés, es amplia. En consecuencia, es vital esa habilidad para encontrar un puesto de trabajo con mejores retribuciones y condiciones que la media del mercado. Un 11% de jóvenes así lo manifiesta. Esta distribución de las promociones es difícil de cuantificar. En las mejores circunstancias, con cada promoción de la Escuela Oficial de Idiomas completa dedicada a la enseñanza,[3] la ratio entre alumnos y profesores se eleva a 43. El sistema educativo podrá ofertar empleo con conocimiento de inglés a otros colectivos; pero ¿es permutable cualquier profesional con formación en idiomas con un maestro o profesor en el que deben confluir dos circunstancias: conocimientos y habilidades pedagógicas?

Parece claro que el problema de la enseñanza oficial de idiomas en primaria y secundaria es, al igual que en otras materias, de calidad y de adecuación de los medios a los objetivos. Una ratio más baja de alumnos por profesor, habilidad idiomática y pedagogía apropiada a la edad de los alumnos son condiciones para mejorar cualitativamente la enseñanza de idiomas.

Si se considera la experiencia escolar de toda la población, el resultado es más grave (cuadro 3).

Si se pide la experiencia de los entrevistados, un 82% dice que cuando tenía 10 ó 12 años los colegios o institutos no concedían importancia al aprendizaje de idiomas extranjeros. Prácticamente, la mitad de este grupo cree que hoy sí que hay interés en el sistema educativo por extender el conocimiento de los idiomas extranjeros. Ese 42% de la población valora positivamente el desarrollo de la enseñanza de idiomas en estos años, pero no es suficiente el nivel de la mayoría de los alumnos. Se ha pasado de un 18% que apreciaba positivamente la enseñanza de idiomas en su periodo escolar, a un 55% en la actualidad. La extensión de la matrícula de idiomas a todas las etapas de enseñanza obligatoria, y por tanto, del número de alumnos es una de las razones para esa respuesta positiva.

Cuadro 3

Importancia de la enseñanza de idiomas actual y en el pasado

Cuando tenía 10/12 años el colegio le daba:	Importancia actual y experiencia escolar de la enseñanza de idiomas extranjeros		
	Mucha + bastante	Poca + nada	Total
Mucha + bastante	13	5	18
Poca + nada	42	40	82
Total	**55**	**45**	**100**

P.- *"¿Qué grado de importancia cree Vd. que se le da al estudio de idiomas extranjeros en los distintos niveles de la enseñanza en España?*

P.- *Cuando tenía 10 ó 12 años ¿qué importancia se daba al estudio de idiomas extranjeros en su colegio?*

Los cuadros 1 y 3 señalan algunos puntos interesantes:

- El 94% de los españoles, la totalidad podría decirse, cree que el conocimiento de idiomas extranjeros es importante.
- El 55% cree que el sistema educativo concede importancia a la enseñanza de idiomas en la actualidad. Un resultado positivo al compararlo con la experiencia sobre su funcionamiento anterior.
- Sólo un 18% de los españoles ha tenido una experiencia positiva en el aprendizaje de idiomas en su etapa escolar cuando tenía 10 ó 12 años.
- La diferencia entre el 55% y el 18% señala un desarrollo positivo de la enseñanza de idiomas. Los datos estadísticos refrendan una fuerte expansión del número de alumnos matriculados en las clases de idiomas extranjeros; pero el nivel de aprendizaje alcanzado es aún bajo[4].
- Sólo un 16% de los españoles "dice" que tiene nivel avanzado de conocimiento del inglés. Un 10% del francés[5]. Entre los más jóvenes, el nivel suficiente del inglés llega al 52%.

Estos puntos definen la situación actual de los españoles frente a los idiomas extranjeros:

- Conocer idiomas, primordialmente inglés, es muy importante para el público.
- Quienes consideran que el sistema educativo da una respuesta suficiente superan en diez puntos a los que creen que no le concede suficiente importancia.

[3] Cada cohorte de niños que inicia el primer curso de enseñanza obligatoria se estima en unos 425.000 individuos, según datos censales.

[4] Sólo un 16% de los españoles tiene un nivel avanzado. En "Encuesta de participación de la población adulta en actividades de aprendizaje" (EADA), 2007.

[5] Los porcentajes no deben sumarse, muchas personas conocen ambos idiomas.

Gráfico 1

Importancia del conocimiento de idiomas. (Porcentaje)

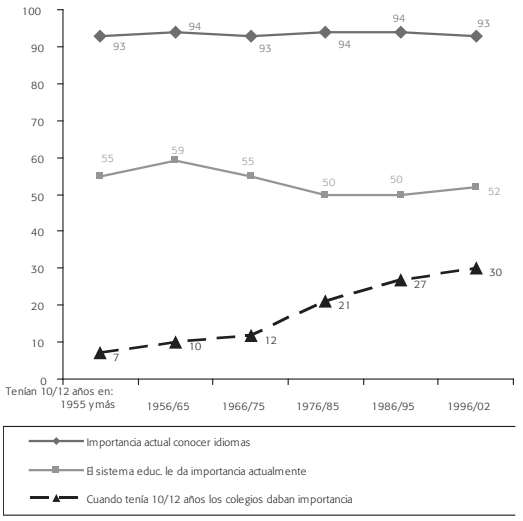
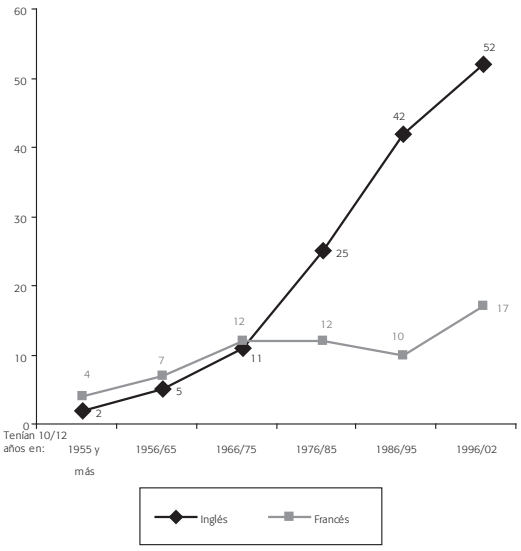


Gráfico 2

Conocimiento del inglés o francés. (Porcentaje)



- Ha existido una carencia histórica en el aprendizaje de idiomas extranjeros no superado por la mayoría de la población. Por esta razón y respecto a los idiomas, existe un corte radical entre los individuos mayores y los menores de 45 años.

2. Edad y lenguas extranjeras

2.1. El grupo de más edad

Los gráficos 1 y 2 reflejan la importancia de la edad respecto a la suficiencia del conocimiento de algún idioma. En el gráfico 2, los entrevistados de más edad confiesan desconocer los idiomas extranjeros, en todo caso un reducido porcentaje, 4%, conoce algo de francés. La situación de los entrevistados entre 55 y 64 años es algo mejor: un 5% dice que conoce el inglés y un 7% francés.

Si se retrocede en el tiempo a los años escolares de estos dos estratos en que se ha distribuido la población por edades se observa que en años anteriores a los sesenta el aprendizaje de idiomas extranjeros era muy limitado y poco efectivo. El sistema de aprendizaje y el número de alumnos no ha dejado apenas huella en las habilidades de los mayores para conocer otros idiomas. Entre estos españoles nacidos antes de 1953 y que llegaron al sistema educativo con anterioridad a 1965, su recuerdo y escaso conocimiento de idiomas descubre unos años en los que el peso de los mismos en el programa escolar no era muy diferente al asignado a las asignaturas denominadas comúnmente como "marías".

2.2. El grupo entre 35 y 54 años

En el siguiente estrato de población con una edad actual entre 35 y 54 años se observa un pequeño avance. Un 11% del grupo dice que conoce el inglés y un 12% el francés[6]. En el grupo de 35 a 54 años es interesante señalar la evidente relación entre las exigencias profesionales del puesto de trabajo y la necesidad de utilizar idiomas. En este tramo de edad, incluso para los trabajadores de nivel medio, su falta de conocimiento de otros idiomas para comunicarse con subalternos, superiores o clientes extranjeros limita su ascenso laboral. Podría decirse que los seniors se encuentran hoy con un obstáculo, el dominio de idiomas, difícil de salvar para promocionarse en las organizaciones privadas y públicas. En la Administración Pública, cultura, empresas nacionales o supranacionales, la imposibilidad de comunicación directa con los extranjeros cierra o, al menos, hace muy difícil desempeñar el "rol" que la sociedad internacional reconoce a los profesionales o ejecutivos "seniors" entre 45 y 54 años a partir de un nivel, no excesivamente alto, en el organigrama.

[6] No es posible deducir que el 23%, suma de los dos porcentajes, conoce idiomas extranjeros porque una parte de estos individuos puede conocer los dos.

El grupo entre 35 y 44 años de este estrato está formado por los niños nacidos entre 1963 y 1972. El marco sociopolítico de su etapa escolar trascurre plenamente bajo el influjo de unos nuevos principios y valores sociales, traducidos en la universalización de la enseñanza, el establecimiento de una larga y obligada etapa de escolarización y la apertura creciente de España hacia todos los países. En este tramo de población, el porcentaje de individuos que puede utilizar[7] el inglés para conversar y comprenderlo alcanza el 25%.

2.3. El grupo más joven, entre 18 y 34 años

Un 42% de los entrevistados entre 18 y 34 años manifiesta tener conocimientos suficientes de inglés. Este resultado de la encuesta muestra un avance significativo sobre el manejo del inglés respecto a los anteriores grupos de edad. Pero la deficiencia de etapas anteriores se arrastra por parte de los mayores y, según la encuesta del CIS, sólo un 20% de los individuos mayores de 25 años, edad suficiente para tener concluidos los estudios académicos, se manejan en inglés.

Tan importante como la extensión de la población que conoce el idioma es el nivel alcanzado. Sólo un 5% de los individuos mayores de 25 años reconoce tener un nivel avanzado de inglés. El sistema educativo no ha corregido, ni a tiempo ni con eficacia, las barreras de la enseñanza insuficiente y poco eficaz con relación a los idiomas extranjeros. El efecto inmediato es una falta importante y general en las habilidades profesionales de la población activa para enfrentar los problemas planteados por la desaparición de las fronteras con Europa y por el proceso de globalización. Sólo en el estrato más joven, de 18 a 25 años, se observa que la preocupación por avanzar en este problema ha tenido un final relativamente positivo: un 52% dice poder manejarse en inglés. Aunque el nivel de ese conocimiento sea básico y esté presente el deseo de los entrevistados por presentar una imagen personal más favorable hay una distancia muy notable entre los más jóvenes y el resto de la población adulta.

2.4. Necesidad y conocimiento de los idiomas extranjeros

En los gráficos 1 y 2, al comparar la curva de conocimiento de inglés según la edad de los entrevistados con la de la importancia que se le concede actualmente se observa:

- Prácticamente todos los españoles entienden que poder comunicarse bien en otros idiomas es hoy imprescindible.
- No hay diferencias según la edad entre los entrevistados. Todos reconocen el interés de los idiomas para el desarrollo profesional o en su cotidianeidad.
- La distancia entre las dos curvas (importancia de los idiomas y su conocimiento) aumenta con la edad.

Si el análisis corresponde a las curvas que señalan el grado de preocupación actual del sistema educativo por remediar esa carencia y su importancia cuando los entrevistados tenían 10 ó 12 años se comprueba una diferencia creciente con la edad:

- Sólo un 7% de los mayores de 65 años recuerda que los colegios o institutos se preocuparan suficientemente de enseñar idiomas extranjeros. Esta valoración respecto al pasado de los más mayores contrasta con el 30% de respuestas favorables entre los más jóvenes.
- La valoración actual no muestra diferencias según la edad. Algo más de la mitad de la población mayor de 18 años considera que hoy sí se da importancia a la enseñanza de idiomas. Incluso para los más jóvenes, con un recuerdo más próximo de sus vivencias escolares, la situación actual es relativamente mejor que la de su época escolar.

Al clasificar los tramos según la fecha en la que los entrevistados tenían 10 ó 12 años, la encuesta muestra una crítica muy amplia al sistema de enseñanza vigente antes de 1975 y una clara tendencia a mejorar su valoración por quienes tienen unas vivencias próximas. La relación entre la edad, una mejor consideración del sistema de enseñanza actual y un mayor número de individuos con algún conocimiento de otras lenguas reafirma su progreso, aunque no se hayan alcanzado los niveles exigibles y este error histórico haya derivado en una menor movilidad de los ciudadanos para mejorar sus condiciones de vida o trabajo.

2.5. El francés da paso al inglés

Pocos españoles de 55 y más años tienen algún conocimiento de idiomas aunque el del francés sea algo mayor. En el estrato de edad media, 45 a 54 años, prácti-

[7] Encuesta sobre la participación de la población adulta en las actividades de aprendizaje, INE/III/IVT 2007.

camente son iguales los porcentajes de conocimiento en ambos idiomas. Los individuos menores de 45 años muestran un conocimiento del inglés superior al francés. La diferencia entre ambas lenguas aumenta cuanto más joven es la población (gráfico 2). Los resultados de esta encuesta, además de las tasas de conocimiento según la edad, señalan un cambio de orientación de la enseñanza hacia uno u otro idioma.

2.6. Dificultad de aprender idiomas

Los gráficos 3 y 4 muestran la dificultad para aprender inglés y francés según la edad. Respecto a la opinión de los individuos de cada tramo de edad sobre la dificultad del aprendizaje de uno y otro idioma; un 52%[8] de los españoles entre 18 y 24 años considera difícil aprender inglés. Este porcentaje aumenta al 59% de los individuos de este estrato de edad cuando tienen algún nivel de conocimiento de este idioma (gráfico 3). En el mismo grupo de edad, el 12% considera difícil el aprendizaje del francés y el 28% de quienes tienen algún grado de conocimiento del mismo (gráfico 4). En ambos idiomas, la experiencia adquirida en el aprendizaje descubre más su dificultad. En todos los tramos de edad se mantiene esa diferencia: a un mayor contacto con el idioma, más dificultad se percibe.

[8] 42% sobre el total de la muestra entre 18 y 24 años.

En general, los españoles consideran más difícil el aprendizaje del inglés, (gráficos 3 y 4). El grupo de edad de 18 a 24 años con algún conocimiento de estos idiomas es el que presenta la diferencia más amplia, 31 puntos. En el estrato entre 45 y 54 años, un 12% dice que conoce el inglés y un 13% el francés. Hay una aproximación entre los porcentajes que estudiaron idiomas en el periodo 1966-1975. A partir de esa fecha se produce el paso a una mayor relevancia del inglés sobre el francés. Un 35% de individuos de entre 45 y 54 años considera difícil el aprendizaje del francés y un 53% el inglés. La diferencia de la dificultad relativa, al considerar sólo a los individuos con algún conocimiento de francés o inglés, alcanza 18 puntos. A medida que la enseñanza del inglés gana espacio entre la población aumenta la percepción de que es más difícil que el francés. La aparente anomalía del mayor desarrollo del inglés, más difícil de aprender que el francés para la opinión pública, se explica por su distinto papel en las relaciones internacionales. El primero se considera idioma común de comunicación.

2.7. ¿Dónde aprendió fundamentalmente el idioma?

La enseñanza de inglés o francés ha sido labor básicamente de los colegios o institutos para el 68% del total de individuos con algún conocimiento de los mismos.

Gráfico 3

Dificultad para aprender inglés (en porcentaje)

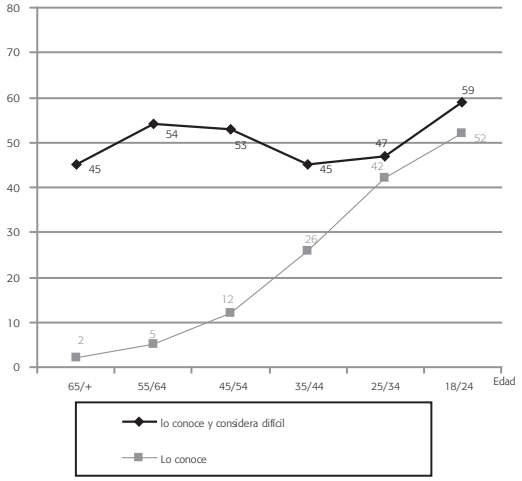
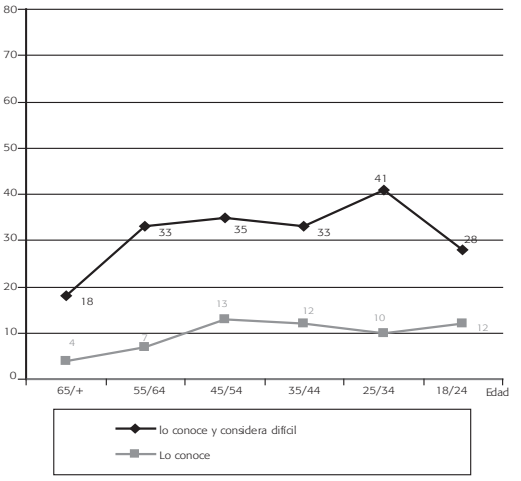


Gráfico 4

Dificultad para aprender francés (en porcentaje)



P.- Sólo a quienes conocen.- ¿Cómo calificaría Vd. el aprendizaje de…….: muy, bastante, poco o nada difícil?

Gráfico 5

Medios de formación: inglés (en porcentaje)

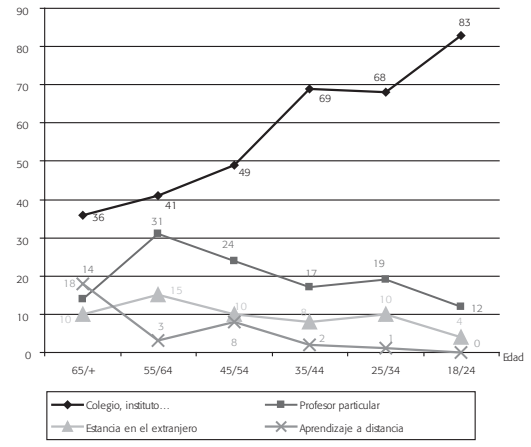
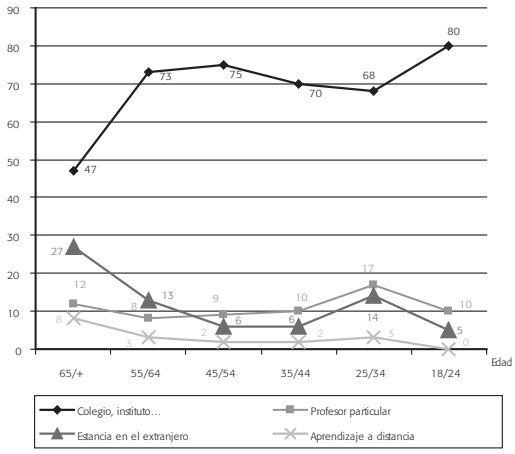


Gráfico 6

Medios de formación: francés (en porcentaje)



(*) Sólo a quienes dicen conocer el inglés o francés

P.- *"Aunque un idioma se puede aprender a través de distintos medios de forma simultánea o consecutiva, quisiera que me dijera dónde aprendió Vd. fundamentalmente…"*

Las diferencias según la edad son notables y responden a: 1º) el avance de la enseñanza de idiomas en los colegios, y 2º) al cambio del interés de las autoridades académicas por intensificar la enseñanza del inglés en lugar del francés. En el segmento de mayores de 55 años el francés es el idioma más conocido porque los alumnos seguían el plan de estudios que les correspondió vivir. En el escalón de mayores de 65 años, un 27% de los individuos que hablan o escriben en francés lo han aprendido por su estancia en el extranjero. En el gráfico 6 se comprueba la singularidad del alto porcentaje de individuos mayores de 65 años que ha aprendido el idioma en el extranjero. La fuerte emigración a Francia para trabajar o por razones políticas puede ser alguna de las razones que expliquen esta situación. Los individuos del siguiente tramo de edad nacieron en los últimos años de la década de los cuarenta y comienzos de los cincuenta. Cuando este grupo tenía edad suficiente, la emigración a Francia descendió, así como la estancia y aprendizaje de la lengua por parte de los españoles. Los colegios e institutos cobraron mayor relevancia en la enseñanza de idiomas y entre el 70% y 80% de los españoles mayores de 55 años aprendieron el francés en ellos. La estancia en países de habla inglesa para trabajar y, a la vez, aprender su idioma ha sido menos importante.

Una amplia mayoría de españoles con menos de 44 años aprendieron el inglés y el francés en los colegios e institutos. Las curvas para los dos idiomas son prácticamente iguales en los tramos de edad comprendidos entre los 18 y 44 años.

En el segmento de 45 y más años, los profesores particulares han tenido una importancia relativamente alta en la enseñanza del inglés, sin duda, para compensar fuera del sistema educativo oficial un retraso en esa lengua. En el segmento entre 64 y 45 años, aproximadamente un 45% aprendió inglés en su colegio.

El aprendizaje en el extranjero no ha sido relevante, con la excepción de los mayores de 65 años en el caso del francés. Para la mayoría de la población, los medios de aprendizaje a distancia son una "asignatura pendiente". Sólo un 2% lo menciona en la encuesta. El grupo mayor de 65 años presenta el porcentaje más alto para el inglés, 18%, pero no es fiable por el escaso número de casos de la muestra.

2.8. La enseñanza de adultos

Un 6% de la población adulta está aprendiendo algún idioma extranjero y la elección del inglés es muy superior a la de los demás idiomas. El francés y el alemán se colocan en el segundo y tercer puesto.

Entre los adultos, la edad influye claramente en la decisión de estudiar una lengua extranjera. Un 18% de los individuos entre 18 y 24 años ha emprendido el estudio o profundización de algún idioma y un 63% de ese porcentaje ha elegido el inglés. En el escalón de 25 a 34 años,

Gráfico 7

Está aprendiendo algún idioma (en porcentaje)

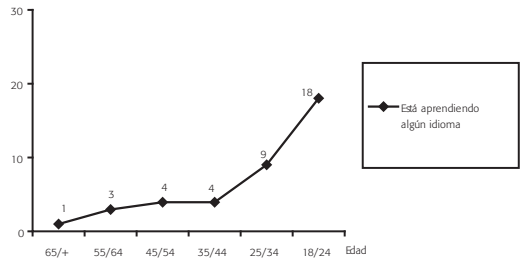
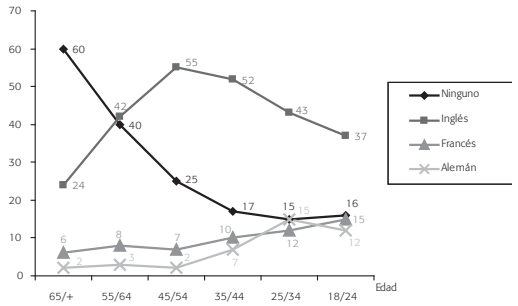


Gráfico 8

¿Qué idiomas le gustaría aprender?



el porcentaje desciende al 9% y el inglés se mantiene a distancia de los demás idiomas. Pocos entrevistados, entre un 1% y un 3%, con más de 55 años está aprendiendo un idioma (gráfico 7).

Los resultados de la encuesta muestran una partición de la población adulta entre menores y mayores de 35 años. Un porcentaje mayor de jóvenes conoce idiomas y también son relativamente más quienes, como adultos, comienzan o continúan estudiándolos. La situación de los mayores es la contraria.

Entre los pocos individuos mayores de 35 años que están aprendiendo algún idioma, un 35% lo hace por razones laborales o profesionales y un 43% porque le gusta aprender. Esta motivación es aparentemente encomiable, pero bastante débil la probabilidad de sostener el esfuerzo con un objetivo básicamente cultural. Un 61% de los más jóvenes señala el trabajo o el estudio como motivo principal para estar aprendiendo un idioma, mientras que un 23% menciona la decisión de aprender como una satisfacción personal. La necesidad o ambición por mejorar en el empleo parece estar más presente entre el segmento más joven de la población. Y esta razón es un importante incentivo.

También se preguntaba en la encuesta respecto a si les gustaría aprender algún idioma. En la pregunta no se mencionaba ningún tipo de sacrificio, aunque los entrevistados pudieron inferirlo. En estas circunstancias, la mayoría, un 55% de los mayores de 54 años dice que no tiene interés. Entre los menores de 44 años, los desinteresados por los idiomas retroceden a un 16% aproximadamente y el inglés también es el idioma preferido (gráfico 8 y anexo).

Este nuevo dato refuerza la importancia de la edad y la presencia actual de dos segmentos de población:

Los españoles relativamente más jóvenes y más implicados en adquirir las habilidades necesarias en lenguas extranjeras para comunicarse, y

Los mayores que personalmente se marginan de este problema.

3. Territorialidad, estudios, clase social y conocimiento de idiomas extranjeros

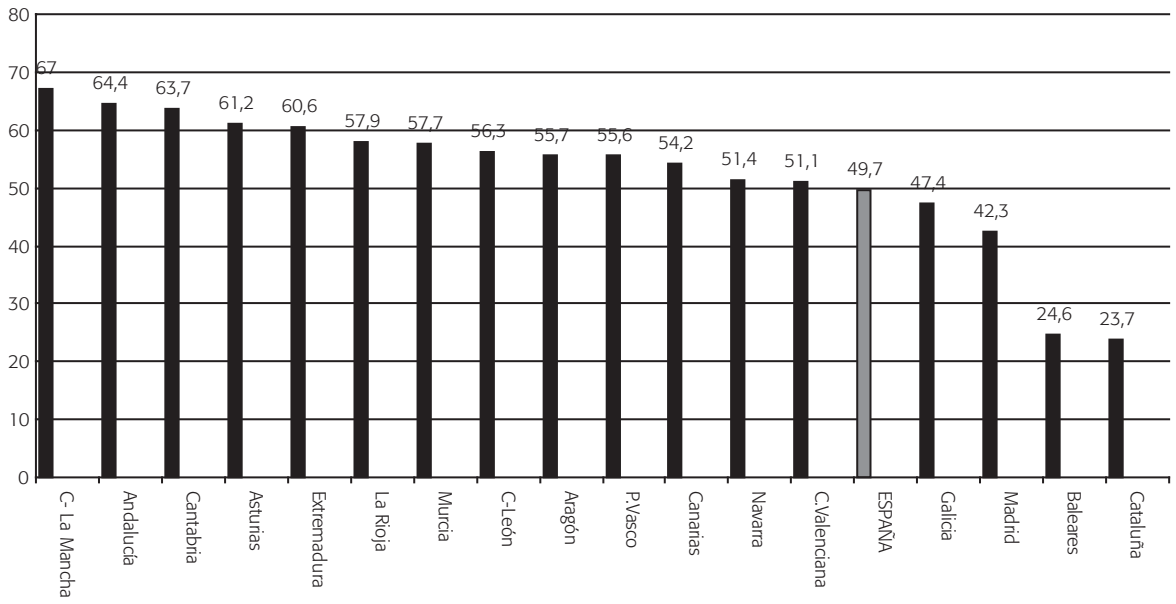
Todos los españoles perciben la importancia de conocer idiomas para comunicarse con los extranjeros. En este punto hay una completa igualdad. Pero las oportunidades para superar el aprendizaje son muy desiguales. Tratadas las diferencias derivadas de la edad, se observan otros motivos para distribuir la población entre quienes han superado el problema o están en vías de hacerlo y quienes se sitúan al margen. El nivel de estudios y la clase social son otras circunstancias que influyen en el conocimiento y dificultad para aprender idiomas.

En el gráfico 9 se recoge el porcentaje de individuos que desconoce cualquier lengua extranjera en cada una de las diecisiete comunidades autónomas. Los porcentajes fluctúan desde Cataluña, donde el 24% de sus habitantes no conoce ningún idioma extranjero, a Castilla-La Mancha, donde a una amplia mayoría del 67% le falta responder a este reto. La tasa que no conoce ningún idioma extranjero en la última comunidad es casi el triple que en Cataluña (gráfico 9).

La renta "per cápita", la coexistencia de dos lenguas en el territorio y la mayor apertura cultural parecen influir con distinto peso en la desigualdad del conocimiento de idiomas. Incluso el impulso social para mejorar la enseñanza de idiomas extranjeros puede tener distinta fuerza. Pero el resultado final es que los idiomas extranjeros son un ele-

Gráfico 9

Desconocimiento de idiomas extranjeros*



(*) Encuesta sobre la participación de la Población Adulta en las Actividades de Aprendizaje (EADA) 2007 por comunidades autónomas.

En Cataluña y Baleares la respuesta no es unívoca para una parte de los entrevistados que puede estar influida por la consideración relativa del catalán y el español y la interpretación de la pregunta.

mento más de discriminación entre las comunidades. Castilla-La Mancha, Andalucía y Extremadura con menor renta "per cápita" tienen los mayores y también parecidos porcentajes de individuos que no conocen idiomas extranjeros.

El nivel de estudios y la clase social se relacionan también con el tamaño de los grupos que conocen algún idioma extranjero y la valoración de su grado de dificultad.

Cuadro 4

Conocimiento y su dificultad (en porcentaje)

Estudios:	Inglés Conocen	Inglés Dificultad*	Francés Conocen	Francés Dificultad*
Hasta primarios	5	60	3	37
Medios y superiores	58	47	23	34
Clase Social:				
Obreros	13	58	5	35
Alta, media-alta	48	29	23	13

(*) Porcentaje sobre la población que conoce el idioma.

Sólo un 5% (cuadro 4) de los entrevistados con estudios de primaria conocen algo de inglés y un 3% de francés; con un nivel de estudios medios y superiores, los porcentajes aumentan al 58% y 23%, respectivamente. En el grupo de mayor nivel de estudios, un 47% entre quienes saben inglés y un 34% de los que conocen el francés han tenido bastante dificultad para aprenderlo. La gente percibe más dificultad para aprender inglés que el francés.

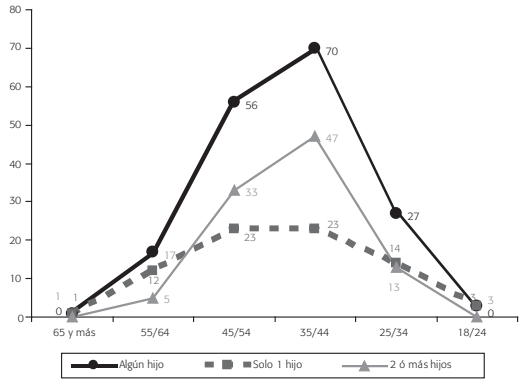
El grado de desigualdad más alto corresponde a los entrevistados con estudios medios y superiores que conocen inglés respecto a quienes tienen estudios primarios. La variable nivel de estudios está relacionada, en menor grado, con el conocimiento del francés.

Aunque en menor medida, la clase social también discrimina. Así sólo un 13% de los obreros conocen algo de inglés, frente a un 48% de individuos de clase alta y media-alta. El nivel de estudios y la clase social influyen también en la valoración personal de la dificultad de aprender el idioma extranjero. En este último caso, la diferencia es menor, pero siempre a favor de los individuos con estudios superiores o de clase alta, media-alta.

En Cataluña y Baleares la respuesta no es unívoca para una parte de los entrevistados que puede estar influida por

Gráfico 10

Hijos en edad escolar (en porcentaje)



la consideración relativa del catalán y el español y la interpretación de la pregunta.

Los datos de la encuesta definen el perfil de las personas que mejor conocen el inglés: jóvenes menores de 35 años, estudios medios y superiores, de clase alta y media-alta, residentes en Cataluña, Baleares o Madrid. Sin embargo el sexo discrimina muy poco. Se desconoce el inglés o francés no por ser mujer u hombre sino por la edad, los estudios, la clase social o residir en las tres comunidades con menor grado de conocimiento de otros idiomas.

También los adultos con mayor nivel de estudios y de clase social alta y media-alta han tenido ayuda de academias y profesores particulares, 24% y 26%, respectivamente, o han disfrutado de algún tiempo de estancia en el extranjero, 15% y 11% de este grupo.

4. Los idiomas: una preocupación de los padres

Un 93% de los entrevistados considera que conocer idiomas extranjeros es importante, especialmente el inglés por ser cada día una lengua más utilizada. Esta percepción contrasta con el nivel general del idioma entre la población adulta. Un 22%, según los datos de la encuesta, habla y escribe en inglés; pero según otras fuentes este porcentaje no es realista[9]. En parte, las personas activas exageran su conocimiento de idiomas para acceder a empleos mejores e incluso por el deseo de mostrar una buena imagen. Estas observaciones no tienen el mismo valor cuando el fallo trasciende a la enseñanza de los hijos y a su futuro profesional y la valoración la hacen los padres.

El gráfico 10 muestra actualmente los tramos de edad de los adultos con el porcentaje de hijos en cualquier nivel de estudios, desde infantil a universitarios. Un 70% de adultos entre 35 y 44 años y un 56% entre 45 y 54 años tienen al menos un hijo en el sistema educativo. En este intervalo se concentra el mayor número de padres con hijos aprendiendo idiomas, por tanto, se puede esperar un mayor número de entrevistados preocupados por la eficacia del sistema educativo que entre los mayores de 65 años o menores de 24 años. Uno de cada dos entrevistados del segmento de población entre 35 y 54 años cree que los distintos niveles de enseñanza no conceden suficiente importancia al estudio de idiomas. Para los mayores de 55 años el porcentaje de respuestas desfavorables desciende al 33%. La diferencia de diecisiete puntos entre los dos grupos con distinta tasa de hijos estudiando señala una crítica relativamente mayor por parte de los individuos entre 35 y 54 años cuya experiencia proviene actualmente más de sus hijos que de ellos mismos, aunque su recuerdo personal de la enseñanza sea peor o no exista. Para muchos españoles comunicarse en inglés es un verdadero reto que ha aumentado por el interés de los padres en mejorar la situación de sus hijos. Pero tan sólo un conocimiento superficial no es suficiente y un nivel alto exige, según la mayoría de los españoles:

- Empezar muy joven para aprender un idioma extranjero, 86%. No existen diferencias sobre esta opinión por sexo, edad, estudios o clase social. Es una opinión generalizada.

- Un periodo de estancia en el país en que se hable el idioma que se esté aprendiendo, 72%.

- Cualquiera puede aprender bien un idioma extranjero con los nuevos métodos de aprendizaje, 66%.

Para subsanar la deficiencia en el conocimiento de otros idiomas por parte de los adultos, la primera condición difícilmente es aplicable. Para los niños, la enseñanza de idiomas extranjeros desde sus primeros años en la guardería o escuela y la ampliación del número de los colegios bilingües[10] son medidas que tienden a cumplir el primer acuerdo del público. Un número importante, 50.000 es-

[9] Según el "Informe Michael Page", un 81% de los candidatos de alto nivel para empleos en empresas españolas afirma hablar inglés, aunque sólo un 24% cuenta con una titulación adecuada o demuestra su conocimiento.

[10] "Actualmente alrededor de 1.000 centros públicos de CEIP e IES imparten enseñanzas bilingües. Libro Blanco *Enseñanza y Aprendizaje. Hacia una sociedad de aprendizaje,* 1995, Comisión Europea.

pañoles, realizaron algún programa de idiomas en el extranjero[11]. De ellos, 45.000 becados.

En relación con el tercer punto, "cualquiera puede aprender bien un idioma con las posibilidades abiertas por nuevos métodos de aprendizaje" es poco coherente con el 2% que ha utilizado algún programa de aprendizaje a distancia para estudiar inglés o el 3% para el francés.

La consulta a la opinión pública señala el papel destacado de los colegios o escuelas en la enseñanza de idiomas. Adelantar la edad para comenzar el aprendizaje y mejorar sus métodos marca un camino realista. Las estancias en el extranjero son muy útiles, pero exigen unos recursos públicos importantes o un gran sacrificio económico de las familias. La experiencia de los adultos así lo señala. Sólo un 3% ha aprendido inglés en sus estancias en el extranjero. Este porcentaje aumenta hasta el 8% entre los individuos de clase alta y media-alta. La desigualdad es notable, pero en ambos casos el porcentaje es reducido.

La posibilidad de estancias en el extranjero desde una edad temprana está lejos de ser un medio apropiado para que un amplio número de niños españoles alcance un conocimiento suficiente de otros idiomas. No obstante, un 10% de padres ha mandado a sus hijos al extranjero para estudiar. Representan en números absolutos 1,5 millones de adultos.

5. El inglés y otros idiomas

Como se ha visto en los apartados anteriores, el inglés es el idioma extranjero por excelencia en España. Ha desbancado claramente al francés, y todos los idiomas se sitúan a gran distancia de él en lo que respecta al número de personas que lo estudian o lo conocen.

En los niveles de primaria y secundaria del sistema educativo, es el inglés el idioma que se estudia en primer lugar, seguido, a gran distancia, del francés, el alemán y, en último lugar, el italiano. Esto es así, no sólo por la demanda de los alumnos, sino también y, no menos importante, porque no existen profesores de otros idiomas, la oferta también se restringe en prácticamente todos los centros educativos a estos idiomas.

Este predominio del inglés también se aprecia entre los egresados de las escuelas oficiales de idiomas. En el último curso del que hay datos (curso 2005-2006) de un total de 16.195 egresados, un 56% estudiaron inglés, un 18% francés, un 8% alemán y un 4% italiano. Con porcentajes inferiores al 1% se encuentran idiomas como el ruso, portugués y japonés.

[11] Encuesta sobre la Participación de la Población Adulta en Actividades de Aprendizaje" (EADA) 2007

Por último, según datos de la encuesta, del 6% de adultos que está aprendiendo idiomas, un 60% estudia inglés, un 9% francés, un 6% alemán y con porcentajes que no llegan al 1%, italiano, portugués, rumano, chino, japonés, árabe...

Es evidente que el idioma inglés es la lengua franca de nuestra época tal y como en su día lo fue el latín, pero en estos momentos empiezan a ser importantes otros como el árabe, el chino, el ruso... Esta es otra carencia de nuestro sistema educativo que se une a la ya señalada de escasa eficiencia en la enseñanza de idiomas, lo que lleva a un aprendizaje poco profundo de los mismos.

De nuevo, las dos características de la situación de nuestro sistema educativo apuntan a: escaso interés oficial por los idiomas y reducida o nula previsión de futuro.

Conclusiones

- Conocer idiomas es una necesidad en un mundo globalizado. Hay un acuerdo general de toda la población sobre esta proposición.
- La importancia de los idiomas no era percibida en el pasado por la mayoría de la población, además, los colegios y escuelas se despreocuparon bastante de su enseñanza.
- La gente reconoce hoy que se ha producido un cambio en nuestra posición internacional y existe una mayor demanda para conocer otras lenguas.
- Las diferencias entre el conocimiento de idiomas en el pasado y hoy ha conducido a un corte según la edad de la población. Hay una relación inversa entre la edad y el grado de conocimiento. Así, pocos individuos mayores de 45 años tienen un nivel suficiente de otros idiomas.
- Para los mayores de 45 años, el francés es el idioma que, un pequeño porcentaje, aprendió en el colegio. Para los menores de esa edad, el inglés sustituyó al francés por su utilización como lengua común más allá de los países de habla inglesa.
- La mayoría de los individuos que conocen algo de inglés considera difícil su aprendizaje; más que el francés. Pero la demanda del primero es creciente como medio común de comunicación y por su papel en la literatura científica y profesional.
- La mayoría de los españoles ha estudiado el inglés o francés en el colegio. Además, un porcentaje bastante alto ha completado sus estudios oficiales con profesores y academias particulares. Un porcentaje menor, sin embargo, ha estado en el extranjero para estudiar el idioma correspondiente.

- La edad, el nivel de estudios y la clase social discriminan la utilización de otros medios de aprendizaje. Los más jóvenes, con estudios medios o superiores y de clase social alta o media-alta han utilizado, en mayor medida, los medios privados para aprender idiomas.

- Porcentajes significativos de la población adulta menor de 34 años, con estudios medios y superiores, de clase social alta y media-alta y nuevas clases medias, se encuentran actualmente estudiando algún idioma, especialmente el inglés.

- Independientemente de saber un idioma extranjero, a una parte importante de los entrevistados, 42%, le gustaría aprender idiomas, sobre todo el inglés. Hay una potencial demanda que probablemente no se materialice en una demanda efectiva por la exigencia de constancia del alumno.

- La información de la encuesta asigna un papel significativo al mercado de la enseñanza privada de idiomas. El porcentaje de adultos que ha utilizado academias o profesores particulares para ellos, o para sus hijos, y las estancias en el extranjero, son consideraciones necesarias, como lo confirma un alto porcentaje de individuos.

- En el diagnóstico sobre el sistema actual de la enseñanza oficial, la mayoría no duda sobre su papel. El porcentaje mayor estudió el inglés o el francés en los colegios. Con relación a los hijos en edad escolar, un 76% de padres los tienen en colegios públicos, un 14% en concertados y sólo un 9% en privados. La enseñanza bilingüe y la obligatoria desde los primeros años del niño tendría que discurrir por el cauce público en la mayoría de los casos.

- Las estadísticas del Ministerio de Educación y Ciencia muestran un amplio periodo de aprendizaje de idiomas para el 100% de los alumnos en enseñanza obligatoria. Sin embargo, los jóvenes salen de los años de estudios oficiales sin alcanzar el nivel exigido por el mercado laboral.

- La conciencia general del problema lleva a considerarlo como un obstáculo serio para la formación del capital humano y, por tanto, es obligado encontrar una respuesta a las circunstancias que han conducido a la situación actual.

Fuentes estadísticas

CIS, 22 de febrero 2007, Barómetro nº 2.677. Muestra 2.489. Ámbito nacional. Universo: la población mayor de 18 años con selección de individuos mediante cuotas de edad y sexo. Contenido ocupacional de las categorías de cabecera (SSE) Clase alta/media-alta: Profesionales y técnicos, directivos y cuadros medios. Nuevas clases medias: asalariados no manuales. Viejas Clases Medias: Empresarios con menos de 25 trabajadores, autónomos, agricultores. Nuevos cualificados manuales: cualificados, semicualificados, capataces, artesanos. Obreros no cualificados: obreros sin cualificar de la industria y de los servicios, peones.

Revisión del Padrón Municipal 2005, INE.

XXI Edición de la Convención Anual de la Asociación de Profesores de Inglés, TESOL-SPAIN, "Resultados Académicos", curso 2005/06. Ministerio de Educación y Ciencia.

David Cristal, Cambridge Encyclopedia of the English Language.

Encuesta sobre la participación de la población adulta en las actividades de aprendizaje, INE, marzo 2007.

Agrupación Española de Cursos Académicos en el Extranjero (ASEPROCE).

ANEXO

Tabla 1

Importancia de la enseñanza de idiomas extranjeros

	Actualmente	Cuando tenía 10/12 años*
TOTAL (2489):	**57**	**49**
Sexo:		
Hombre (1218)	**55**	**19**
Mujer (1271)	**57**	**19**
Edad:		
18/24 años (270)	**52**	**30**
25/34 años (516)	**50**	**27**
35/44 años (490)	**50**	**21**
45/54 años (401)	**55**	**12**
55/64 años (306)	**59**	**10**
65 y más años (506)	**55**	**7**
Nivel de estudios:		
Sin estudios y primaria (1360)	**65**	**12**
ESO y FP (686)	**49**	**26**
E Medios y Superiores (434)	**44**	**28**
Clase social:		
Alta; Media-Alta (396)	**46**	**26**
Nuevas Clases Medias (497)	**52**	**21**
Viejas Clases Medias (438)	**60**	**13**
Obreros cualificados (798)	**61**	**17**
Obreros no cualificados (249)	**61**	**20**

Nota (*) Entrevistados responden mucha, bastante importancia. Redistribuidos NS/NC.

P.- *¿Qué grado de importancia cree Vd que se le da al estudio de idiomas extranjeros?*

P.- *¿Y cuándo tenía 10 ó 12 años?*

Tabla 2

Conocimiento de idiomas extranjeros y su dificultad

	Inglés		Francés	
	% Conocimiento	% Dificultad quienes lo conocen	% Conocimiento	% Dificultad quienes lo conocen
TOTAL (2489)	22	78	10	68
Sexo:				
Hombre (1218)	24	78	9	76
Mujer (1271)	20	79	11	6
Edad:				
18/24 años (270)	52	81	17	38
25/34 años (516)	42	66	10	42
35/44 años (490)	25	73	12	26
45/54 años (401)	11	100	12	31
55/64 años (306)	5	100	7	55
65 y más años (506)	2	100	4	30
Nivel de estudios:				
Sin estudios y primaria (1360)	5	90	3	83
ESO y FP (686)	33	80	15	79
E Medios y Superiores (434)	58	47	23	34
Clase social:				
Alta; Media-Alta (396)	47	61	23	55
Nuevas Clases Medias (497)	30	78	12	81
Viejas Clases Medias (438)	12	90	8	67
Obreros cualificados (798)	14	98	5	82
Obreros no cualificados (299)	11	100	4	100

P.- *"Con respecto a los siguientes idiomas ¿podría decirme si lo habla y escribe?*

P.- *Sólo a los que hablan y escriben ¿Y cómo calificaría Vd el aprendizaje muy, bastante difícil?*

Tabla 3

Lugar principal de aprendizaje del idioma inglés

	Colegio	Academia o profesor particular	Estancias en el extranjero	A distancia
TOTAL (855)	68	18	9	2
Sexo:				
Hombre (466)	68	14	10	2
Mujer (389)	67	22	6	2
Edad:				
18/24 años (194)	84	12	4	-
25/34 años (307)	68	19	10	1
35/44 años (203)	69	17	8	2
45/54 años (90)	49	24	10	8
55/64 años (39)	41	30	15	3
65 y más años (22)	36	14	14	18
Nivel de estudios:				
Sin estudios y primaria (150)	74	10	4	3
ESO y FP (361)	76	14	4	3
E Medios y Superiores (339)	56	24	15	1
Clase social:				
Alta; Media-Alta (263)	56	26	11	3
Nuevas Clases Medias (232)	74	15	5	3
Viejas Clases Medias (94)	63	17	15	1
Obreros cualificados (184)	75	11	7	2
Obreros no cualificados (58)	81	7	7	2

Nota.- Sólo a quienes conocen, hablan, escriben o solo leen alguno de los idiomas mencionados.

P.- *Aunque un idioma se puede aprender a través de distintos medios de forma simultánea o consecutiva quisiera que me dijera dónde Vd aprendió fundamentalmente***.**

Tabla 4

Lugar principal de aprendizaje del idioma francés

	Colegio	Academia o profesor particular	Estancias en el extranjero	A distancia
TOTAL (531)	69	11	11	3
Sexo:				
Hombre (263)	69	10	10	4
Mujer (268)	68	12	12	2
Edad:				
18/24 años (74)	80	10	5	-
25/34 años (98)	61	17	14	3
35/44 años (127)	70	10	6	2
45/54 años (112)	75	9	6	2
55/64 años (60)	73	8	13	3
65 y más años (60)	17	12	27	8
Nivel de estudios:				
Sin estudios y primaria (121)	55	7	25	3
ESO y FP (207)	77	10	5	2
E Medios y Superiores (201)	69	14	8	4
Clase social:				
Alta; Media-Alta (77)	56	26	11	3
Nuevas Clases Medias (138)	74	15	5	3
Viejas Clases Medias (66)	63	17	15	1
Obreros cualificados (96)	75	11	7	2
Obreros no cualificados (34)	81	7	7	2

Nota.- Sólo a quienes conocen, hablan, escriben o solo leen alguno de los idiomas mencionados

P.- *Aunque un idioma se puede aprender a través de distintos medios de forma simultánea o consecutiva quisiera que me dijera dónde Vd aprendió fundamentalmente***.**

Tabla 5

Están aprendiendo un idioma

	Porcentaje	Población	Inglés	Francés
TOTAL (2489)	6	2130	60	9
Sexo:				
Hombre (1218)	6	1022	60	6
Mujer (1271)	5	1108	59	12
Edad:				
18/24 años (270)	18	673	63	10
25/34 años (570)	9	713	66	11
35 y más años (1703)	3	714	42	5
Nivel de estudios:				
Sin estudios y primaria (1370)	2	389	59	7
ESO y FP (692)	8	785	59	11
E Medios y Superiores (438)	15	932	60	8
Clase social:				
Alta; Media-Alta (408)	13	753	68	8
Nuevas Clases Medias (512)	8	580	58	13
Viejas Clases Medias (450)	4	255	50	-
Obreros cualificados (822)	3	348	60	-
Obreros no cualificados (308)	2	87	71	-

P.- En la actualidad : ¿Está Vd aprendiendo algún idioma extranjero?

P.- *Sólo a quienes responden sí. ¿Me podría decir cuál?*

Tabla 6

Le gustaría estudiar un idioma

	Inglés	Francés	Alemán	Italiano	Resto	Ninguno
TOTAL (2500):	42	9	7	3	4	29
Sexo:						
Hombre (1223)	43	9	9	3	4	28
Mujer (1285)	41	10	5	4	4	30
Edad:						
18/24 años (270)	37	15	12	7	9	16
25/34 años (516)	43	12	15	5	9	15
35/44 años (490)	52	10	7	4	5	17
45/54 años (401)	55	7	2	3	3	25
55/64 años (317)	42	8	3	1	2	48
65 y más años (506)	24	6	2	1	1	59
Nivel de estudios:						
Sin estudios y primaria (1370)	42	8	2	2	2	39
ESO y FP (692)	49	10	9	6	6	17
E Medios y Superiores (438)	30	14	20	5	11	17
Clase social:						
Alta; Media-Alta (408)	36	11	18	5	9	19
Nuevas Clases Medias (512)	44	13	7	5	5	22
Viejas Clases Medias (450)	37	8	5	2	3	39
Obreros cualificados (822)	46	8	5	2	3	31
Obreros no cualificados (308)	45	8	3	3	1	36

P.- Independientemente de que sepa o no algún idioma extranjero, si tuviera oportunidad ¿cuál le gustaría aprender?

Tabla 7

Razones para aprender un idioma

	Mejorar empleo	Para saber	Viajar	Estudios	Otros
TOTAL (1650):	19	31	31	2	14
Sexo:					
Hombre (831)	20	27	34	2	14
Mujer (819)	17	36	28	2	14
Edad:					
18/24 años (217)	29	29	24	8	8
25/34 años (417)	27	33	26	1	11
35/44 años (386)	18	34	32	2	12
45/54 años (282)	17	27	37	1	15
55/64 años (170)	9	29	42	1	18
65 y más años (176)	2	36	28	-	28
Nivel de estudios:					
Sin estudios y primaria (751)	14	29	34	-	18
ESO y FP (546)	23	30	31	3	11
E Medios y Superiores (347)	21	38	26	2	12
Clase social:					
Alta; Media-Alta (311)	21	37	26	3	12
Nuevas Clases Medias (371)	20	33	31	3	12
Viejas Clases Medias (239)	18	31	30	1	17
Obreros cualificados (508)	16	29	34	2	16
Obreros no cualificados (180)	21	28	32	-	15

Tabla 8

Acuerdo con las frases

	Para aprender un idioma hay que empezar desde muy joven	Cualquiera puede aprender un idioma con nuevos métodos	Es necesario un periodo de estancia en el país
TOTAL (2489)	86	66	72
Sexo:			
Hombre (1218)	85	66	73
Mujer (1271)	86	66	71
Edad:			
18/24 años (270)	80	72	70
25/34 años (516)	84	72	72
35/44 años(490)	84	62	75
45/54 años (401)	83	68	78
55/64 años (308)	89	*	*
65 y más años (506)	92	*	*
Nivel de estudios:			
Sin estudios y primaria (1360)	88	79*	74
ESO y FP (686)	82	75	76
E Medios y Superiores (434)	85	62	81
Clase social:			
Alta; Media-Alta (396)	85	66	81
Nuevas Clases Medias (497)	84	72	77
Viejas Clases Medias (438)	85	78	77
Obreros cualificados (798)	84	*	*
Obreros no cualificados (299)	83	*	*

(*) Redistribuidos NS/NC. Alto porcentaje de NS/NC.

P.- *Me gustaría que me dijera si está más bien de acuerdo o desacuerdo con cada una de las frases siguientes.*

Tabla 9

El idioma es el aspecto más importante para encontrar trabajo

	Hace 10 años	Actualmente
TOTAL (2489):	4	9
Sexo:		
Hombre (1218)	3	9
Mujer (1271)	4	9
Edad:		
18/24 años (270)	3	11
25/34 años (516)	4	9
35/44 años (490)	3	7
45/54 años (401)	3	8
55/64 años (306)	5	12
65 y más años (506)	4	9

P.- *(A toda la población) ¿Cuál cree Vd. que era el aspecto más importante para encontrar trabajo?*

P.- *¿Y cuál cree P.D. que es el más importante en la actualidad?*

Panel de previsiones de la economía española julio-agosto 2008

Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

Las previsiones de crecimiento para 2008 se recortan en 5 décimas

Las cifras de Contabilidad Nacional correspondientes al primer trimestre del año, publicadas el pasado mes de mayo, arrojaron un crecimiento interanual del PIB del 2,7%, una décima menos de lo previsto en el perfil trimestral del último Panel de Previsiones. Los resultados confirmaron la acusada caída en el ritmo de crecimiento económico que el análisis de otros indicadores, especialmente de empleo, había anunciado. Como se esperaba, el frenazo del consumo privado y el ajuste en el sector de la construcción han sido las causas de este comportamiento. La primera de estas variables moderó su crecimiento hasta el 1,8% interanual, bastante por debajo del 2,3% previsto en las estimaciones trimestrales del último panel.

El hecho de que las cifras de Contabilidad Nacional del primer trimestre hayan sido peores de lo esperado, unido a los malos resultados de los indicadores correspondientes al segundo trimestre del año, que apuntan a una intensificación del ritmo de caída de las tasas de crecimiento económico, ha conducido a un nuevo recorte de las previsiones de consenso relativas al avance interanual del PIB para el conjunto de 2008 de cinco décimas porcentuales, hasta el 1,7%. De los 14 encuestados que integran el Panel de Previsiones, 12 han revisado a la baja su estimación de crecimiento. Salvo el consumo público, las previsiones de todos los demás componentes de la demanda han sido reducidas de forma considerable. Para la inversión en construcción se espera una caída del 1,5% este año.

También han sido revisadas a la baja las previsiones tanto de exportaciones como de importaciones, las segundas en mayor medida que las primeras, de modo que en 2008 se espera que las ventas al exterior crezcan algo más que las compras, como consecuencia del deterioro de la demanda interna. La aportación del sector exterior al crecimiento aumentará hasta -0,3 puntos porcentuales (-0,7 pp en 2007).

El recorte es aún mayor en las previsiones para 2009

La previsión de crecimiento para 2009 sufre una rebaja de 0,7 puntos porcentuales, hasta el 1,0%. Los consumidores van a continuar moderando su gasto, mientras que la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo casi se estancará y la dirigida a la construcción acentuará su ajuste hasta una caída del 3,6%. Exportaciones e importaciones seguirán desacelerándose, nuevamente las segundas más que las primeras, de modo que la contribución del sector exterior al crecimiento será nula.

De acuerdo con el perfil trimestral de consenso que se recoge en el cuadro 2, la actual fase de declive tocaría fondo en el primer trimestre de 2009, con un crecimiento interanual del 0,9%, manteniéndose en torno a esta cifra el resto del año. El consumo de los hogares se mantendrá estable, y la inversión presentará una tendencia a la baja, pero será compensada por una mejora de la aportación de la demanda externa neta.

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JULIO-AGOSTO 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	
	2008	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	1,3	0,3	0,7	-0,1	4,6	3,5	0,3	-2,6	2,5	-0,5	-1,4	-3,5	--	--	1,3	-0,1
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	1,9	1,4	1,7	1,2	5,4	5,2	0,1	-2,2	2,5	-1,9	-2,2	-3,8	3,5	2,0	1,9	1,0
Caixa Catalunya	1,7	0,7	1,4	1,0	4,9	4,1	1,1	-1,0	3,9	1,5	-2,1	-4,3	4,1	2,6	2,2	1,2
Caja Madrid	1,5	0,8	1,0	0,2	4,7	4,7	-0,4	-2,4	2,3	-1,7	-3,1	-4,2	3,5	1,9	1,4	0,4
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	2,1	1,3	1,5	1,1	4,4	4,0	4,1	2,5	5,1	4,1	-0,3	-3,7	3,5	2,9	2,2	1,1
Consejo Superior de Cámaras de Comercio	2,0	1,5	1,7	1,1	5,1	4,6	2,5	1,7	4,9	3,7	0,9	0,3	3,1	2,5	2,5	1,9
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	1,6	0,4	1,4	1,2	4,8	3,5	-0,3	-3,9	1,1	-2,9	-1,6	-5,5	2,1	0,1	1,5	0,1
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	1,8	1,0	1,4	1,0	4,7	4,0	0,8	-1,6	2,4	-1,0	-0,6	-2,7	2,7	0,6	1,8	0,8
Instituto de Crédito Oficial (ICO)	2,0	1,9	1,6	1,2	5,2	4,9	1,3	0,6	4,4	2,7	-0,4	-0,8	2,5	2,0	2,2	1,7
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	1,5	--	1,5	--	5,0	--	0,3	--	3,6	--	-3,0	--	2,5	--	1,7	--
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	1,9	1,3	1,4	1,2	4,5	4,6	2,0	0,4	6,7	4,6	-0,7	-1,5	3,9	0,6	2,4	1,7
Intermoney	1,5	0,2	1,1	0,7	5,1	4,0	-0,5	5,4	2,2	-1,3	-2,6	-9,0	2,7	0,2	1,5	-0,5
La Caixa	2,0	1,7	1,7	1,5	4,9	5,6	0,3	-1,6	2,3	-1,5	-1,5	-3,1	3,4	3,0	1,8	1,3
Santander	1,5	1,0	1,3	1,0	4,9	4,8	-0,2	-2,4	3,1	0,8	-2,0	-4,5	0,3	-1,8	1,7	0,8
Consensa (media)	1,7	1,0	1,4	0,9	4,9	4,4	0,8	-0,5	3,4	0,5	-1,5	-3,6	2,9	1,4	1,9	0,9
Máximo	2,1	1,9	1,7	1,5	5,4	5,6	4,1	5,4	6,7	4,6	0,9	0,3	4,1	3,0	2,5	1,9
Mínimo	1,3	0,2	0,7	-0,1	4,4	3,5	-0,5	-3,9	1,1	-2,9	-3,1	-9,0	0,3	-1,8	1,3	-0,5
Diferencia 2 meses antes [1]	-0,5	-0,7	-0,6	-0,7	0,0	-0,3	-0,5	0,2	-1,4	-1,1	-0,7	-1,0	-0,2	-0,1	-0,5	-0,7
– Suben [2]	0	0	0	0	3	3	3	2	1	2	5	2	4	5	0	0
– Bajan [2]	12	11	12	11	5	6	9	8	11	7	7	9	7	4	12	11
Diferencia 6 meses antes [1]	-1,0	--	-1,1	--	-0,1	--	-1,6	--	-2,9	--	-1,8	--	0,3	--	-1,0	--
Pro memoria:																
Gobierno (abril 08)	2,3	2,3	2,2	2,2	4,8	3,8	1,5	1,5	--	--	--	--	--	--	2,4	2,2
Banco de España (abril 08)	2,4	2,1	2,3	1,9	4,8	4,4	1,5	0,4	4,4	2,6	-0,2	-1,2	--	--	2,5	1,9
CE (abril 08)	2,2	1,8	2,2	1,9	5,0	4,3	1,4	-1,5	4,3	1,5	-0,7	-4,8	--	--	2,7	2,1
FMI (abril 08)	1,8	1,7	2,0	2,2	5,7	4,9	-1,1	-1,8	--	--	--	--	--	--	1,7	1,6
OCDE (junio 08)	1,6	1,1	1,2	1,1	5,1	5,2	0,0	-2,8	--	--	--	--	--	--	1,5	0,7

[1] Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).

[2] Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.

Cuadro 1 *(continuación)*

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JULIO-AGOSTO 2008. Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Exportaciones bienes y serv.		Importaciones bienes y serv.		Producción industrial (IPI)		IPC (media anual)		Costes laborales [3]		Empleo [4]		Paro (EPA) (% pob. activa)		Saldo B. Pagos c/c (% del PIB) [5]		Saldo AA.PP. (% del PIB)	
	2008	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*	*2008*	*2009*
AFI	4,3	2,0	3,8	0,5	-0,4	-1,0	4,6	2,7	5,1	3,5	0,0	-1,8	10,8	13,2	-10,5	-9,8	-0,2	-2,3
BBVA	2,4	2,0	2,2	0,8	0,1	0,6	4,4	2,8	4,2	4,0	0,6	-0,3	9,5	11,0	-11,3	-10,5	0,2	-0,5
Caixa Catalunya	3,7	1,9	3,4	2,2	--	--	4,3	2,9	--	--	0,7	-0,2	9.6	10,5	--	--	--	--
Caja Madrid	3,6	2,7	2,9	1,4	0,4	0,3	4,7	3,5	3,5	3,0	0,4	-0,4	10,2	12,1	-10,1	-9,5	0,0	-0,6
CEPREDE-UAM	3,8	3,8	3,7	2,4	0,3	1,9	4,4	3,0	4,2	3,9	1,0	0,2	9,6	10,9	-10,8	-10,6	0,2	-0,8
CSCC	4,0	3,9	4,8	4,2	0,8	0,2	3,9	2,9	--	--	0,7	0,5	10,0	10,2	-10,0	-9,6	0,7	0,2
FUNCAS	2,6	2,3	2,0	1,0	-1,1	-0,8	5,0	4,3	4,7	4,5	0,4	-0,9	10,2	12,5	-11,7	-12,2	0,0	-2,0
ICAE-UCM	3,6	2,2	3,0	1,0	-0,2	0,0	4,8	3,8	4,1	3,3	1,5	1,6	10,5	10,4	-10,7	-10,5	0,5	-1,0
ICO	4,6	4,3	4,6	3,1	1,0	0,8	4,5	3,0	4,4	3,7	1,0	0,8	9,9	10,8	-9,9	-9,7	--	--
IEE	3,8	--	3,5	--	0,5	--	4,6	--	4,0	--	0,2	--	11,0	--	-10,0	--	-0,5	--
IFL-UC3M	2,5	2,7	3,7	3,6	-0,7	-0,5	4,5	2,9	4,2	3,9	0,9	0,2	9,9	11,4	-9,4	-9,3	-0,7	-0,5
Intermoney	2,7	2,8	2,3	0,1	-2,1	-2,9	4,5	2,8	4,7	3,4	0,2	-1,3	10,5	13,3	-12,2	-11,2	-0,2	-2,0
La Caixa	3,6	3,2	2,8	1,8	0,2	0,5	4,6	2,8	3,3	2,9	0,9	0,4	9,9	11,3	-10,3	-10,2	0,2	-1,5
Santander	3,0	1,6	3,1	0,7	--	--	4,6	3,2	3,6	3,0	0,7	-0,2	10,2	12,5	-11,0	-11,0	0,5	-0,5
Consenso (media)	3,4	2,7	3,3	1,8	-0,1	-0,1	4,5	3,1	4,2	3,6	0,7	-0,1	10,2	11,5	-10,6	-10,3	0,1	-1,0
Máximo	4,6	4,3	4,8	4,2	1,0	1,9	5,0	4,3	5,1	4,5	1,5	1,6	11,0	13,3	-9,4	-9,3	0,7	0,2
Mínimo	2,4	1,6	2,0	0,1	-2,1	-2,9	3,9	2,7	3,3	2,9	0,0	-1,8	9,5	10,2	-12,2	-12,2	-0,7	-2,3
Diferencia 2 meses antes [1]	-0,5	-0,7	-0,6	-0,9	-1,1	-0,9	0,6	0,4	0,5	0,4	-0,4	-0,4	0,6	0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,7
– Suben [2]	4	1	2	0	0	1	13	10	9	6	0	1	11	9	0	4	0	0
– Bajan [2]	8	9	10	11	11	9	0	0	0	0	10	8	0	0	8	6	10	10
Diferencia 6 meses antes [1]	-1,4	--	-1,7	--	-1,7	--	1,0	--	0,9	--	-1,0	--	1,6	--	-1,2	--	-0,7	--
Pro memoria:																		
Gobierno (abril 08)	4,0	3,9	4,1	3,7	--	--	--	--	--	--	1,2	1,1	9,8	10,0	--	--	--	--
Banco de España (abril 08)	4,0	4,5	4,1	3,4	--	--	3.6 [6]	2.3 [6]	--	--	1,5	1,1	9,0	9,8	-10 [7]	-10 [7]	1,2	0,2
CE (abril 08)	4,0	4,9	4,5	3,0	--	--	3,8	2,6	4,3	3,3	1,3	0,7	9,3	10,6	11,0	11,2	0,6	0,0
FMI (abril 08)	--	--	--	--	--	--	4,0	3,0	--	--	--	--	9,5	10,4	-10,5	-10,3	--	--
OCDE (junio 08)	4,3	4,6	3,6	2,9	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

[1] Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).
[2] Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.
[3] Remuneración media por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo: incluye todos los conceptos de coste laboral para las empresas.
[4] En términos de Contabilidad Nacional: puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.
[5] Saldo de la balanza por cuenta corriente, según estimaciones del Banco de España.
[6] Deflactor del consumo privado.
[7] Necesidad de financiación frente al resto del mundo.

Cuadro 2

PREVISIONES TRIMESTRALES - JULIO-AGOSTO 2008 (1)

	2008-I	2008-II	2008-III	2008-IV	2009-I	2009-II	2009-III	2009-IV
PIB (2)	2,7	1,9	1,4	1,0	0,9	1,0	1,1	1,2
Consumo hogares (2)	1,8	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
IPC	4,4	4,6	5,1	4,2	3,8	3,3	2,9	2,8

(1) Medidas de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.
(2) Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

Empeoran las perspectivas para la industria

La actividad en el sector industrial también está evolucionando peor de lo esperado. En mayo registró una caída del 5,5%, cifra que quizás haya sufrido un sesgo a la baja debido a una insuficiente corrección de los efectos del calendario derivados del puente del primero de mayo. El resultado acumulado de los cinco primeros meses del año presenta una caída de la actividad del 1,4%.

La previsión de consenso para el conjunto del año es de una ligera contracción del -0,1%, tasa que ha sido revisada a la baja desde la anterior encuesta, a pesar de lo cual, y en vista de la evolución en los cinco primeros meses del año, parece algo optimista. Para 2009 también se espera un -0,1%.

Aumenta la inflación esperada

Las presiones inflacionistas procedentes del encarecimiento del petróleo se han intensificado en los últimos meses. El precio del barril ha llegado a alcanzar los 145 dólares, y la tasa de inflación se sitúa ya por encima del 5% en España, y en el 4% en la zona euro. Pese a ello, los indicios de traslado de las tensiones hacia otros productos son aun muy limitados, como pone de manifiesto la estabilidad de la tasa de inflación excluidos los alimentos y la energía, que se mueve entorno al 2,2% en España y al 1,7% en la eurozona.

La imparable senda ascendente del precio del crudo ha obligado a revisar al alza, una vez más, las previsiones de inflación, que ahora se sitúan en el 4,5% este año (media anual) y en el 3,1% el próximo, aunque el perfil, a partir del cuarto trimestre de este año, se espera que sea de moderación paulatina.

La previsión de paro se revisa al alza

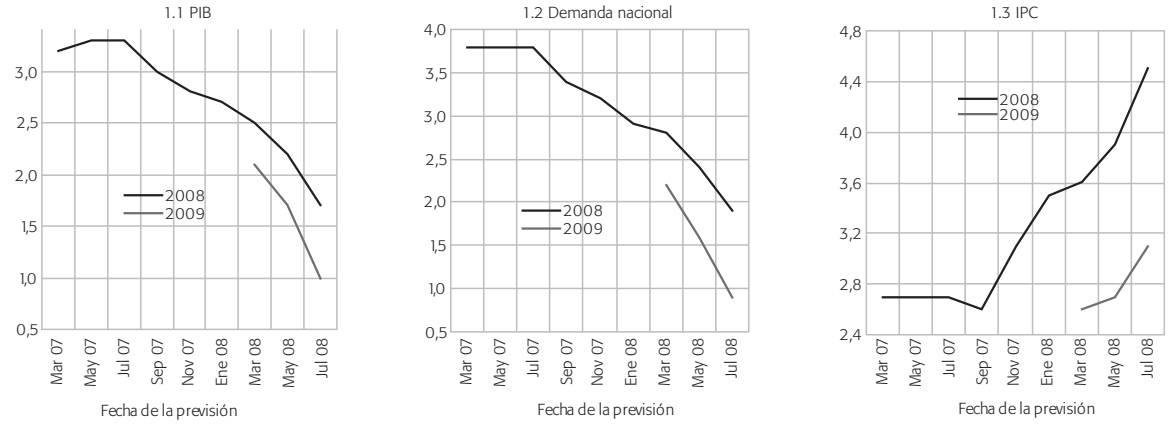
La evolución del empleo también está siendo peor de lo esperado, con una intensificación de la tendencia al empeoramiento durante el segundo trimestre del año. Entre abril y junio, el número de afiliados creció a una tasa interanual del 0,5%, 1,2 puntos porcentuales por debajo del ritmo presentado en el primer trimestre, y muy lejos de las tasas registradas en los últimos años. En términos intertrimestrales, y con cifras corregidas de estacionalidad, se ha producido un descenso en el número de afiliados del 0,6%. El paro registrado, por su parte, tiende a acelerarse, y en junio creció un 21,6% interanual

En línea con estos resultados, y con el empeoramiento de las perspectivas para el conjunto de la actividad económica, la previsión sobre crecimiento del empleo también se ha corregido a la baja hasta el 0,7% este año, mientras que para el próximo se espera un descenso del 0,1%. La tasa de paro, consecuentemente, se ha revisado al alza hasta el 10,2% este año y el 11,5% el próximo.

A partir de las cifras de crecimiento esperado del PIB y del empleo, se obtiene un crecimiento de la productividad del 1% en 2008 y del 1,1% en 2009.

Gráfico 1

PREVISIONES DE CRECIMIENTO MEDIO ANUAL (Valores de consenso)
Variación anual en porcentaje



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

La inflación se traslada a los salarios

De acuerdo con la encuesta trimestral de coste laboral correspondiente al primer trimestre del año, los costes laborales totales aceleraron su crecimiento hasta el 5,1%. Es posible que este resultado esté distorsionado al alza por algún efecto composición, derivado del hecho de que en la primera fase de la etapa de ajuste son los trabajadores temporales y peor remunerados los primeros en perder su puesto de trabajo. Pero también refleja una tendencia de fondo al alza que otros indicadores confirman, como la subida salarial pactada en los convenios colectivos, que, incluyendo las cláusulas de salvaguarda, asciende al 4,6%. Los mecanismos de fijación de los salarios en España favorecen la indiciación de los mismos, sin tener en cuenta factores como la evolución de la productividad o la situación del mercado. El resultado es una subida de las remuneraciones que, en un entorno de aumento de los costes energéticos y de descenso de la demanda, contribuye a estrechar aún más los márgenes empresariales y a intensificar las presiones inflacionistas, agravando el deterioro de la situación económica.

La previsión de consenso para la evolución de los costes laborales (medidos a través de la remuneración media por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo) se ha revisado al alza hasta un 4,2% en 2008 y un 3,6% en 2009. A partir de estas cifras de consenso, y de las correspondientes al crecimiento de la productividad, se desprende que el incremento de los costes laborales unitarios se va a acelerar hasta el 3,2% en 2008, moderándose hasta el 2,5% en 2009. Estas tasas quedan bastante por encima de la media de la UE.

Empeoran las previsiones sobre Balanza de Pagos y saldo presupuestario

El déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, lejos de la corrección esperada como resultado del debilitamiento de la demanda interna, ha seguido creciendo en el primer trimestre del año, a causa del incremento de la factura energética. En consecuencia, la previsión para el conjunto de año se ha ajustado al alza, situándose en el 10,6% del PIB, cifra que supondría cinco décimas porcentuales más que en 2007. En 2009 se recortaría ligeramente, hasta el 10,3% del PIB.

Las peores perspectivas para la economía española se traducen en un descenso del superávit fiscal esperado para este año, que se rebaja hasta el 0,1% del PIB, y para el próximo, en el que el que el saldo positivo se convertirá en un déficit del 1% del PIB.

Empeora la percepción con respecto a la situación de la UE

Ha empeorado la percepción en cuanto a la situación de la UE. Se ha producido un trasvase de opiniones desde la opción de que es neutra hacia la de que es desfavorable, y ya no hay ningún panelista que opine que es favorable. En cuanto al contexto no-UE, se sigue manteniendo la opinión de que la situación es desfavorable. Sin embargo, han mejorado algo las perspectivas para los próximos seis meses, puesto que, aunque se sigue pensando mayoritariamente que la situación va a ir a peor, ha crecido el número de panelistas que piensan que se mantendrá igual.

Los tipos de interés y el euro se van a mantener estables

Desde el anterior panel, el euribor a tres meses ha seguido moviéndose al alza, hasta situarse en el 4,94% en junio, debido al mantenimiento de las tensiones en los mercados interbancarios y a las expectativas de endurecimiento de la política monetaria. Los tipos a largo plazo también se han movido al alza, reflejando las mayores expectativas inflacionistas. Pese a dicho ascenso, y al deterioro de las condiciones económicas, se sigue pensando mayoritariamente que los tipos se encuentran, tanto los de corto como lo de largo plazo, en un nivel adecuado, a causa del incremento de la inflación.

Se ha producido un vuelco importante en las perspectivas en cuanto a la evolución de los tipos en los próximos seis meses. Si en las anteriores encuestas se esperaba mayoritariamente un descenso, ahora se prevé que se mantengan estables o incluso que aumenten, y son ya muy pocos los panelistas que esperan una bajada. El aumento de la inflación, la ausencia de indicios de mejoría en las condiciones de liquidez de los mercados interbancarios, y la postura "dura" del Banco Central Europeo son las causas más probables de este cambio.

Cuadro 3

PANEL DE PREVISIONES: OPINIONES - JULIO-AGOSTO 2008
Número de respuestas

	Actualmente			Tendencia 6 próximos meses		
	Favorable	*Neutro*	*Desfavorable*	*A mejor*	*Igual*	*A peor*
Contexto internacional: UE	0	7	7	0	3	11
Contexto internacional: No-UE	1	3	10	0	6	8
	Bajo [1]	*Normal* [1]	*Alto* [1]	*A aumentar*	*Estable*	*A disminuir*
Tipo interés a corto plazo [2]	2	7	5	5	6	3
Tipo interés a largo plazo [3]	3	10	1	4	9	1
	Apreciado [4]	*Normal* [4]	*Depreciado* [4]	*Apreciación*	*Estable*	*Depreciación*
Tipo cambio euro/dólar	14	0	0	3	7	4
	Está siendo			Debería ser		
	Restrictiva	*Neutra*	*Expansiva*	*Restrictiva*	*Neutra*	*Expansiva*
Valoración política [1]	0	6	8	0	6	8
Valoración política monetaria [1]	5	5	4	2	11	1

[1] En relación a la situación coyuntural de la economía española.
[2] Euríbor a tres meses.
[3] Rendimiento deuda pública española a 10 años.
[4] En relación al tipo teórico de equilibrio.

También se modifica la opinión con respecto a la posible evolución del tipo de cambio euro/dólar (que en los dos últimos meses se ha mantenido estable entorno a 1,55). Sigue siendo unánime la percepción de que está apreciado, pero ahora se piensa que se va a mantener estable, frente a las expectativas de una continuación de la tendencia a la apreciación de los anteriores paneles.

La política fiscal debe ser expansiva, y la monetaria neutra

Se ha producido un cambio en la valoración de las políticas macro. La política fiscal, que hasta el anterior panel se consideraba neutra, ahora es percibida por la mayoría de los encuestados como expansiva, probablemente a consecuencia de las medidas anunciadas por el gobierno. Se considera, además, que dicha orientación expansiva es la adecuada.

En cuanto a la política monetaria, la reciente subida de tipos ha dado lugar a un desplazamiento importante de opiniones hacia la opción de que es restrictiva, que no contaba con ningún voto en los anteriores paneles. La opinión mayoritaria apunta a que debería ser neutra.

Previsiones de inflación*

La **tasa de inflación** subió cuatro décimas porcentuales en junio hasta el **5,0%**. El incremento mensual de los precios fue del 0,6%, muy por encima de lo que es habitual en dicho mes. La **tasa armonizada** se elevó hasta el **5,1%**, lo que supone un **diferencial** de **1,1** puntos porcentuales con respecto a la tasa de la UEM, que según el avance provisional se situó en el 4%. La inflación **subyacente** se ha mantenido estable en el **3,3%**, mientras que el **núcleo** de la inflación, la tasa que excluye los alimentos y los productos energéticos, sube una décima porcentual hasta el **2,3%**.

El resultado ha sido una décima superior a lo previsto, debido a la importante desviación con respecto a las previsiones que se ha producido en los alimentos sin elaboración y en los productos energéticos, en el primer caso debido probablemente a los efectos de la huelga de transportistas, y en el segundo a que el precio del crudo se ha elevado por encima de la hipótesis del escenario central de previsiones. Los alimentos elaborados y los servicios también se han desviado ligeramente al alza sobre lo previsto, pero han sido contrarrestados por el resultado mejor de lo esperado en los bienes industriales no energéticos (BINE).

Dos de los grandes componentes del índice subyacente, alimentos elaborados y servicios, han elevado su tasa interanual de crecimiento de los precios, mientras que el tercero,

Cuadro 1

IPC JUNIO 2008: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES
Tasas de variación anual en porcentaje

	Mayo 2008		Junio 2008	
	Observando	*Observando*	*Previsión*	*Desviación*
1. IPC total	4.6	5.0	4.9	0.1
1.2. Infación subyacente	3.3	3.3	3.3	0.3
1.2.1. Alimentos elaborados	7.5	7.7	7.6	0.1
1.2.2. BINE	0.2	0.1	0.2	-0.1
1.2.3. Servicios	3.8	3.9	3.8	0.1
1.3. Alimentos sin elaboración	4.1	5.1	3.8	1.3
1.4. Productos energéticos	16.5	19.2	18.7	0.5

Fuentes: INE (datos observados) y FUNCAS (previsiones).

* IPC junio 2008 - previsiones hasta diciembre 2009 (11 de junio de 2008)

los bienes industriales no energéticos, han recortado la suya. La subida de la inflación de los **alimentos elaborados**, desde el 7,5% hasta el **7,7%**, es el resultado, sobre todo, de la mayor tasa interanual del arroz, y los aceites. La tasa de inflación de la leche, por el contrario, mantiene una suave tendencia a la baja desde hace varios meses.

La tasa interanual de los **servicios** aumenta una décima porcentual hasta el **3,9%**, reflejando el fuerte encarecimiento del transporte aéreo (a causa de las subidas de los precios de los combustibles) y de los viajes organizados. Los **bienes industriales sin productos energéticos** han bajado su ya reducida tasa de inflación en una décima, hasta el **0,1%** interanual. La causa se encuentra en el descenso de precios, mayor de lo habitual en estas fechas, del componente de vestido y calzado. Excluyendo este último, la tasa de inflación de los bienes industriales se encuentra en tasas negativas.

Los **productos energéticos** han sufrido una subida mensual del 3,1%, que ha dejado la tasa interanual en el **19,2%**. El precio del crudo se elevó en junio hasta una media mensual de 132,4 dólares por barril. En cuanto a los **alimentos no elaborados**, su tasa ha escalado un punto porcentual hasta el **5,1%**, probablemente como consecuencia de los efectos de la huelga de transportistas. Las mayores subidas dentro de este capítulo se han registrado en el pescado fresco, y, en menor medida, en las carnes.

Las presiones inflacionistas siguen procediendo fundamentalmente de los productos energéticos, así como, en menor medida, de algunos alimentos como los cereales y los aceites. El aumento de la inflación de los alimentos no elaborados ha sido de carácter transitorio y probablemente será corregido con el dato del mes próximo. Los indicios de traslado hacia otros precios, de momento, se limitan a los servicios de transportes.

Las **previsiones** para el resto de 2008 y 2009 han sido revisadas al alza, en base a nuevas hipótesis sobre la evolución del precio del petróleo. En nuestro **escenario central**, se supone que el barril se va a mantener en torno a 140 dólares hasta el final del próximo año. En este caso, la tasa de inflación seguiría aumentando hasta tocar techo en agosto, entorno al 5,7%, moderándose a partir de entonces hasta cerrar el año en el 4,6%. La media anual se situaría en el 4,8% en 2008 y en el 3,6% en 2009. La tasa subyacente también comenzará a descender después del verano, hasta situarse en el 2,7% en diciembre, lo que representa una media anual del 3,2%. La media anual el año próximo se establecería en el 2,7%.

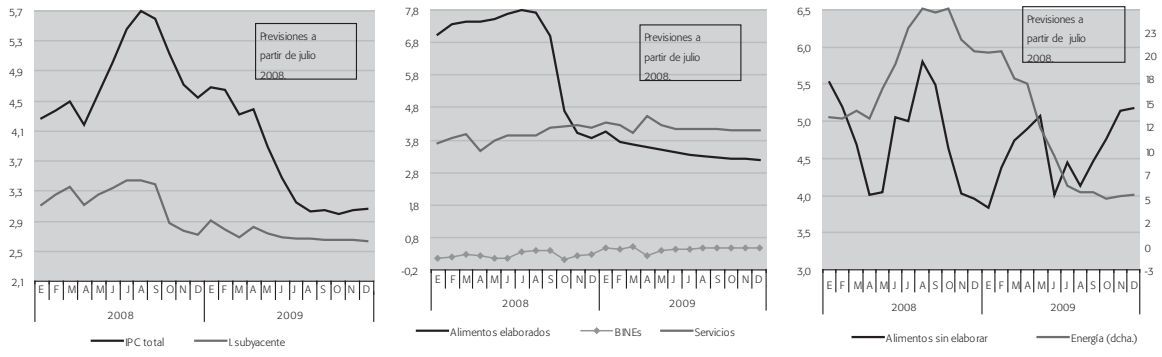
En un **escenario alternativo de precios del petróleo al alza**, hasta 153 dólares en diciembre de 2008, y hasta 170 a finales del año próximo, la tasa máxima de inflación también se alcanzaría en agosto-septiembre, con un 5,9%, iniciando a partir de entonces una trayectoria moderadamente descendente. La tasa media anual se elevaría hasta el 5% este año y hasta el 4,7% el próximo. Finalmente, en un **escenario más optimista**, en el que el precio del crudo mantenga una trayectoria descendente, hasta 124 dólares en diciembre de este año y hasta 100 dólares en diciembre del próximo, el máximo del mes de agosto se situaría en el 5,6%, y la media anual en el 4,7% en 2008, y en el 2,8% en 2009.

Nota metodológica

Las previsiones del IPC español se basan en modelos econométricos, fundamentalmente modelos univariantesa tipo ARIMA y modelos de indicador adelantado.

Gráfico 1

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO (Variación interanual en porcentaje)



Fuente: INE y previsiones de FUNCAS.

Cuadro 2

PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA (Tasas de variación mensual y anual en porcentaje)
Fecha de actualización: 11-07-08. Último dato observado: JUNIO 2008

		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 (*)	
Año	*Mes*	*Mensual*	*Anual*	*Mensual*	*Anual*	*Mensual*	*Anual*	*Mensual*	*Anual*	*Mensual*	*Anual*	*Mensual*	*Anual*	*Mensual*	*Anual*
2006	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
	Media anual	—	**3,5**	—	**4,4**	—	**4,0**	—	**3,8**	—	**5,1**	—	**7,9**	—	**4,2**
2007	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
	Media anual	—	**2,8**	—	**2,7**	—	**3,7**	—	**0,7**	—	**3,9**	—	**4,7**	—	**1,7**
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	0,2	4,4	0,3	3,3	0,7	7,4	-0,2	0,2	0,5	3,8	-1,6	5,2	0,0	13,3
	Marzo	0,9	4,5	0,7	3,4	0,3	7,4	0,9	0,3	0,8	4,0	0,1	4,7	2,8	14,1
	Abril	1,1	4,2	1,1	3,1	0,2	7,4	2,9	0,2	0,2	3,5	0,4	4,0	1,2	13,3
	Mayo	0,7	4,6	0,3	3,3	0,2	7,5	0,3	0,2	0,2	3,8	0,1	4,1	4,3	16,5
	Junio	0,6	5,0	0,2	3,3	0,2	7,7	-0,2	0,1	0,5	3,9	1,3	5,1	3,1	19,2
	Julio	-0,3	5,5	-0,9	3,4	0,2	7,8	-3,6	0,4	0,7	3,9	0,5	5,0	3,7	23,0
	Agosto	0,4	5,7	0,2	3,4	0,2	7,7	-0,2	0,4	0,6	3,9	1,0	5,8	0,9	25,1
	Septiembre	0,2	5,6	0,2	3,4	0,2	7,0	1,0	0,4	-0,3	4,2	0,4	5,5	0,2	24,7
	Octubre	0,9	5,1	0,9	2,9	0,2	4,7	2,4	0,1	0,1	4,2	-0,3	4,6	1,3	25,1
	Noviembre	0,3	4,7	0,4	2,8	0,2	4,0	1,1	0,2	-0,1	4,2	0,0	4,0	0,0	21,8
	Diciembre	0,3	4,6	0,2	2,7	0,3	3,9	-0,2	0,3	0,4	4,2	1,4	4,0	0,0	20,5
	Media anual	—	**4,8**	—	**3,2**	—	**6,6**	—	**0,2**	—	**4,0**	—	**4,8**	—	**19,3**
2009	Enero	-0,5	4,7	-0,8	2,9	0,9	4,1	-3,6	0,5	0,7	4,4	0,5	3,8	1,3	20,4
	Febrero	0,1	4,6	0,2	2,8	0,4	3,7	-0,3	0,4	0,5	4,3	-1,1	4,4	0,2	20,6
	Marzo	0,6	4,3	0,6	2,7	0,2	3,7	1,0	0,5	0,5	4,0	0,5	4,7	0,2	17,6
	Abril	1,1	4,4	1,3	2,8	0,2	3,6	2,6	0,2	0,7	4,6	0,6	4,9	0,7	17,0
	Mayo	0,2	3,9	0,2	2,7	0,2	3,5	0,5	0,4	-0,1	4,2	0,2	5,1	0,2	12,4
	Junio	0,2	3,5	0,2	2,7	0,1	3,4	-0,2	0,4	0,4	4,2	0,3	4,0	0,2	9,3
	Julio	-0,6	3,1	-0,9	2,7	0,1	3,4	-3,5	0,5	0,7	4,1	0,9	4,5	0,7	6,1
	Agosto	0,3	3,0	0,2	2,7	0,2	3,3	-0,2	0,5	0,6	4,1	0,7	4,1	0,2	5,3
	Septiembre	0,3	3,0	0,2	2,7	0,1	3,3	1,1	0,5	-0,4	4,1	0,7	4,5	0,2	5,3
	Octubre	0,8	3,0	0,9	2,6	0,1	3,2	2,4	0,5	0,1	4,1	-0,1	4,8	0,6	4,7
	Noviembre	0,4	3,0	0,4	2,6	0,2	3,2	1,1	0,5	-0,1	4,1	0,4	5,1	0,2	4,9
	Diciembre	0,3	3,1	0,2	2,6	0,3	3,2	-0,2	0,5	0,4	4,1	1,5	5,2	0,2	5,1
	Media anual	—	**3,6**	—	**2,7**	—	**3,5**	—	**0,4**	—	**4,2**	—	**4,6**	—	**10,3**

Previsiones en zona sombreada.
(*) Estas previsiones corresponden a un escenario central en el que el precio del petróleo Brent se mantiene entorno a los 140 $/barril hasta diciembre de 2009, y que el euro se mantiene en torno a 1,575 dólares hasta diciembre de 2008 y se deprecia a lo largo de 2009 hasta 1,45 dólares en diciembre.
[a] El IPC total y subyacente se calculan como media ponderada de sus respectivos componentes.
Fuentes: INE y FUNCAS.

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 industriales 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% sobre el IPC total), de servicios (35,80%) y de bienes industriales no energéticos (29,51%). Y el **IPC general** sería la media ponderada del IPC subyacente (82,31%), de alimentos no elaborados (8,35%) y de energía (9,34%), 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. & Catasus, V. (1987), «La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología», *Boletín Económico del Banco de España,* marzo, 32-51.

Espasa A. & 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: 11-07-08

Indicador	2006	2007	2008 (2)	Penúlt. dato	Último dato	Periodo últ. dato	Previsiones FUNCAS (2) 2008	2009
1.- PIB (serie c.v.e. y calendario)	3,9	3,8	2,7	3,5	2,7	I T. 08	1,6	0,4
– Demanda nacional (3)	5,1	4,6	3,0	3,9	3,0	I T. 08	1,6	0,1
– Saldo exterior (3)	-1,2	-0,7	-0,3	-0,4	-0,3	I T. 08	0,0	0,3
1.b.- PIB (precios corrientes, miles millones euros)	981,0	1049,8	271,6	268,3	271,6	I T. 08	1095,7	1128,8
2.- IPI (filtrado calendario)	3,9	1,9	-1,4	0,2	-5,5	mayo-12	-1,1	-0,8
3.- Empleo (puestos trabajo e.t.c., Cont. Nacional)	3,2	3,0	1,7	2,5	1,7	I T. 08	0,4	-0,9
4.- Tasa de paro (EPA, % poblac. activa, c.v.e.)	8,5	8,3	9,3	9,3	9,3	I T. 08	10,2	12,5
5.- IPC - Total	3,5	2,8	4,5	4,6	5,0	juni-12	4,6	3,3
5.b.- IPC - Inflación subyacente	2,9	2,7	3,2	3,3	3,3	juni-12	3,1	2,7
6.- Deflactor del PIB	4,0	3,1	3,1	2,9	3,1	I T. 08	2,7	2,6
7. Coste laboral por unidad producida	2,3	2,7	2,9	2,8	2,9	I T. 08	2,9	2,2
8.- Balanza de Pagos: saldo por cta. cte.:								
– millones euros, media mensual	-7309,6	-8824,4	-10180,0	-11306,9	-8726,9	abri-12	-10238,8	-10658,6
– % del PIB	-8,9	-10,1	-11,9	-10,3	-11,9	I T. 08	-11,2	-11,3
9.- Déficit/superávit público (total AA.PP., % del PIB)	1,79	2,20	—	..	..	2007	0,4	-1,4
10.- Euríbor a tres meses (%) (2)	3,08	4,28	5,60	4,86	4,94	juni-12	4,5	3,9
11.- Tipo deuda pública 10 años (%) (2)	3,78	4,31	4,33	4,42	4,79	juni-12	4,3	4,4
12.- Tipo de cambio: dólares por euro (2)	1,256	1,371	1,531	1,556	1,555	juni-12	1,537	1,465
– % variación interanual	0,9	9,2	15,2	15,2	15,9	juni-12	12,1	-4,7
13. Financiación a empresas y familias (4)	24,2	15,1	12,1	13,2	12,1	abri-12	—	—
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (4)	1554,9	1642,0	1297,9	1460,7	1297,9	juni-12	—	—

(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, MTAS, 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: 11-07-08

		2005	2006	2007	2008 (1)	12 últimos meses	Último mes o trimestre	
A. CONVERGENCIA NOMINAL								
1. Inflación	España	3,4	3,6	2,8	3,8	3,9	5,1	juni-120
(IPCA, % var. anual)	UEM	2,2	2,2	2,1	3,2	3,0	4,0	juni-12
	UE-27	2,3	2,3	2,4	3,6	2,9	3,9	mayo-12
	3 mejores UE	1,0	1,3	1,3	—	2,1	2,6	mayo-12
2. CLU, total economía	España	2,5	2,3	2,7	3,4	2,8	2,9	I T.08
(% var. anual)	UEM	1,1	1,0	1,5	2,4	1,9	2,4	I T.08
	UE-27	1,6	1,2	1,8	2,6	1,8	1,4	I T.08
3. Déficit público	España	1,0	1,8	2,2	0,6	—	—	—
(% PIB)	UEM	-2,5	-1,3	-0,6	-1,0	—	—	—
	UE-27	-2,5	-1,4	-0,9	-1,2	—	—	—
4. Deuda pública	España	43,0	39,7	36,2	35,3	—	—	—
(% PIB)	UEM	70,2	68,5	66,4	65,2	—	—	—
	UE-27	62,6	61,3	58,7	58,9	—	—	—
5. Tipos deuda 10 años	España	3,4	3,8	4,3	—	4,4	4,8	juni-12
(%)	UEM	3,4	3,9	4,3	—	4,4	4,8	juni-12
	UE-15	3,6	4,0	4,4	—	4,4	4,8	juni-12
B. CONVERGENCIA REAL								
6. Crecimiento del PIB	España	3,6	3,9	3,8	2,2	3,5	2,7	I T.08
(% var. anual)	UEM	1,6	2,8	2,7	1,7	2,4	2,1	I T.08
	UE-27	1,9	3,1	2,9	2,0	2,7	2,3	I T.08
7. PIB per cápita	España	102,9	104,8	106,9	101,6	—	—	—
(PPA, UE-27=100)	UEM-13	110,8	110,3	110,0	109,1	—	—	—
8. Crecimiento del empleo	España	3,2	3,2	3,0	1,5	2,6	1,7	I T. 08
(% var. anual)	UEM	0,9	1,6	1,6	0,9	1,8	1,6	I T. 08
	UE-27	1,0	1,7	1,8	0,9	1,8	1,6	I T. 08
9. Tasa de paro	España	9,2	8,5	8,3	9,3	8,8	9,9	mayo-12
(% poblac. activa)	UEM	8,8	8,2	7,4	7,2	7,3	7,2	mayo-12
	UE-27	8,9	8,1	7,1	6,8	6,9	6,8	mayo-12
10. Tasa de ocupación	España	63,3	64,8	—	—	—	—	—
(% poblac. 15-64 años)	UEM	63,5	64,5	—	—	—	—	—
	UE-27	63,4	64,3	—	—	—	—	—

(1) Previsiones de la Comisión Europea (primavera 2008).
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: 11-07-08

	1.- PIB (c.v.e. y calendario laboral)							2.- Demanda interna (c.v.e., aportac. al crec. PIB)						
	Media 83-07	2007	2008 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2008 (2)	Media 83-07	2007	2008 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2008 (2)
Alemania	2,1	2,6	2,6	1,8	2,6	I T.08	1,8	1,8	0,8	1,1	0,9	1,1	I T.08	1,6
Francia	2,1	2,1	2,0	2,2	2,0	I T.08	1,6	2,2	3,0	1,9	2,7	1,9	I T.08	1,7
Italia	1,9	1,4	0,3	0,1	0,3	I T.08	0,5	1,9	1,3	-0,2	0,1	-0,2	I T.08	0,5
Reino Unido	2,8	3,1	2,3	2,8	2,3	I T.08	1,7	3,1	3,8	2,3	4,0	2,3	I T.08	1,4
España	3,2	3,8	2,7	3,5	2,7	I T.08	2,2	3,8	4,6	3,0	3,9	3,0	I T.08	2,4
UEM	2,3	2,7	2,1	2,2	2,1	I T.08	1,7	2,2	2,2	1,5	1,9	1,5	I T.08	1,7
UE-27	2,4	2,9	2,3	2,5	2,3	I T.08	2,0	2,4	2,9	1,8	2,6	1,8	I T.08	1,9
EE.UU.	3,3	2,2	2,5	2,5	2,5	I T.08	0,9	3,4	1,6	1,4	1,6	1,4	I T.08	0,1
Japón	2,3	2,0	1,3	1,4	1,3	I T.08	1,2	2,2	1,0	-0,1	0,1	-0,1	I T.08	0,4

(1) Media del periodo disponible. (2) Previsiones Comisión Europea (CE), primavera 2008.
Fuentes: Eurostat e Institutos de Estadística de los países.

	3.- Producción industrial (corregido calendario)							4.- Precios de consumo						
	Media 83-07	2007	2008 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2008 (2)	Media 83-07	2007	2008 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2008 (2)
Alemania	2,1	6,1	4,3	5,5	0,9	may-08	3,6	2,0	2,3	3,1	3,1	3,4	jun-08	2,9
Francia	1,4	1,5	2,2	-0,3	3,9	abr-08	1,4	2,8	1,6	3,4	3,4	3,7	may-08	3,0
Italia	1,2	-0,2	-0,3	-2,6	2,0	abr-08	0,4	4,7	2,0	3,4	3,7	4,0	jun-08	3,0
Reino Unido	1,2	0,2	0,4	-0,2	0,2	abr-08	0,2	3,3	2,3	2,7	3,0	3,3	may-08	2,8
España	2,0	1,9	-1,4	0,2	-5,5	may-08	2,0	5,1	2,8	4,6	4,7	5,1	jun-08	3,8
UEM	1,9	3,5	3,0	1,6	3,9	abr-08	2,3	3,1	2,1	3,5	3,77	4,0	jun-08	3,2
UE-27	1,8	3,3	3,0	1,4	3,7	abr-08	2,0	3,9	2,4	3,6	3,6	3,9	may-08	3,6
EE.UU.	3,0	1,7	1,0	0,1	-0,1	may-08	–	3,1	2,9	4,1	3,9	4,2	may-08	3,6
Japón	2,0	2,9	2,1	0,7	2,4	may-08	–	0,8	0,1	1,0	0,8	1,3	may-08	0,7

(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2008.
Fuentes: Eurostat. Desde 1996, IAPCC para los países UE.

	5.- Empleo (Cont. Nac.)							6.- Tasa de paro (% poblac. activa)						
	Media 83-07	2007	2008 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2008 (2)	Media 83-07	2007	2008 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2008 (2)
Alemania	0,7	1,7	1,8	1,8	1,8	IT. 08	1,1	7,7	8,4	7,5	7,4	7,4	may-08	7,3
Francia	0,6	1,8	1,6	2,0	1,6	IT. 08	0,6	9,6	8,3	7,5	7,5	7,4	may-08	8,0
Italia	0,7	1,1	1,4	1,2	1,4	IT. 08	0,4	9,1	6,1	6,5	6,5	6,5	mar-08	6,0
Reino Unido	0,8	0,7	1,6	1,1	1,6	IT. 08	0,1	7,6	5,2	5,1	5,1	5,2	mar-08	5,4
España	2,1	3,0	1,7	2,5	1,7	IT. 08	1,5	14,1	8,3	9,4	9,6	9,9	may-08	9,3
UEM	0,9	1,6	1,8	1,8	1,6	IT. 08	0,9	8,9	7,4	7,2	7,2	7,2	may-08	7,2
UE-27	0,7	1,8	1,6	1,8	1,6	IT. 08	0,9	8,9	7,1	6,8	6,7	6,8	may-08	6,8
EE.UU.	1,6	1,1	0,0	0,5	0,0	IT. 08	-0,2	5,8	4,6	5,1	5,5	5,5	jun-08	5,4
Japón	0,3	0,5	0,1	0,3	0,1	IT. 08	0,2	3,4	3,9	3,9	4,0	4,0	may-08	4,0

(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2008.
Fuentes: Comisión Europea e Instituto de Estadística de los países. Eurostat. Tasas normalizadas y desestacionalizadas.

INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (II)

Variación en porcentaje sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario.
Fecha de actualización: 11-07-08

	7.- Déficit público (% PIB)				8.- Deuda pública (% PIB)				9.- B. Pagos c/c (% PIB)			
	Media 83-07	2006	2007	Prev. 2008 (1)	Media 83-07	2006	2007	Prev. 2008 (1)	Media 83-07	2006	2007	Prev. 2008 (1)
Alemania	-2,2	-1,6	0,0	-0,5	51,9	67,6	65,0	63,1	1,6	5,2	6,9	7,2
Francia	-3,1	-2,4	-2,7	-2,9	48,2	63,6	64,2	64,4	-0,4	-2,2	-2,6	-2,9
Italia	-7,1	-3,4	-1,9	-2,3	102,1	106,5	104,0	103,2	-0,1	-2,0	-1,7	-2,0
Reino Unido	-2,6	-2,6	-2,9	-3,3	43,8	43,1	43,8	45,6	-1,9	-3,9	-4,2	-3,2
España	-3,0	1,8	2,2	0,6	48,9	39,7	36,2	35,3	-2,8	-8,8	-10,0	-11,0
UEM	-3,5	-1,3	-0,6	-1,0	63,2	68,5	66,4	65,2	0,3	-0,2	0,0	-0,1
UE-27	-3,2	-1,4	-0,9	-1,2	59,7	61,3	58,7	58,9	-0,1	-0,9	-0,9	-0,9
EE.UU.	-3,3	-2,6	-3,0	-5,1	62,5	62,3	62,5	65,6	-2,3	-6,1	5,3	-5,0
Japón	-3,5	-1,4	-1,6	-1,9	107,8	179,7	180,7	182,8	2,9	3,9	4,8	5,1

(1) Previsiones Comisión Europea, primavera 2008. *Fuentes:* Eurostat y Comisión Europea.

	10.- Tipos de interés a corto (%) (1)						11.- Tipos de interés a largo (%) (2)					
	Media 83-07	Media 2006	Media 2007	Abr 2008	May 2008	Jun 2008	Media 83-07	Media 2006	Media 2007	Abr 2008	May 2008	Jun 2008
Alemania	4,78	3,02	4,22	4,71	4,80	4,87	5,96	3,78	4,23	4,05	4,22	4,55
Francia	6,30	3,08	4,28	–	–	–	7,13	3,80	4,30	4,27	4,40	4,73
Italia	8,63	3,08	4,28	–	–	–	9,19	4,05	4,47	4,54	4,64	5,11
Reino Unido	7,79	4,78	5,90	5,84	5,75	5,85	7,68	4,55	5,11	4,62	4,86	5,17
España	8,72	3,07	4,27	4,76	4,82	4,94	9,07	3,78	4,31	4,31	4,42	4,79
UEM	6,60	3,08	4,28	4,78	4,86	4,94	7,48	3,86	4,33	4,28	4,42	4,81
UE-27	6,91	3,32	4,46	4,93	4,98	5,07	7,55	3,95	4,44	4,33	4,48	4,83
EE.UU.	5,34	5,13	5,24	2,91	2,83	2,90	6,94	4,85	4,68	3,68	3,91	4,13
Japón	2,67	0,26	0,71	0,77	0,79	0,79	3,71	1,75	1,68	1,41	1,67	1,77

(1) Mercado interbancario a tres meses. (2) Deuda pública a diez años.
Fuentes: BCE y Banco de España.

	12.- Bolsas de valores				13.- Tipos de cambio					
	Fin de periodo			%var. anual		Media de datos diarios				% var. anual
	2007	May 2008	Jun 2008	últ. dato		83-07	2007	May 2008	Jun 2008	últ. dato
NYSE (Dow Jones)	13264,8	12638,32	11350,01	-15,4	$ por 1 euro	1,118	1,371	1,556	1,555	15,9
Tokio (Nikkei)	15307,8	14338,54	13481,38	-25,7	¥ por 1 euro	147,3	161,3	162,3	166,3	1,0
Londres (FT-SE 100)	6456,9	6053,50	5625,90	-14,9	¥ por 1 dólar	136,1	117,7	104,3	106,9	-12,8
Francfort (Dax-Xetra)	8067,3	7096,79	6418,32	-19,8	Tipo efec. euro (1)	99,1	107,7	115,5	115,4	7,9
París (CAC 40)	5614,1	5014,28	4434,85	-26,8	Tipo efec. $ (1)	97,5	82,4	74,7	75,5	-9,6
Madrid (Ibex 35)	15182,3	13600,90	12046,20	-19,1	Tipo efec. ¥ (1)	100,1	88,8	95,3	93,1	8,1

Datos de fin de periodo.
Fuentes: 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	May 2008	Jun 2008	%var. anual últ. dato	Media 95-07	Media 2007	May 2008	Jun 2008	% var. anual últ. dato
Índice "The Economist", 2000 =100: - Total	118,8	202,1	255,9	260,8	28,2	101,2	134,0	149,5	152,4	10,6
- Alimentos	116,8	174,9	253,7	266,2	56,7	100,7	116,1	148,7	156,0	35,2
- Prod. industriales	121,4	237,2	258,7	252,6	2,3	101,8	157,0	150,6	147,1	-11,8
Petróleo Brent, $ ó euros/barril	32,6	72,5	123,3	132,4	86,2	28,0	52,9	79,3	85,1	60,7

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)

Una interpretación sensible de la crisis financiera

The Trillion Dollar Meltdown,
Charles R. Morris, Public Affairs, New York, 2008.

Leveraged losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown,
David Greenlaw, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, Hyun Song Shin, US Monetary Policy Forum, 2008.

El libro de Charles Morris es de los primeros que intenta aproximarse de una manera compleja, con la extensión y detalle que un libro permite, a la crisis actual. De hecho, presenta 2007 como el año en el que la economía experimenta un cambio de paradigma, y ello tanto en perspectivas de crecimiento como en la coincidencia, desde distintos sectores e ideologías, en la necesidad de intervención pública para equilibrar los mercados tras la fuerte corriente liberalizadora y monetarista que surge a partir de los primeros años noventa. El trabajo de David Greenlaw et alia es el más completo y riguroso que conocemos hasta la fecha en cuanto a valoración de los efectos de impagos en el mercado hipotecario. Ambos nos presentan explicaciones técnicas de la crisis, valoran con la mayor precisión posible sus repercusiones y proponen acciones concretas teniendo en cuenta la singularidad de los problemas actuales y las incógnitas que plantean.

"The Trillion Dollar Meltdown" es un libro político, ya que sitúa la crisis en un contexto ideológico como es la liberalización, desregulación, política de dinero barato y despreocupación generalizada de las autoridades monetarias ante las burbujas en los mercados de activos, todo ello en el contexto de una fe ingenua en la capacidad prácticamente ilimitada de la tecnología y la ingeniería financiera, para hacer que crezca el producto bruto de las economías. Sin embargo, no es un libro fácil, ya que su autor, con una larga experiencia en la empresa y los mercados financieros, presenta en toda su complejidad los instrumentos financieros en torno a los que se genera el endeudamiento, toma forma la sobrevaloración de los activos y la posterior caída de los mismos.

Un paradigma de liberalización y desregulación

En los capítulos primero y segundo se traza la historia reciente de la sociedad, política y economía norteamericana desde los años setenta. Se muestra una tensión permanente entre el paradigma político reinante y los efectos de la inflación, el desempleo, o la pérdida de protagonismo de la economía norteamericana frente a otros competidores en Europa (Alemania) y Asia (Japón). Al keynesianismo, que pretendía recuperar el declive tecnológico mediante políticas industriales, sucede el monetarismo de Milton Friedman y el triunfo del mercado libre a partir de 1980, no ya como una teoría de funcionamiento de los mercados monetarios, sino como una "teoría para todo".

Los inicios de la fuerte inversión en mercados de capitales tienen lugar por la inversión de los planes de pensiones de empresa, que se habían formado desde principios de los setenta, y el recorte en el impuesto sobre ganancias de capital. Otro hecho muy significativo fue la caída en los precios del petróleo, tras la eliminación de los controles y la reacción general en forma de reducción del consumo, y menor dependencia por un uso más eficiente de la energía, que forzó a la OPEP, a reducir sustancialmente los precios. El tercer hecho, que ocupa un papel muy destacado en el libro, es el comportamiento del Presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, quien tuvo el valor, en 1979, de reducir de manera fuerte y persistente la cantidad de dinero, aumentando los tipos de interés y utilizando la persuasión con los interlocutores del gobierno y financieros, de manera que en 1982 puso fin a la situación alarmante de inflación, recuperó el valor del dólar e hizo crecer a la economía. El coste había sido grande, con crecimiento negativo del producto, pero el resultado fue un período de estabilidad y crecimiento. No deja de ser paradójico que en los años noventa el Presidente Clinton, asesorado por Robert Rubin, siguiera una política de contención del déficit público (manteniendo impuestos) que permitió la apreciación del dólar, una inflación reducida y tipos de intereses bajos, continuando con la política anterior.

En este contexto, las operaciones de compras de empresas con apalancamiento se extienden desde 1982 a 1989, creando una situación nueva en los mercados de capitales. Aquí se cimientan las ideas de crecimiento ilimitado de los mercados, expansión de las empresas mediante compras y la desconexión entre la capacidad de generar beneficios recurrentes a largo plazo y el valor de mercado. Estas son las referencias próximas que encuentra el autor y que explican los comportamientos de mediados de los noventa y, tras la breve crisis de 2001 y 2002, la euforia que acaba en 2007. En 1988, tuvo lugar la crisis de las cajas de ahorros en Estados Unidos, un ejemplo de falta de supervisión por parte de los reguladores ante entidades acomodadas a un negocio hipotecario fácil, y todo ello en un entorno que favorecía el libre funcionamiento de los mercados.

Especial importancia tiene la generalización de las tecnologías de la informática y telecomunicaciones, con el fuerte au-

mento de productividad que posibilitaban. A partir de ellas tomó cuerpo la idea que todo era posible y que la abundancia de liquidez, la disponibilidad de instrumentos financieros, la creación de valor en bolsa, los tipos de interés permanente bajos, la baja inflación y el fuerte crecimiento formaban parte del funcionamiento normal de la economía.

Greenspan habla de la "exuberancia irracional" de los mercados en 1996, pero al año siguiente cambia de opinión y afirma que se da un "nuevo paradigma" de tecnología, productividad e innovación financiera que hace normal lo que antes era un exceso. Pero como dice Charles Morris, las burbujas casi siempre se basan en desarrollos reales, sólo falta saber donde hay que parar, pues la tendencia del mercado es ampliar indefinidamente los efectos iniciales.

En suma, los ochenta y luego los noventa parecían demostrar el fuerte poder de recuperación de los mercados libres, y en este contexto se inscribe la desregulación de los mercados financieros; aunque las burbujas en esos mercados preocupaban a algunos, prevaleció el optimismo de la tecnología, productividad e innovación financiera.

Las burbujas en la historia reciente

Aunque, como decimos, tenían una base de tecnología y productividad, el comportamiento de los mercados fue un caso claro de pérdida de fundamentos. Ya hubo un gran problema con las hipotecas en 1994 y dos crisis de mercados, la de 1987, de bolsa, y la de 1998, con el fondo *"Long Term Capital Management"*, que fue asimismo un caso de inversión con apalancamiento y pérdida de valor del subyacente, e incapacidad para seguir financiándose y esperar la recuperación del mercado, muy similar en estos aspectos a la crisis actual, aunque con una dimensión mucho menor, en cantidad y en número de actores.

Qué duda cabe que la tecnología a que nos hemos referido permite la aplicación de desarrollos cuantitativos, algunos sobre matemáticas de muchos años atrás, pero cuya aplicación se hacía posible ahora por las revolucionarias facilidades de cálculo y contratación.

a) Las hipotecas

El mecanismo de compra de préstamos por parte de agencias paragubernamentales, emisión de bonos con garantía del Estado y provisión de fondos (abundantes y relativamente baratos) a las entidades que daban los préstamos era parte de una política social que facilitaba el acceso a la vivienda y creaba unas posibilidades extraordinarias de innovación financiera en lo que se conocería como titulización. Este sistema, que surge en 1938, se desarrolla hasta su crisis en 2007, casi setenta años después. El sistema simple de compraventa de préstamos se hizo algo más complejo en 1983 cuando las hipotecas se transfirieron a un fondo que emitía tres tipos de bonos, el superior era el 70 por ciento del valor de la cartera, y como era inconcebible que un 30 por cierto de una cartera normal de préstamos fuera impagada, el bono superior recibía la máxima calidad crediticia AAA. Los *"Collateralized Mortgage Obligations"* (CMO) eran una invención realmente significativa y tuvieron un impacto profundo en la industria hipotecaria; sin embargo, introdujeron una práctica tremendamente peligrosa, pues se rompió el principio de que los prestamistas de hipotecas controlaran todas las fases del proceso: entrevistar a los prestatarios, aprobar los créditos, quedarse con las hipotecas, cobrar mensualmente intereses y amortizaciones, y gestionar los impagos y, en su caso, la ejecución de las hipotecas. (Esta práctica sigue siendo la habitual en las entidades financieras españolas, que tienen "expertise" en cada una de estos pasos, desde el conocimiento del cliente, a cómo se ejecuta la hipoteca y se vende el inmueble).

Al descomponerse los diferentes procesos de la industria, algunos bancos con escasa capitalización con relación al riesgo que asumían, compraban hipotecas, las almacenaban y cuando disponían de un volumen suficiente constituían CMO. El cobro y ejecución se dejaban en manos de empresas especializadas. Está claro que este sistema fuertemente competitivo permitía el acceso a la vivienda a un precio relativamente barato (a mediados de los años noventa se estimó que los CMO ahorraban 17.000 millones de dólares anuales a los compradores de vivienda por la reducción de intereses que permitían aplicar), pero a la larga derivó en un problema. La complejidad de los instrumentos se hizo grande, de manera que si en 1983 los CMO tenían tres tipos o tramos de bonos, a mediados de los noventa había algunos con hasta 125, con lo que resultaba casi imposible determinar con alguna precisión el grado de riesgo de cada uno de ellos.

En 1994, cuando la Reserva Federal sube los tipos de manera inesperada, reduciendo el valor de los activos de renta fija, se puso en marcha un mecanismo formalmente similar al actual: al perder valor el subyacente, los financiadores exigen más colateral o la devolución de los préstamos (o la no renovación), lo cual da lugar a ventas precipitadas y a fuertes pérdidas. Esto puso de manifiesto como un simple movimiento inesperado de tipos, y sin que el colateral hubiera sufrido daño, podía desencadenar una crisis en los CMO que guarda semejanzas con otras pasadas y futuras.

b) El aseguramiento mediante futuros

En efecto, la crisis de 1987 ocurre alrededor del mercado de futuros. La fórmula Black-Schole permitía poner un precio a una opción conociendo el tipo de interés del activo sin riesgo, la fecha de la opción, el precio y la volatilidad del activo, y el precio de ejecución de la opción. La volatilidad del activo se estimaba en base a series temporales suponiendo una distribución normal gausiana. Las opciones sobre futuros así calculadas servían para asegurar carteras, de manera que si la cartera caía y se tenían vendidos futuros, se compensaban pérdidas con beneficios (en caso de que no cayeran los valores se perdía el coste del futuro

o de la protección). El problema ocurre cuando la cartera cae mucho más de lo previsible y la caída sobrepasa el nivel de cobertura en futuros que habíamos juzgado razonable. Además, estas operaciones no se hacen a vencimientos sino que se cruzan operaciones diarias, de forma que si la Bolsa va cayendo es normal que las posiciones de futuro se vayan deshaciendo ya que su valor es mayor a medida que el mercado cae. Pero si todo el mundo intenta vender futuros a la vez en un mercado con una caída inusual, puede darse el caso, como aquí ocurrió, que no haya compradores y se rompa el vínculo entre el precio de las acciones y los futuros de los cuales son subyacente, el precio se distorsiona y el mercado se cierra.

El desastre de octubre de 1987 es bien conocido, pero a la luz de los acontecimientos recientes conviene recordar, como hace Charles Morris en su libro, que movimientos bruscos más fuertes de los esperados (y que se apartan de los límites incorporados a los modelos de volatilidad) confunden a los mercados, producen movimientos de venta masivos en una misma dirección y autoalimentan las caídas, llevando, como decimos, a la inexistencia de transacciones. En este caso, la ingenuidad estaba en creer que todos se podían asegurar, sin pensar que en caso de desastre dicho seguro, simplemente, no iba a funcionar.

c) El arbitraje

Algo parecido ocurrió con el fondo *"Long Term Capital Management"* (LTCM) que arbitraba entre emisiones de deuda similares pero que por ser unas más reciente se movían más, tenían más liquidez, y ofrecían precios algo más altos que otras iguales pero con emisiones más antiguas y menos liquidas. Eran operaciones muy simples y que supuestamente no entrañaban mucho riesgo. La historia se puede contar en dos palabras; el fondo estaba fuertemente apalancado (hasta 100 veces), tuvo buenos rendimientos, se endeudó aún más, entró en arbitrajes con los que no estaban tan familiarizados los gestores (tipo de cambio), se produjo el impago de la deuda rusa a mediados de 1998 y el fondo fue incapaz de atender las reclamaciones de liquidez y garantías de sus financiadores.

Es un mérito del libro que reseñamos vincular estos casos aparentemente distintos bajo un denominador común: "que en el epicentro de las finanzas norteamericanas, un pequeño grupo de gente era capaz de pedir prestados cientos de miles de millones de dólares de los bancos, y que ni los bancos, ni los reguladores, tenían idea de cuánta era la suma de deuda total, ni qué estaban haciendo con ese dinero" (pág.53).

En suma, los tres episodios tienen en común tres aspectos. Primero, que las crisis se gestan en mercados que escapan de la regulación financiera y se dan en un contexto de desregulación y liberalización alentado por el propio Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal. Segundo, se rompe el llamado "principio de agencia", o capacidad de controlar un proceso completo, o sea dando préstamos y siguiéndolos hasta el final. En otras áreas, la pérdida de control se da al no comprobar las dimensiones y características del aseguramiento, o el volumen del endeudamiento de aquel a quien se presta o no midiendo la capacidad de arbitrar. Y, por último, los análisis sobre comportamiento de los mercados y el riesgo de los mismos se hacen bajo supuestos de distribuciones normales de riesgos en los que estos se identifican con la volatilidad y a ésta se le supone un comportamiento estadísticamente probable, creando según dice Charles Morris: "la ilusión de que el riesgo subyacente se comprendía bien y era controlable" (pág. 58).

Una pared de dinero

Los años noventa dieron lugar a la aparición de instrumentos como los *"Collateralized Debt (or loan) Obligation"* (CDO, o CLO) similares a los CMO pero que incluían en una cartera activos distintos a las hipotecas; en realidad fueron evolucionado hasta incluir cualquier activo financiero imaginable, perdiéndose la vinculación con el subyacente real aun más que en el caso de las hipotecas. Además, surgen los "Credit Derivative Swaps" CDS, que aseguran el riesgo de impago de bonos y préstamos.

En el libro se presta especial atención a las compras de empresas con endeudamiento, lo que ha dado lugar a operaciones cuyo objetivo fundamental no es lograr una dimensión competitiva sino operaciones especulativas que funcionan así: 1) se pone una cantidad determinada (a); se pide un crédito (b)>(a);2) se compra la empresa por este importe (a)+(b); 3) se aprovecha el aumento de valor de mercado que ha seguido a las operaciones de compra y se da un dividendo, por ejemplo, igual a la cantidad inicial aportada (a), con lo que ya se ha recuperado la inversión y se posee la compañía; esta cantidad puede ser incluso mayor según la revalorización obtenida; 4) la compañía adquirida comparte con la adquiriente la deuda de (b). La posibilidad de colocar esos préstamos en CDO hacía más fácil darlos, pues se traspasaba el riesgo a esas estructuras.

En la página 62 y ss. se critica la posición de la Reserva Federal, representada por Alan Greenspan, que creaba la expectativa de que si algo ocurría la Reserva Federal ayudaría al mercado reduciendo tipos e interviniendo para evitar un riesgo sistémico, tal como había hecho en cada una de las crisis descritas en el apartado anterior.

De esta forma se llega a lo que se denomina en el libro: "La mayor burbuja del mercado de la vivienda en la historia de la humanidad" (pág. 65), que tiene lugar en Estados Unidos (y otros países) entre los años 2000 y 2005. Los desmesurados crecimientos en el valor de los activos inmobiliarios y su peso en el PIB son conocidos, contrastando con otras variables de la economía como las propias rentas y los salarios que crecían a tasas más moderadas cercanas a las del PIB. El riesgo de esta burbuja es que permitía a los propietarios de viviendas hipotecadas seguir disponiendo de dinero fácil y barato aportando como garantía la revalorización de esas viviendas. Las malas prácticas acompañaron a estos préstamos, tanto en la valoración de los inmuebles,

como en la sobrevaloración de la capacidad real de pago de los deudores, en los tipos de interés tan bajos que se ponían, las bajas cuotas iniciales y la expectativa creada de que aunque eran ajustables iban a continuar así.

La forma en que aparecen los problemas se describe en el libro tomando como referencia los problemas de CMO de 1987, sólo que amplificados por los volúmenes actuales, la exacerbación de los problemas de agencia (desconexión entre las diversas fases de concesión y cobro de los préstamos) y el entorno de euforia que ha caracterizado la época reciente. Los instrumentos financieros mencionados han servido, independientemente del origen razonable para el que fueron concebidos, como forma de proporcionar liquidez y financiación a un precio bajo, y ocultar la relación entre riesgo del subyacente y el de los bonos emitidos por los CDO. Se señala 2003 como la fecha en que los préstamos hipotecarios no tenían ya prestatarios solventes; es entonces cuando las malas prácticas mencionadas empezaron a crecer y con el argumento de hacer propietarios a los pobres se hizo entre 2005 y 2006 un marketing agresivo en las comunidades más desfavorecidas, con ofertas financieras fraudulentas cuyos pagos pronto se descubriría que eran imposibles de cumplir. Una industria entera de promoción, construcción y venta siguió a esta demanda artificialmente creada.

Efectivamente, la posibilidad de transferir el riesgo permitió disimular algún tiempo unas prácticas que afectaban no sólo a la vivienda sino a otros segmentos de préstamos (tarjetas, cuotas, consumo,...) y a la compra con apalancamiento de empresas que se describe anteriormente. Las empresas comenzaron a emitir títulos con cualquier tipo de activo subyacente imaginable para financiar equipo, fletes de transporte, nuevos productos, en forma de *"Asset Back Securities",* (ABS) que se incorporaban a las carteras de los CDO. Los bancos de inversión y comerciales participaban en las emisiones de hipotecas, bonos y deuda de cualquier tipo, bajo estas estructuras, financiando y, como luego se comprobó, invirtiendo también en ellas.

En la pág. 75 y ss. se destaca la aparición de los *"Credit Derivative Swaps",* CDS, que ofrecen garantía de pago de una deuda o un préstamo, a cambio de una prima. Este tipo de aseguramiento pasó de ser un billón de dólares en 2001, a 45 billones en 2007, en valor nominal de carteras cubiertas. Los CDO sintéticos se crean ahora comprando CDS en vez de títulos, con lo que se vuelven más y más complejos, pero sobre todo, es la idea del libro de Chales Morris, se va perdiendo la relación entre deuda y subyacente, entre préstamos y el destino de los mismos, dificultándose enormemente la percepción del riesgo y su evaluación. Es significativo considerar a estos efectos cómo se distribuye el riesgo. En una cartera puede haber un porcentaje muy pequeño de títulos muy arriesgados, o un porcentaje con menos riesgo; resulta muy difícil calcular cual de las dos podría afectar más a un bono de alta calidad, calificado como AAA, pese a que la media de riesgo de ambas carteras puede ser la misma. Como se dice en la pág. 79: "Carteras con riesgos aparentemente similares se comportarán seguramente de forma diferente ante situaciones distintas de *estrés*, ya que los cambios en el riesgo suelen ser no lineales, lo que hace muy difícil modelizarlos correctamente".

Esto se evidencia de forma dramática en junio de 2007, cuando dos "hedge funds" gestionados por el banco de inversión Bear Stearns no pueden atender la petición de su financiador en relación con las "margins calls" (más liquidez o más garantías). Los fondos invertían en los tramos con mejor calidad crediticia de un CDO de hipotecas *"subprime",* pero su valor había caído de 100 a 95; el apalancamiento del fondo era de 17 veces, lo que amplía la pérdida. Merrill Lynch, que era el principal financiador toma los activos del fondo para liquidarlos y resarcirse de su préstamo, pero entonces se pone de manifiesto el recelo del mercado a comprar esos títulos; surge la desconfianza (o los compradores esperan valores aun más bajos) y el valor cae todavía más. Esta desconfianza se extiende a prácticamente cualquier activo, buenos o malos, que se hacen ilíquidos y pierden valor de mercado, dando origen a la crisis.

Se puso entonces de manifiesto que algunos bancos habían creado *"Structured Investment Vehicles"* (SIV) que financiaban con papel comercial a corto plazo, y que invertían en tramos de CDO. Estas estructuras no consolidaban en balance por lo que, en general, no eran seguidas adecuadamente por los mercados ni por los reguladores. Lo más importante es que se tratan de estructuras sin capitalizar, cuyos recursos proceden exclusivamente de financiación a corto plazo y que invertían en productos a largo plazo. La pérdida de valor de marcado de esas inversiones y la falta de liquidez para financiarlas forman un círculo que lleva a menor valor y más necesidad de hacerlas líquidas. Los bancos optan entonces por incorporar esos activos a sus balances, efectuando las correspondientes dotaciones que se reflejan contablemente como pérdidas. Este tipo de SIV ha tenido una vida efímera y nunca deberían haber existido, pues independientemente de la calidad de los activos en que invertían, la forma de financiación es heterodoxa e imprudente, y tarde o temprano estaban abocados a problemas.

Cómo se desmontan estas estructuras defectuosas y cuánto cuesta el ajuste

La tarea que se proponen los autores, de manera más general en el libro de Charles Morris, y más detallada y concreta en el trabajo de David Greenlaw et al., es doble: por un lado, identificar dónde se encuentran, y en qué forma, los productos financieros derivados de hipotecas de viviendas y locales, operaciones de compraventa de empresas, tarjetas de crédito, préstamos en general, derivados de crédito, etc.; y por otro, calcular el impacto económico de desmontar estas estructuras, así como otros efectos sobre aseguradoras especializadas en asegurar bonos de entes públicos o hipotecas, las llamadas *"monoline".*

Hemos visto que los bancos de inversión adquirían los tramos de más calidad crediticia, pero mediante una financiación y capitalización inadecuadas; también otros inversores institucionales incorporaban a sus carteras esos títulos que, aunque apoya-

dos en hipotecas *"subprime"* de baja calidad, parecían contar con protección suficiente como para no resultar impagados. Pero ¿quién compraba los tramos considerados de riesgo? En primer lugar, los *"hedge funds"* o fondos de inversión libre, que se endeudan para invertir, tenían en 2007 alrededor del 60 por ciento de los CDS y un tercio de los CDO emitidos. De esta manera el apalancamiento de los fondos se hacía para adquirir tramos de CDS y CDO que, a su vez, estaban fuertemente apalancados. Compañías de seguros e inversores institucionales también incorporaban a sus carteras estos tramos de riesgo, pero en pequeñas cantidades. A diferencia de los *"hedge funds",* estos últimos compraban al contado y no para negociar sino para mantener.

Los *"hedge funds"* entraron activamente en el mercado de venta de protección de bonos y préstamos, recibiendo a cambio una prima. En la pág. 110 y ss. se explicitan las relaciones entre los *"hedge funds"* y los bancos de inversión que los financiaban, además de realizar con ellos todas las operaciones financieras que los fondos necesitaban en su actividad diaria. Una explicación de por qué los bancos de inversión se involucraron tanto en este negocio y del grado de concentración que llegaron a tener, es que entre el 20 y 30 por ciento de todos los ingresos de los bancos provenían de su negocio con los fondos.

Aunque se ofrecen muchos detalles sobre las posiciones y funcionamiento de los *"hedge funds",* lo más importante que se pone de manifiesto es cómo la toma de posiciones de riesgo, financiadas con un alto grado de apalancamiento, valoradas a precios de mercado, pueden perder valor si hay necesidad de hacerlas liquidas; y cómo un movimiento simultáneo de venta puede acabar con el mercado.

Esta misma historia se describe para las operaciones de compra de empresas con apalancamiento, que dan lugar a los *"Collateralized Loan Obligation"* (CLO), es interesante destacar que (pág. 120): "En el mercado de la empresa, como en buena parte del mercado de hipotecas, la mayoría de los préstamos son financiados de manera conservadora, pero los prestatarios que se endeudan para invertir suelen hacerlo con un gran apalancamiento". Cuando los problemas relacionados con la devolución de préstamos, liquidez, venta de activos, ocurren, los prestamistas tienden a elevar el coste del crédito y a reducirlo, lo que provoca dificultades para todo tipo o clases de activos.

Al tratar de aproximarse a la valoración del daño que la crisis actual puede hacer, sólo en lo que se refiere a pérdidas en los activos financieros, Morris distingue entre pérdidas de mercado y pérdida del subyacente. En efecto, los CDS son seguros, de manera que en caso de impago de un bono asegurado, lo que uno pierde otro lo recibe; sin embargo, al igual que ocurre en el seguro de un bien, la pérdida del subyacente del objeto asegurado, es una pérdida patrimonial real para el sistema, independientemente de quién la soporte. En el caso de los futuros, que constituyen una forma de aseguramiento, el hecho de que existan índices y mercados donde se efectúan transacciones diarias permite (salvo el caso en que se produzca un fenómeno singular como ocurrió en 1987) que se vayan ajustando diariamente los contratos, con lo que las pérdidas pueden suavizarse. Sin embargo, en el mercado privado de los CDS sólo cuando se produce el impago o lo que se ha previsto como evento de impago, se ajustan los contratos.

Si en un momento dado se dieran impagos generalizados (cosa que aún no ha ocurrido), la situación podría ser dramática y habría que ver la capacidad real de los aseguradores para responder de los compromisos contraídos. También la forma de cancelar las operaciones, una a una, parte y contraparte, puede ser complicada si se tiene que hacer de manera masiva.

Para evaluar las pérdidas por impagos y dotaciones, Morris tiene en cuenta los nominales, porcentajes de impagos y dotaciones posibles, tasas de recuperación, y llega así a la pérdida neta. Los instrumentos que considera son: "hipotecas sobre viviendas" (450 mil millones de dólares); "deuda corporativa" (345 mil millones de dólares); otros instrumentos relacionados con locales comerciales y tarjetas de crédito (215 mil millones de dólares). La suma total de pérdidas le lleva aproximadamente al billón de dólares. Estas cifras están basadas en hipótesis sobre el comportamiento de la economía real: el desempleo, la morosidad, la evolución del gasto de consumo y la inflación, entre otras variables.

En el trabajo de D. Greenlaw *et al.,* hay un análisis exhaustivo de las pérdidas por hipotecas, y aquí los supuestos dependen totalmente de los que se hagan de caída de precios, sobre lo que no se sabe nada con certeza. Todo esto se analiza en las págs. 14 y ss., incluyendo la refinanciación de viviendas que se produjo en los últimos años, llegando a la cifra de 400 mil millones de dólares de pérdidas posibles por el riesgo de crédito hipotecario, esto es, impagos ,teniendo en cuenta la situación general de la economía y su efecto sobre el empleo e impago de hipotecas, así como los efectos de la caída del precio de la vivienda.

Estas son cuestiones muy difíciles de medir, porque no se trata sólo de evaluar el impacto de la recesión económica y el desempleo sobre los impagos, sino también la caída del precio de la vivienda tras los fortísimos incrementos de los últimos años. Lo que más preocupa es el efecto que sobre el precio podría tener una salida masiva de viviendas al mercado y el efecto de ese precio de referencia sobre las decisiones de iniciar nuevas viviendas, esto es, el precio razonable de mercado que serviría de referencia para los cálculos de la promoción. Asimismo, los créditos y la relación entre préstamo y valor de tasación, el *"loan to value"* (LTV) han sido menos exigentes que en épocas pasadas y es lógico que las viviendas concedidas en estas condiciones sufran una corrección.

Por eso, aunque la economía no entre en recesión, es de esperar una caída importante en el precio de las viviendas. Con estas consideraciones, se llega a la cifra de 400 mil millones de dólares en pérdidas; son pérdidas directas por impagos, sin tener

en cuenta otras operaciones como CDS y el impacto de la vivienda sobre otros instrumentos financieros. Tratan sólo de ver las repercusiones de estas pérdidas en la parte que corresponden a provisiones por morosidad en las entidades norteamericanas y sus efectos sobre la economía real.

En una reflexión, tras llegar a estas cifras, se plantean dos cuestiones. Una, que las consecuencias son aun desconocidas, ya que si se producen impagos generalizados sobre los activos de las estructuras que contienen hipotecas, particularmente en los *"hedge funds",* se producirán ventas forzadas, rebajas de calidad crediticia que forzarán nuevas ventas, y los tenedores de los tramos de mayor calidad de los CDO ejercitarán su derecho de liquidar las estructuras y recuperar lo que puedan de la venta. Todo ello podría llevar a una verdadera catástrofe de la que prácticamente nadie saldría inmune.

La segunda reflexión es preguntarse cómo se ha llegado a esto. De hecho, argumenta Charles Morris, el comportamiento de los que han intervenido en esta historia no ha sido irracional, sino una orientación a corto plazo con la que se podían obtener fuertes beneficios. La explosión del crédito y el endeudamiento ha sido la variable clave en los últimos veinticinco años. Desde la época de Paul Volcker, cuando frenó la inflación en 1980, hasta 2005, los activos financieros pasan de tener un volumen similar al PIB mundial, a representar 3,7 veces más. Los derivados financieros eran muy rudimentarios en 1980 y en 2005 su nominal es tres veces mayor que todos los instrumentos financieros juntos y diez veces el PIB del planeta. Aunque estos datos hay que interpretarlos adecuadamente (pues es claro que los activos como riqueza han de ser mayores que el PIB, que es renta, y que el valor nominal de los derivados es el de la cartera de referencia), la escala de que hablamos resulta tan grande que no es extraño que un apalancamiento de esas dimensiones sea una puerta abierta a la volatilidad, llegando incluso a la desaparición de los mercados.

El autor culpa a una política liberal, inspirada por la Escuela de Chicago, de la falta de regulación, prevención, intervención, en la confianza de que los mercados de activos se autorregularían. Por otra parte, está la perdida de relevancia del concepto tradicional de liquidez referido a un agregado monetario que podían controlar los bancos centrales y la aparición de instrumentos que generaban liquidez de forma autónoma. Este hecho habría requerido una orientación de los bancos centrales hacía la contención de la inflación de activos, cosa que han ignorado en la esperanza de que se ajustarían espontáneamente.

Volvemos ahora al trabajo de D. Greenlaw *et al.,* y frente a esta situación, las conclusiones a las que llegan y las propuestas que hacen son las tres siguientes:

La crisis actual, más que de confianza o puramente financiera, hay que identificarla con las pérdidas por impagos que afectan a intermediarios financieros que han invertido con apalancamiento. Las inyecciones de liquidez de los bancos centrales pueden ayudar temporalmente a seguir prestando y mantener los balances de las entidades financieras, pero el deterioro de los activos va a exigir o más capital o venta de esos activos para mantener las ratios entre capital y deuda. La reducción de tipos de interés en Estados Unidos puede ayudar a las entidades financieras si se positiviza la curva de tipos y favorece la demanda y la actividad económica. Más efectivo es capitalizarse y recortar dividendos; esto debería hacerse de manera coordinada, pero resulta difícil pedir a todas las entidades que actúen por igual cuando son competidoras entre sí. En el momento actual todavía no se han producido impagos a gran escala y los beneficios de las grandes empresas y el mercado de valores están relativamente bien; si la economía real sufre, el sistema financiero sufrirá ese deterioro en forma de pérdidas por créditos.

Para los bancos centrales hay una importante lección de la crisis, y es el papel que juegan los tipos de interés a corto plazo en las decisiones de apalancamiento e inversión con deuda en activos financieros. Los tipos a corto han sido los precios (bajos) que han facilitado los préstamos con colateral; esta segunda función de los tipos a corto para los mercados de activos (bonos, acciones e inmuebles) ha sido crítica y debe tenerse en cuenta a futuro si los bancos centrales quieren intervenir para prever inflaciones o burbujas de activos. Por otra parte, los cambios en la oferta de crédito afectan al gasto; sería importante conocer cuánto crédito se está dando derivado de compromisos anteriores que ahora se materializan y cuánto nuevo se genera, para ver cual es la verdadera contracción del crédito.

Un tercera conclusión es la importancia de ajustes en los balances de las entidades financieras con relación a la liquidez. Los cambios en los balances amplifican las compras de activos o préstamos en épocas de auge (al subir el valor de los activos y tener una menor ratio entre deuda y capital), o al contrario en los momentos de caída de precios. Este aspecto podría llegar a ser particularmente alarmante si hubiera que valorar los préstamos hipotecarios en los balances de las entidades de crédito por su valor de mercado (con un deterioro del valor del subyacente respecto al activo) y no por el nominal.

Por último, está claro que hay que atender en el futuro a todas las estructuras que surjan de la titulización de activos, no sólo viendo la dispersión del riesgo o la colocación del mismo en vehículos opacos, sino por la propia creación de liquidez al margen de los agregados monetarios que son la referencia de los bancos centrales. Es significativo que en la primavera de 2007 la Reserva Federal dejara de prestar atención a la evolución del agregado monetario (M2) por entender que no resultaba relevante como indicador adelantado de la inflación y del crecimiento. El Banco Central Europeo, sin embargo, insistió en mantener la variable monetaria (M3) como indicador de referencia. Visto este hecho con la perspectiva de lo que ha ocurrido, parece claro que un banco central debería esforzarse por entender qué hay detrás de la forma de crecimiento del agregado monetario, y si entiende que ese agregado no es relevante porque existen en la economía fuerzas autónomas de creación de liquidez, intentar aproximarse

al conocimiento de las mismas y, de una forma u otra, controlarlas. Los bancos centrales no estaban muy preocupados por la inflación de consumo, y pensaban que la de activos la ajustaría el mercado. Es un ejemplo significativo de lo que venimos exponiendo: pérdida de control, confianza en las fuerzas del mercado, en los ajustes espontáneos mientras la economía disfruta de una cierta euforia que parece inagotable.

Ganadores y perdedores

El fuerte desequilibrio de la balanza comercial norteamericana se da como una de las variables explicativas de la ingente suma de capitales que acuden a los mercados financieros norteamericanos, contribuyendo al fenómeno descrito. En efecto, el déficit de balanza comercial es cubierto por un flujo neto de capital, que a finales de 2006 suponía cinco billones de dólares en reservas poseídos por el resto del mundo. Este fenómeno es nuevo, pues excepto durante la crisis del petróleo de los años setenta, siempre ha habido superávit.

De nuevo la explicación de las fuerzas de mercado se utiliza para justificar cómo se compensan el exceso de consumo en Estados Unidos con el exceso de ahorro exterior y se explica la disponibilidad a prestar por la falta de oportunidades financieras fuera, con respecto a Estados Unidos. No se cuestionaba la fortaleza del dólar ni los desequilibrios a que esta anomalía podía llevar.

Cuando el dólar empieza a despreciarse se dan movimientos para ir dejando posiciones en dólares y tomarlas en otras divisas como el euro. De nuevo tenemos la interpretación del exceso de endeudamiento, la pérdida de calidad del subyacente y la salida, reforzando el problema, pero, en este caso, referido a la divisa.

El autor dedica los dos últimos capítulos del libro a criticar la forma en que se han tratado cuestiones económicas, políticas y sociales básicas como la inversión empresarial, los salarios, la distribución de la renta, la salud, la educación o los privilegios del sector financiero. Y, en este sentido, propone una mayor intervención pública, vigilancia de la creación de crédito y, en general, asumir que los mercados tienen importantes limitaciones y que, por ejemplo, es mejor que existan mercados regulados donde se intercambien derivados de crédito que las transacciones se hagan en operaciones privadas. En suma, (pág. 169), concluye: "Mi opinión personal es que el cambio que tiene lugar en los años ochenta de un estilo de gestión económica centrada en el gobierno, hacia una orientación más de mercado fue un factor crítico en la recuperación de la economía en los años ochenta y noventa. Pero la crisis financiera actual sugiere que hemos alcanzado el punto en el que el dogmatismo del mercado es el problema más que la solución. Y después de un cuarto de siglo es hora de que el péndulo gire en la otra dirección".

Gumersindo Ruiz
Universidad de Málaga

El economista naturalista (en busca de explicaciones para los enigmas cotidianos),

Robert Frank, Ediciones Península, Barcelona, 2008, 297 págs.

Es un libro de cuestiones y ejemplos relacionados con la economía (sobre todo, con la microeconomía) y en el que los economistas nos sentimos como el pez en el agua. El autor Robert Frank, lo es también, junto con Ben Bernanke (Presidente de la Reserva Federal), de dos libros titulados Macroeconomía y Microeconomía.

¿Cuál es la tesis del libro "El economista naturalista"? Que aprender economía es como aprender a hablar un idioma. Es importante empezar despacio y ver una misma idea en múltiples contextos. El autor, partiendo de situaciones reales, quiere inculcar en el lector eso que se llama "mentalidad económica". Para conseguirlo, utiliza como sistema hacer muchas preguntas concretas, a veces fáciles y otras difíciles, pero siempre provocativas y relacionadas con la realidad o los conceptos económicos. Son casos concretos que permiten al lector pensar y hacer pensar.

Algunos casos son ejemplos valiosísimos que un profesor de Economía puede utilizar en clase. Otros son temas que resultan interesantes para discutir y hablar con la familia y los amigos. Transcribo algunas de las muchas preguntas de las que consta el libro:

¿Por qué el tapón del combustible está en el lado del conductor en unos coches y en el del copiloto en otros?

¿Por qué es más caro hacer una transferencia bancaria que enviar dinero por correo en un cheque?

¿Por qué muchos bares cobran el agua a sus clientes, pero les regalan los cacahuetes?

¿Por qué una empresa eléctrica contrata en exclusiva un abogado externo a un precio elevado cuando podría tenerlo en plantilla por menos de la mitad de lo que pagaría por él?

¿Por qué en Alemania la tasa de desempleo es mucho más alta que en Estados Unidos?

¿Por qué en Estados Unidos los consumidores pagan más del doble del precio internacional del azúcar?

¿Por qué la ropa de mujer se abrocha siempre por la izquierda y la de hombre por la derecha?

¿Por qué los laboratorios fotográficos regalan los duplicados?

¿Por qué en los restaurantes de cinco tenedores cobran más los camareros que los ayudantes del jefe de cocina?

¿Por qué los médicos suelen recetar demasiados antibióticos?

¿Por qué las mujeres soportan la incomodidad de llevar tacones altos?

¿Por qué las ballenas, y no los pollos, están en peligro de extinción?

¿Por qué en los coches los asientos de seguridad para niños son obligatorios y en los aviones no?

¿Por qué los abogados se gastan más en ropa y coches que los catedráticos de universidad que ganan lo mismo?

Las contestaciones a éstas y a otras 200 preguntas más tienen una extensión media de unas 400 ó 500 palabras. El lenguaje es tan sencillo que lo puede entender una persona que nunca ha estudiado Economía. Muchas personas consideran que la Economía es una materia cabalística y abstrusa, lo cierto es que sus principios básicos, lejos de ser complicados, están llenos de sentido común. Ver cómo se aplican estos principios dentro de ejemplos concretos es una buena oportunidad para dominarlos sin esfuerzo.

El coste de oportunidad

Uno de los conceptos en que más se insiste en "El economista naturalista" es en el del coste de oportunidad (aquello a lo que se debe renunciar para hacer algo u obtener una cosa). Los estudiantes apenas se quedan con una noción vaga de este concepto. Si no se detienen suficientemente en él y no lo utilizan una y otra vez en ejemplos diferentes, no lo retienen. Sin embargo, el coste de oportunidad ayuda a explicar un gran número de comportamientos interesantes. Pensemos, por ejemplo, en las consabidas diferencias culturales entre las grandes ciudades costeras de Estados Unidos y las pequeñas de la región central. ¿Por qué los vecinos de Manhattan suelen ser antipáticos e impacientes y, en cambio, los habitantes de Topeka amables y corteses?

El análisis coste-beneficio

Otro de los principios económicos que se trabaja en el libro es el del coste-beneficio. Como sabemos, este principio dice que se debe hacer algo sí y sólo sí el beneficio que reporta supera el coste en que se incurre al hacerlo. Por tanto, no se debe incorporar una característica al diseño de un producto a menos que el beneficio que reporta (medido por el número de consumidores que están dispuestos a pagar más por ella) es igual o mayor que su coste (medido por el coste adicional en que incurren los fabricantes al incorporarla).

El dinero no lo regalan

Por último se insiste en la dificultad de hacer pronósticos. No hay que creerse al pie de la letra los pronósticos de los asesores financieros. Cuando un asesor afirma que una acción está infravalorada, dice que se está regalando el dinero. Pero es raro que el dinero permanezca mucho tiempo en una bandeja sin que nadie lo coja. Si otras personas supiesen que la acción se cotiza a un precio inferior a su verdadero valor, ¿por qué –se pregunta el autor– no han comprado la acción inmediatamente y, por tanto, su precio no ha subido? ¿Está diciendo el asesor que posee información privilegiada? Hay que ser cautos y saber que quienes prometen fortunas rápidas comprando acciones infravaloradas son unos charlatanes. Sobre este mismo tema los economistas llevamos explicando desde hace tiempo, hasta la saciedad, la incapacidad de predecir el tipo de cambio euro/dólar.

El excesivo formalismo matemático ha desempeñado un papel importantísimo en el progreso intelectual de la Ciencia Económica, pero no ha demostrado ser un vehículo eficaz para iniciar a los legos en la materia, salvo en el caso de los estudiantes que tienen una gran formación matemática previa. La mayoría de los estudiantes que intentan aprender Economía a base de ecuaciones y gráficas nunca llegan a imbuirse de la peculiar mentalidad conocida como "pensar como un economista», en cambio este libro les ayudará.

Hace tiempo leí un libro de Xavier Sala i Martín titulado "Economía liberal para no economistas y no liberales". En mi opinión y muy al contrario de lo que dice el título, la obra estaba destinada al disfrute, fundamentalmente, de los economistas y dentro del gremio a los más liberales. Hace poco leí otro libro escrito por Alfredo Pastor que lleva por título: "La ciencia humilde. Economía para ciudadanos". En la reseña que hizo Victorio Valle sobre él para el número 203 de Cuadernos de Información Económica se puede leer que más orientado al ciudadano que al economista. Discrepo del profesor Valle, este tipo de libros puede ser muy útil a los ciudadanos no economistas pero quien verdaderamente lo disfruta es el economista.

"El economista naturalista" es también un divertimento para los economistas, aunque a la vez sea un libro que pretende introducir al profano en el mundo de la lógica económica. Muy aconsejable para aquellas personas que quieren iniciar sus estudios de Economía. Su lectura facilitará a los futuros estudiantes el estudio necesario de ecuaciones y gráficas. A los profesores les ayudará a hacer las clases más amenas. Está narrado de tal forma que prácticamente cualquier persona puede asimilar con facilidad los contenidos que allí aparecen. Y este es precisamente el objetivo del libro, convertir una serie de historias, ejemplos y casos en un material didáctico que permita captar, asimilar y recordar los principios más básicos de la Economía.

Rafael Pampillón Olmedo
Profesor del IE Business School
Catedrático de la Universidad CEU-San Pablo

El sector público español.
Evolución, situación actual y retos planteados,
José M. Domínguez Martínez,
Ediciones de Economía,
Colegio de Economistas de Málaga, 2008, 163 páginas.

Los hacendistas y economistas vienen manifestando desde hace ya bastante tiempo sus preocupaciones sobre los males que aquejan al sector público en España y proponiendo recetas para su adecuado tratamiento. Entre ellos, probablemente haya sido el director de esta revista y de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS), Victorio Valle, uno de los que más se han prodigado en el ejercicio de esta tarea, desde las páginas de ésta y otras muchas publicaciones conocidas de ámbito nacional[i]. Por la autoridad que se le reconoce entre los analistas económicos, no creemos superfluo comenzar esta reseña recordando, aunque sea de forma enunciativa, sus fundamentados juicios sobre algunos de los aspectos problemáticos y deberes más urgentes del sector público español en las vertientes del equilibrio presupuestario, gasto público y fiscalidad. He aquí, en mi opinión, los ocho más relevantes a corto plazo:

1. Consolidación presupuestaria

Conservar las mejoras del saldo presupuestario conseguidas hasta el momento parece un criterio poco exigente de consolidación, habida cuenta de los riesgos latentes de mantenimiento de la situación actual: el creciente envejecimiento de la población; el precario futuro del sistema de pensiones; la necesidad de un gasto creciente en I+D para acelerar el crecimiento, al margen de la necesaria reestructuración del gasto público actual; la pérdida de fondos estructurales y ayudas públicas europeas; la necesaria mejora de la calidad de los servicios públicos; la creciente escasez de ahorro privado y la necesidad de financiación también en aumento que ello comporta, y las cesiones o reducciones impositivas no plenamente compensadas con avances en la lucha contra el fraude fiscal.

2. Déficit estructural

El componente "estructural" del saldo público sigue siendo deficitario, sin que apenas haya variado su nivel relativo en los últimos años. La tarea pendiente es, pues, acometer las necesarias reformas de estructuras para reducir el coste de prestación de los servicios, en los que aún se registra una brecha importante entre su evolución en términos reales y el crecimiento de la producción pública. La elevación de la eficiencia en la prestación de los servicios públicos, tanto como la mejora de la de los sistemas de recaudación y lucha contra el fraude, son elementos centrales en un diseño de política presupuestaria en la que el equilibrio sea menos forzado y que permita combinar su acción macroeconómica a corto plazo con la misión de estímulo a largo.

3. Eficiencia en la gestión de los recursos públicos

La búsqueda de la eficiencia en la gestión de los recursos públicos exige avanzar en la realización de estudios que permitan la evaluación de costes y beneficios sociales de los diferentes gastos públicos y la introducción de mecanismos presupuestarios sencillos (la aproximación a presupuestos por objetivos y algún elemento de la presupuestación con base cero) que doten de coherencia al proceso presupuestario.

4. Reestructuración del gasto público

El cambio de la estructura del gasto público debe llevarse a cabo de forma que ponga un mayor énfasis en los gastos en capital físico, humano y tecnológico, al constituir éstos la base del crecimiento futuro. La reducción del gasto público en porcentaje del PIB desde 1995 obliga a mejorar la asignación de los recursos como única vía para aumentar esos nuevos gastos, sin renunciar a los gastos de protección social ni a los restantes servicios públicos necesarios para los ciudadanos y que el mercado no proporciona de forma adecuada.

5. Adecuación de los servicios públicos a las necesidades sociales

El aumento de la eficiencia en la producción pública debe venir acompañada de la adecuación de los servicios públicos a las necesidades sociales, vigilando de forma continua las preferencias de la sociedad, mediante encuestas y sondeos de opinión, y ajustando esa producción pública a las carencias sentidas por los ciudadanos.

6. Equidad del sistema impositivo.

Pese a la importancia de la búsqueda de la eficiencia, el sistema fiscal no debe ni puede renunciar a unos objetivos básicos de equidad. En este sentido, y al margen de que una adecuada revisión –no supresión – de los impuestos patrimoniales podría haber dotado a estos instrumentos fiscales de una gran utilidad desde las ópticas de la equidad y de la necesaria información para el control del IRPF, la fijación de un criterio estable que defina una adecuada relación entre la progresividad de los impuestos personales y la proporción existente entre impuestos directos e indirectos parece hoy una medida necesaria para no deteriorar la equidad del sistema, que, cuando menos y salvo que se tengan objetivos más ambiciosos, debe ser proporcional a la renta.

7. Simplificación del sistema fiscal.

El sistema fiscal debe ser lo más simplificado posible, de forma tal que no debe incorporar elementos que, por su complejidad, estimulen el fraude y la evasión fiscales. Este criterio no debe, sin embargo, llevarse hasta el límite de impedir que la norma fiscal refleje los deseos de la sociedad en esta materia.

8. Financiación de las haciendas territoriales

Desde la óptica de las haciendas territoriales, la búsqueda de un sistema óptimo de financiación de los distintos niveles de la Administración (central, autonómico y loca) reclama, ante todo, una definición real –no sólo jurídica del reparto de tareas entre ellas, sin perjuicio de la urgencia del establecimiento de un plan de fiscalidad local suficiente que evite la inaceptable utilización de la calificación del suelo edificable como medio de obtención de recursos por los municipios, con sus consiguientes efectos nocivos sobre los precios de solares y viviendas.

En consecuencia, múltiples preocupaciones las expuestas por Victorio Valle respecto a los aspectos problemáticos y tareas pendientes a corto plazo del sector público español, en las que se inscribe, por lo demás, el libro *El sector público español. Evolución, situación actual y retos planteados,* del catedrático de Hacienda Pública José Manuel Domínguez Martínez, publicado en 2008 por Ediciones de Economía. Un libro del que ha de señalarse, de partida, que recoge el contenido de la intervención del autor, con el título "El sector público español: una visión de conjunto", en el curso "España: retos económicos actuales", celebrado en Málaga, del 2 al 6 de octubre de 2006, dirigido por Braulio Medel y Victorio Valle, y organizado por FUNCAS, con la colaboración de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Málaga y el patrocinio de Unicaja. Y libro también del que urge decir que se trata de un texto con una prosa clara y amena, ilustrado con una copiosa información estadística sobre España y la experiencia comparada y, por añadidura, sumamente didáctico.

Junto a la introducción, las consideraciones finales y las referencias bibliográficas, el libro se compone de cuatro capítulos centrales cuyos contenidos pasamos a comentar seguidamente, precedidos de sus títulos y de los de los principales apartados:

1º. *El sector público en España: delimitación y cuantificación.* Este primer capítulo se centra en la explicación de cuatro cuestiones preliminares al desarrollo de los tres que siguen: las distintas acepciones de sector público, entre las que el autor se decanta para su estudio por la definición de sector público en sentido estricto, al ser ésta la adoptada por la Contabilidad Nacional y la utilizada en las comparaciones internacionales; los criterios de determinación de una unidad institucional y la configuración del sector público español según sus diferentes acepciones; las distintas formas de intervención del sector público en la economía, y los indicadores de la dimensión de este agente económico desde la doble perspectiva de los gastos y los ingresos públicos, y las cautelas que han de adoptarse en su interpretación.

2º. *Los gastos públicos: evolución y situación actual.* El segundo capítulo se abre con la exposición de la evolución del gasto público en España respecto al PIB, desde 1975 a 2005, y la clasificación de los países de la UE en 2004 de acuerdo con este mismo indicador de la dimensión pública. A ello le sigue un breve análisis del grado de correlación observada en los países desarrollados de la OCDE entre el PIB per cápita y el tamaño del sector público en 2002, entre el PIB per cápita y el gasto público per cápita en 2003 y entre la ratio gasto público/PIB y la participación del empleo público en el empleo total, advirtiéndose en este último caso, no obstante, sobre las reservas que necesariamente han de tomarse al interpretar los datos sobre el empleo público por la deficiente información estadística y los escollos metodológicos existentes. El estudio sobre esta variable se completa, en todo caso, con la clasificación de los países de la OCDE en tres grupos, atendiendo a la importancia relativa del empleo público en 1999: países con una participación superior al 20%, países -entre los que figura España- con una participación entre el 14 y el 18% y países en los que el empleo público es relativamente bajo, al situarse en torno al 10-12% del total. El capítulo se cierra con el estudio de las estructuras económica y funcional del gasto público en España en 2005 y 2004, respectivamente, así como con la comparación de nuestra estructura funcional en porcentajes del gasto total y del PIB en 2004 con los promedios de los países de la UE25 y la eurozona.

3º. *Los ingresos públicos: evolución y situación actual.* Como su propio título indica, el planteamiento del contenido de este tercer capítulo es similar al del anterior. Se inicia éste con la descripción de la estructura de los ingresos no financieros de las administraciones públicas (AA.PP.) en España en 2005 y la evolución de la presión fiscal (impuestos y cotizaciones sociales) entre 1965 y 2004, comparando, a su vez, la de este último año con la de los países de la OCDE, y analizando asimismo el grado de correlación en 2004 entre el nivel de PIB per cápita y la presión fiscal en los países de esta organización supranacional. A continuación, se pasa revista a la estructura de los ingresos impositivos en nuestro país en 2005, así como a la clasificación de las principales figuras impositivas en 2004 en función de su capacidad recaudatoria, para concluir finalmente el capítulo con un esquema sobre la distribución de estas categorías impositivas entre las distintas Administraciones Públicas.

4º. *Cuestiones y retos planteados*. El cuarto capítulo, el más extenso de todos (94 páginas) y núcleo temático del libro, aborda, como expresa el título que lo preside, el estudio de las principales cuestiones problemáticas y los importantes desafíos que tiene planteados el sector público español en los albores del siglo XXI, en cuatro escenarios distintos:

A: Dimensión, estructura y funcionamiento del sector público

Como primera cuestión planteada en este apartado inicial, el autor procede a la explicación de las líneas generales que podrían seguirse para reducir el tamaño del sector público sin perjuicio para la distribución, analizando previamente las implicaciones de las convenciones contables utilizadas en la valoración de la producción pública y el papel de las transferencias y sus factores determinantes.

En esta misma línea, se presta también atención a la configuración del sector público español, destacándose la pronunciada evolución de la descentralización del gasto público entre 1995 y

2002 y, en contraste, la lenta evolución de la descentralización de los ingresos impositivos y, por ende, la exigua corresponsabilidad fiscal que caracteriza a las administraciones territoriales (AA. TT.) en nuestro país en la actualidad, y glosando asimismo las propuestas de reforma de la financiación autonómica en lo referente a la participación de estas entidades territoriales en los ingresos de los impuestos parcialmente cedidos y las transferencias de la Administración Central (A.C.) a las comunidades autónomas (CC.AA.) (Fondo de Suficiencia).

Otras cuestiones tratadas en este primer escenario son la evolución del empleo público entre 1986 y 2006 en España y su distribución por subsectores de las AA.PP en este último año, así como las funciones del sector público y el grado de cumplimiento de las mismas, con el concurso de la denominada matriz de intervención de este agente público.

B: La vertiente del gasto público

Varios son los aspectos del gasto público que se estudian bajo esta rúbrica. El análisis comienza con el recuento de los factores que condicionan el logro de un nivel eficiente de gasto público, de los criterios generales que han guiado las reformas del sector público llevadas a cabo en los países avanzados de la OCDE en los últimos tiempos, en la búsqueda de la eficiencia en la gestión y políticas de gasto de calidad, y de los principios que han de contemplar estas últimas para poder conceptuarse como tales políticas de calidad. El tratamiento de este primer aspecto del gasto concluye con la enunciación de los principios presupuestarios en España, tal y como se recogen en la legislación sobre la materia (Ley General de Estabilidad Presupuestaria y ley 47/2003, General Presupuestaria), y de los resultados del estudio realizado por Alonso y otros en 2003 sobre la eficiencia del sector público en España y otros 23 países de la OCDE en términos de inputs y output, basado en la frontera de posibilidades de producción.

Con posterioridad, se exponen las proyecciones realizadas por FEDEA (2003) sobre la evolución de la estructura poblacional de España hasta 2050, así como las consecuencias al alza que, según la Comisión Europea, tendrá el envejecimiento de nuestra población en algunas categorías de gastos relacionadas con la edad entre 2004 y 2050.

Tras ese segundo punto, se analizan los efectos del cambio demográfico en España y otros países de la OCDE sobre la viabilidad del sistema público de pensiones, a la vista de las previsiones de algunas instituciones y organismos internaciones (Centro de Estudios Estratégicos y la firma Watson Wyat, Comisión Europea y FMI) sobre la vulnerabilidad al envejecimiento poblacional de los países analizados, así como las medidas de política económica que, para la OCDE, puede adoptarse para afrontar esta preocupante situación. Los acuerdos del Pacto de Toledo de 1995 sobre la Seguridad Social, las recomendaciones contenidas en su posterior desarrollo (2003) y el Acuerdo sobre medidas en materia de Seguridad Social (2006) agotan el tratamiento de este aspecto problemático del gasto público.

Como colofón de este apartado del capítulo, el autor ofrece información estadística y sus propias reflexiones sobre otras tres cuestiones relevantes relacionadas con el tema analizado: la importancia de la deuda pública implícita en España y otros países desarrollados de la OCDE y sus previsibles efectos sobre el gasto público; el impacto y la importancia relativa de los tributos que inciden en el proceso de promoción inmobiliaria sobre el precio final de la vivienda en España, el alcance de las ayudas fiscales a la adquisición de la vivienda en nuestro país como forma de contrarrestar esa carga fiscal y las reiteradas recomendaciones sobre su conveniente supresión, y, en fin, las medidas del Programa Nacional de Reformas (2005) destinadas a impulsar la renta per cápita, el empleo y la productividad.

C: La restricción de la estabilidad presupuestaria

Este tercer apartado del capítulo se reserva, obviamente, al estudio de las restricciones que impone el marco de estabilidad presupuestaria (derivado del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UME) al gasto público, la aplicación de la política de estabilidad presupuestaria en España hasta 2006 y las medidas flexibilizadoras adoptadas en la reforma realizada en este último año.

D: La vertiente de la fiscalidad

En este cuarto escenario el autor analiza ocho de las principales cuestiones y retos planteados al sector público en el campo de la fiscalidad. El primer punto aquí tratado es la complejidad y, en consecuencia, la elevada presión fiscal indirecta (costes administrativos y de cumplimiento) que registran los sistemas tributarios modernos en general, y España en particular, en nuestro caso sobre todo en el ámbito de la tributación empresarial según un informe reciente del Banco Mundial.

En segundo lugar se examinan los rasgos definitorios de la globalización de la actividad económica, su impacto sobre los sistemas tributarios, con mención especial de los efectos de las denominadas "termitas fiscales", y las sugerencias de los organismos económicos internacionales respecto a la necesidad de adoptar medidas de coordinación fiscal internacional para evitar los efectos perversos de la competencia fiscal entre países.

Los dos siguientes epígrafes se ocupan de las recientes propuestas de nuevas figuras impositivas en el concierto de naciones, con mención especial del renovado protagonismo del impuesto directo sobre el gasto personal como alternativa al IRPF, de las actuales tendencias de reforma de este último gravamen y de las propuestas de reforma de la imposición ambiental en la UE, así como de los avances del principio del beneficio en España y otros países, a través de fórmulas tales como el copago en sanidad, el peaje urbano y el aumento de los precios de la enseñanza universitaria.

Un quinto aspecto de la fiscalidad analizado en este apartado es el preocupante impacto de la imposición y las cotizaciones so-

ciales en el mercado de trabajo (incentivos laborales y coste del trabajo), aportándose datos sobre la relación positiva –aunque imperfecta- entre la ratio cotizaciones sociales/PIB y la tasa de paro en los países de la OCDE en 2004, la cuña fiscal en España en 2004 y la relación generalmente positiva entre la cuña fiscal y la tasa de paro en los países de la OCDE en 2006.

Posteriormente se comentan las ventajas de los impuestos ambientales en términos del doble dividendo que puede atribuírseles si sustituyeran a otros gravámenes distorsionantes en vigor bajo restricciones de neutralidad recaudatoria, haciéndose hincapié, al mismo tiempo, en los escasos ejemplos de reformas fiscales verdes exitosas, en vista del estancamiento o incluso descenso de la recaudación (en promedio no ponderado) en el conjunto de los países de la OCDE entre 1995 y 2004.

A lo anterior se añaden unos breves apuntes sobre los problemas históricos que tiene planteados el IVA en su aplicación en los estados miembros de la UE y los requisitos que han de cumplirse para la implantación del principio de país de origen, así como sobre otras importantes cuestiones de actualidad en este gravamen, como son su aplicación al comercio electrónico, el tratamiento de los servicios financieros y el "fraude carrusel".

Se llega así, finalmente, a la última de las cuestiones tratadas en el campo de la fiscalidad: la reforma del IRPF. Bajo este enunciado, por una parte, se facilita una amplia información estadística sobre la tarifa del IRPF en España y los países de la OCDE: el tipo marginal máximo (tipos conjuntos Estado y AA.TT) en los países de la OCDE en 2004, la evolución del tipo máximo y el nivel de renta a partir del cual se aplica (en euros de 2006) en España entre 1979 y 2007, el tipo marginal máximo y el umbral de imposición en los países de la OCDE en 2004 y las escalas de gravamen en España en 2006 y 2007; por otra, se analizan los efectos del tratamiento fiscal del ahorro en España sobre la magnitud y composición del ahorro familiar entre 1989 y 2005 y los cambios previstos tras la reforma del IRPF a partir de 2007, los tipos de gravamen del Impuesto de Sociedades (IS) en los países de la OCDE en 2005 y los cambios introducidos con dicha reforma en el IS y en su relación con el IRPF, valorándose críticamente el cambio que se ha producido en el método de integración parcial de ambos impuestos, para la corrección del doble gravamen de los dividendos.

En definitiva, una amplia visión panorámica la que ofrece en su libro el profesor J.M. Domínguez sobre las tendencias recientes, situación actual y cuestiones y retos que tiene planteados el sector público español a comienzos del siglo veintiuno que, junto a las otras cualidades mencionadas que lo adornan, así como a la credibilidad científica que otorgan a su autor los numerosos trabajos publicados sobre la materia a lo largo de los años, nos llevan a finalizar esta reseña con la decidida recomendación de su lectura, no sólo a los interesados en el conocimiento de la economía del sector público, sino también a quienes, como quien esto escribe, nos dedicamos al estudio y a la enseñanza de la Hacienda Pública, por más que sus "pretendidos" destinatarios sean – como el autor señala textualmente en las páginas introductorias -personas de un espectro formativo amplio que no han realizado un estudio especializado de la economía del sector público". Palabras del autor que, unidas al citado origen del libro y a otras también pronunciadas por él en esa Introducción sobre su preferencia personal por la diversidad expositiva, nos aleja del siempre fácil reproche acerca de la mayor o menor profundidad con la que se han podido tratar algunas de las cuestiones analizadas en el texto. La importancia y la trascendencia futura de los problemas actuales del sector público y de las medidas que se adopten para su adecuado tratamiento bien merecen que celebremos publicaciones tan oportunas y documentadas como *El sector público español. Evolución, situación actual y retos planteados*.

Bibliografía:

[i] Véase, entre otras, Valle, V. (2003): "La mejora de la eficiencia de los servicios públicos: viejos y nuevos argumentos en su apoyo", *Cuadernos de Información Económica, nº 175.*

Valle, V (2004): "Perspectivas presupuestarias y Fiscales", *Cuadernos de Información Económica*, nº 178.

Navarro, R., Rueda, N., y Valle, V. (2007): "Presupuesto y Coyuntura", *Papeles de Economía Española,* nº 111.

Francisco Paniagua
UNED

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 115. Competencias, financiación y gestión de los entes locales
N.º 116. El sector exterior: Desequilibrio y tendencias en una economía global

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

N.º 92. Operaciones fuera de balance
N.º 93. Seguros y fiscalidad

PANORAMA SOCIAL

N.º 6. La reforma de la Universidad: Vectores de cambio
N.º 7. Las claves de la sanidad futura: Investigación y gestión

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 203. Crecimiento 2007: Una perspectiva regional
N.º 204. La situación económica: examen de junio

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

En INTERNET: http://www.funcas.es/

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81
suscrip@funcas.es

AÑO 2008

Deseo suscribirme a: Euros

☐ *Papeles de Economía Española* 55,00
Números sueltos 17,00

☐ *Perspectivas del Sistema Financiero* 48,00
Números sueltos 17,00

☐ *Cuadernos de Información Económica* 66,00
Números sueltos 13,00

☐ *Panorama Social* (dos números) 25,00
Números sueltos 15,00

☐ *Estudios de la Fundación* (un ejemplar) 13,00

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal núm ..... ☐ Cheque bancario

Nombre o razón social .....
Profesión, actividad o departamento .....
Domicilio ..... Teléfono .....
Ciudad ..... C.P. ..... Provincia o país .....
Fecha .....

☐ 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:

Firma o sello,

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
☐☐☐☐	☐☐☐☐	☐☐	☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96