Cuadernos de Información Económica

207

NOVIEMBRE/DICIEMBRE 2008

Crisis financiera, crisis real

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Hechos y políticas macroeconómicas

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Perfil cíclico en los grandes bloques de países

SISTEMA FINANCIERO

Reformas financieras para la crisis

ACTUALIDAD SOCIAL

Expectativas en declive: la opinión de los consumidores

Resumen de prensa
Indicadores financieros
Indicadores de coyuntura y previsiones
Libros

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Cuadernos de Información Económica

207

NOVIEMBRE/DICIEMBRE
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.

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

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

Realización: **Marín Álvarez, 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 Antonio Olavarrieta Arcos (Vicepresidente)
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 en el túnel de la recesión y la incertidumbre**
Ángel Laborda y María Jesús Fernández

17 **La crisis real y financiera de la economía española**
Antonio Torrero Mañas

21 **¿Es la hora de la política fiscal?**
Victorio Valle

29 **Evolución de la productividad de la economía española en los últimos trece años**
Carlos Maravall Rodríguez y Meritxell Soler Farrés

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Página

37 **A vueltas con el ciclo**
Manuel Balmaseda y Elena Nieto

49 **Panorama de la integración comercial en América Latina y el Caribe**
Carlos Garcimartín y Marta Pérez Garrido

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

73 **Resumen de prensa**

73 **Comentario de actualidad,** *Ramon Boixareu*

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

SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

Página

85 **Crisis financiera: tiempo de intervenciones y reformas**
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández

93 ***La crisis bursátil de 2008***
Pablo Fernández

105 **Las cajas de ahorros en los escenarios de la próxima década**
Carlos Balado

115 **Panorámica empresarial**
Carlos Humanes

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

ACTUALIDAD SOCIAL

Página 123 **El índice del sentimiento del consumidor acelera su descenso**
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 **De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace anunciado**
de José García Montalvo
Fernando Pampillón Fernández

157 **El economista camuflado. La economía de las pequeñas cosas y La lógica oculta de la vida: cómo la economía explica todas nuestras decisiones**
de Tim Harford
Rafael Castejón Montijano

Sumario

PRESENTACIÓN

Los datos más recientes relativos a la evolución de la economía española, así como las estimaciones de su trayectoria previsible en los próximos meses, continúan manteniendo un marcado aire de crisis severa.

Para algunos la crisis se manifiesta en la escasez de crédito bancario, caída de las bolsas y otros fenómenos de naturaleza financiera. Para la mayoría, sin embargo, la perspectiva más grave y relevante es la relativa a la contracción de la producción nacional, registrada de hecho en el tercer cuatrimestre del año, que proyecta su sombra alargada sobre los resultados del conjunto de 2008 y las perspectivas para 2009 con consecuencias dolorosas de incremento cuantitativamente importante de la tasa de paro e intensa caída de la demanda nacional.

Seguramente, ambas crisis no son independientes sino que están conectadas y, de hecho, se espera que las medidas puestas en práctica por el Gobierno español, en la línea de todos los países desarrollados, para recuperar la confianza en los mercados, elevar el crédito y reducir los costes financieros tengan consecuencias estimulantes sobre la economía real. No obstante, para muchos analistas salir de la grave situación actual va a necesitar estímulos adicionales en la demanda agregada y, en todo caso, reformas profundas que flexibilicen el sistema económico, de forma que permitan a la economía española aprovechar la recuperación internacional, cuando ésta se produzca.

Este nuevo *Cuadernos de Información Económica* dedica la mayor parte de su contenido a ese binomio interconectado que forman las crisis financiera y real de la economía española.

El lector encontrará un repaso detenido de la situación económica, una mirada al exterior a través de la visión comparada del ciclo en los diferentes bloques de países y, sobre todo, un sereno análisis de las posibles vías de la política económica para salir de la crisis. La conclusión más clara es que no existe una única política económica que pueda dar resultados satisfactorios y que, por tanto, se precisa una combinación de líneas diferentes de actuación, tanto a corto como a largo plazo, para adentrarnos en la senda de la recuperación duradera que seguramente, y dicho sea de paso, se hará esperar.

La gravedad del problema y la dificultad de solución se acentúan por el carácter global de la crisis que afecta ya a los países emergentes y que obligará a reformas institucionales de cierta profundidad en el entramado de la organización financiera mundial.

La economía española en el túnel de la recesión y la incertidumbre

Ángel Laborda
*María Jesús Fernández**

Hace seis meses los informes de coyuntura económica señalaban tres crisis que afectaban a la economía española y mundial: la crisis financiera, la inmobiliaria y la de las materias primas. La última ha desaparecido, pero la primera se ha recrudecido, aunque, quizás por ello mismo, los gobiernos se han decidido a enfrentarse a ella de forma contundente, con medidas tendentes a resolver los problemas de solvencia y liquidez del sistema bancario. Todas estas actuaciones sientan las bases de la normalización y desbloqueo del mercado crediticio, pero los resultados serán muy progresivos y llevarán su tiempo. Mientras, la restricción crediticia, más severa y prolongada de lo esperado, y el hundimiento de las expectativas han provocado un empeoramiento notable del contexto económico a escala global. En cuanto a la crisis inmobiliaria, y por lo que respecta a España, también está alcanzando una intensidad mayor de la prevista. La consecuencia de todo ello es que la mayoría de las economías avanzadas, entre ellas la española, se han sumido tras el verano último en una fase recesiva cuya intensidad y duración son inciertas, pero en todo caso graves.

El objetivo de este artículo es analizar brevemente las tendencias recientes de la economía española y sus perspectivas a corto plazo. Para ello, en el primer apartado se repasará la evolución reciente de los agregados e indicadores macroeconómicos, mientras que en el segundo capítulo, que comienza presentando los principales rasgos del escenario internacional, se presentan las previsiones para 2009 y 2010.

* Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

1. Evolución reciente de la economía española

1.1. Actividad económica, indicadores de demanda y de oferta

Durante el tercer trimestre de 2008 la economía española intensificó su ritmo de deterioro hasta registrar una caída intertrimestral anualizada del 1 por 100. Su crecimiento interanual se redujo al 0,9 por 100 (cuadro 1). El resultado, pese a ser negativo, fue mejor de lo que sugerían la mayoría de los indicadores económicos, que en los últimos meses han sufrido auténticos desplomes que no se compadecen con el leve descenso recogido por la Contabilidad Nacional.

La recesión es ya un hecho innegable, que resulta de la confluencia de dos factores. En primer lugar, el agotamiento de la larga fase expansiva del último ciclo, a lo largo de la cual se habían acumulado un conjunto de desequilibrios macroeconómicos insostenibles que, tarde o temprano es necesario purgar. Entre dichos desequilibrios cabe destacar el elevado endeudamiento de los hogares y las empresas, el exceso de capacidad productiva en el sector de la construcción, la sobrevaloración de los activos inmobiliarios, el déficit exterior y la apreciación del tipo de cambio real derivada del persistente diferencial de precios frente al exterior.

El segundo factor es la profunda crisis financiera que sacude a la economía mundial, una de las más graves de la historia. Si en el primer semestre del año la principal vía por la que esta impactó sobre nuestra economía fueron

Cuadro 1

PIB Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

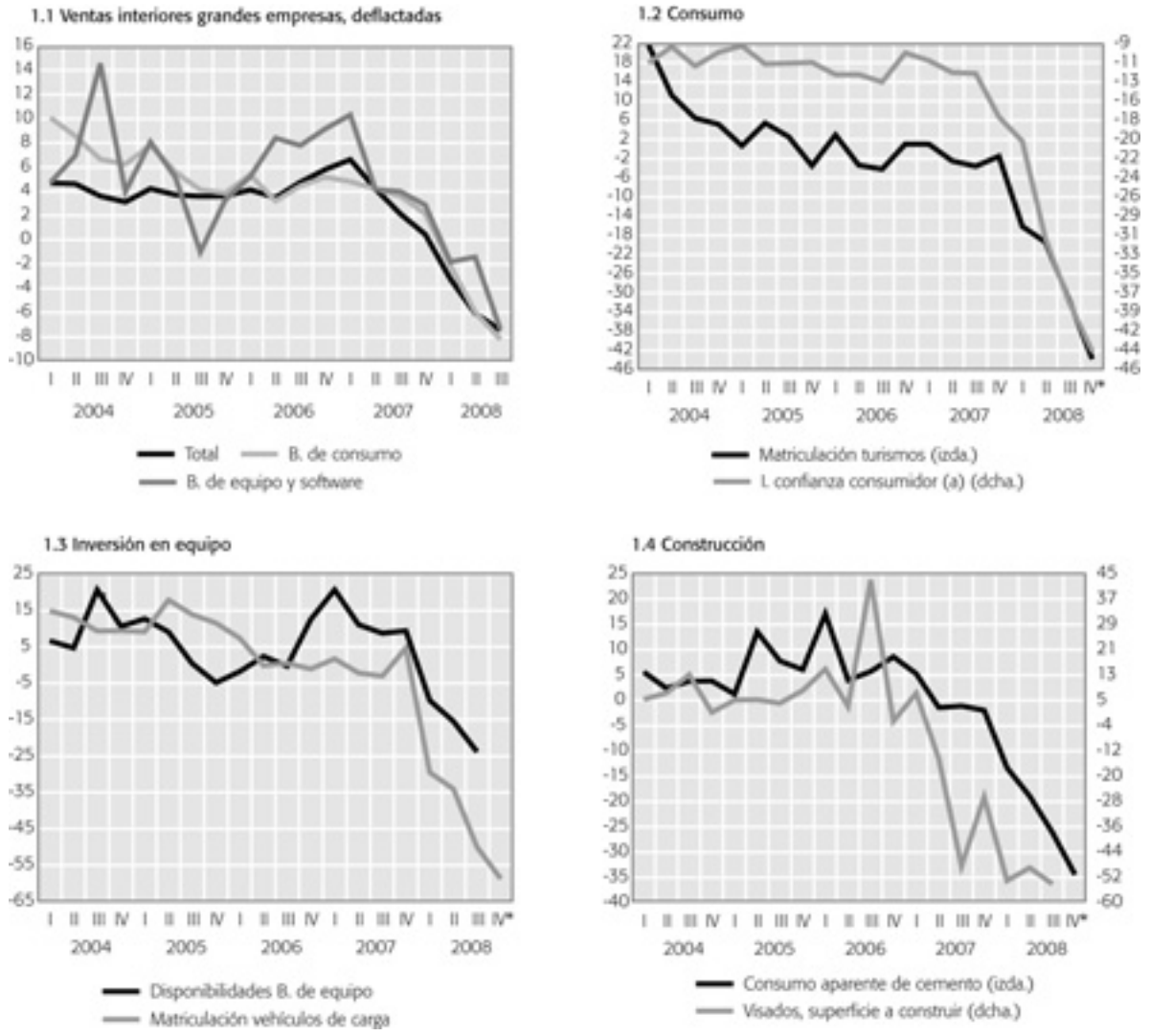
	Media anual			Datos trimestrales, cve				
				Tasas de variación interanual en porcentaje				Variación intertrimestral*
	1996-2007	2006	2007	2007-IV	2008-I	2008-II	2008-III	2008-III
PIB pm, precios constantes	3,7	3,9	3,7	3,3	2,6	1,8	0,9	-1,0
Demanda (precios constantes)								
Gasto en consumo final	3,9	4,1	3,8	3,3	2,5	2,0	1,5	-0,8
- Hogares e ISFLSH	3,8	3,9	3,5	2,9	2,1	1,1	0,1	-3,7
- Administraciones públicas	4,2	4,6	4,9	4,4	3,6	4,9	5,9	8,6
Formación bruta de capital fijo	6,2	7,1	5,3	4,5	2,8	-0,2	-3,2	-7,4
- Construcción	5,4	5,9	3,8	2,9	0,4	-2,3	-6,4	-13,3
- Equipo y otros productos	7,3	8,9	7,5	6,7	6,0	2,8	1,0	-5,9
Exportaciones b. y s	6,6	6,7	4,9	4,0	4,4	4,2	1,5	3,5
Importaciones b. y s.	9,1	10,3	6,2	4,9	4,0	2,4	-1,1	-3,3
Demanda nacional (a)	4,5	5,3	4,4	3,8	2,8	1,4	0,1	-3,0
Saldo exterior (a)	-0,8	-1,5	-0,8	-0,5	-0,2	0,3	0,8	2,0
Oferta (precios constantes)								
VAB a precios básicos	3,6	3,9	4,0	3,9	3,0	2,0	1,1	-0,9
- VAB pb, ramas agrarias y pesquera	2,5	2,5	3,0	2,1	2,7	1,9	0,6	6,7
- VAB pb, energía	1,7	-0,1	0,8	1,7	1,8	4,4	2,9	-6,6
- VAB pb, industria	3,0	1,9	2,8	1,0	-0,1	-2,7	-3,4	-1,3
- VAB pb, construcción	5,1	5,0	3,5	2,8	1,5	-2,1	-5,0	-10,9
- VAB pb, servicios	3,7	4,4	4,6	4,8	3,9	3,6	3,0	1,1
- De mercado	3,8	4,5	4,6	4,8	3,8	3,3	2,4	0,3
- De no mercado	3,3	4,0	4,4	4,7	4,4	4,8	5,3	4,9
Impuestos netos sobre los productos	4,9	3,7	0,7	-1,5	0,1	-0,1	-0,2	0,9
VAB pb, ramas de mercado no agrarias	3,7	3,9	4,0	3,8	2,7	1,6	0,4	-1,6
Rentas (precios corrientes)								
Remuneraciones de los asalariados	7,1	7,7	7,1	6,7	6,8	5,9	4,5	-0,5
- Remunerac. a tasa de salarización cte.	6,5	7,2	6,6	6,4	6,6	5,8	4,5	-0,1
Excedente bruto explotación/Rentas mixtas	7,3	7,9	8,8	11,0	9,6	10,0	9,8	11,1
- Excedente a tasa de salarización cte.	8,0	8,4	9,2	11,2	9,8	9,9	9,6	10,3
Impuestos netos s/ producción e import.	9,2	10,5	-0,3	-12,5	-11,2	-17,3	-19,1	-23,3
Pro memoria								
PIB precios corrientes: - millardos euros	--	982	1.050,6	268,3	271,9	274,4	275,9	--
- variación en %	7,4	8,1	7,0	6,3	5,9	5,1	4,3	2,2
Deflactor del PIB	3,5	4,0	3,2	3,0	3,2	3,3	3,4	3,1
Deflactor consumo hogares e ISFLSH	3,1	3,4	3,2	4,2	4,3	4,4	4,6	5,5

Fuentes: INE (CNTR).
(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.
* Tasas anualizadas en porcentaje.

Gráfico 1

INDICADORES DE DEMANDA

Variación interanual en porcentaje



(a) Saldos de respuestas en porcentaje.

* Datos hasta el último mes disponible

Fuentes: Comisión Europea, MEH, M. Fomento, AEAT, DGT y OFICEMEN.

los elevados tipos de interés, en el momento actual, sobre todo a partir del recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros que tuvo lugar tras la quiebra de Lehman Brothers, su efecto se transmite al conjunto del sistema económico a través de la restricción del crédito, que se deriva de la dificultad por parte de bancos y cajas para encontrar financiación internacional en un entorno de acusada desconfianza.

En cuanto a la evolución reciente de las principales variables macroeconómicas, el **consumo de los hogares** registró un decrecimiento del 3,8 por 100 en tasa anualizada en el tercer trimestre del año, aunque en términos interanuales se mantiene en positivo con un 0,1 por 100. Numerosos indicadores dan cuenta del extremo debilitamiento de este componente de la demanda, como el hundimiento de las matriculaciones de automóviles, que se desplomaron un

32,5 por 100 en dicho período, el retroceso de las ventas interiores de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas (-6,7 por 100), o el descenso de las ventas minoristas (-6,4 por 100), mientras que el índice de confianza del consumidor que elabora la Comisión Europea cayó a mínimos históricos (gráfico 1). Junto al deterioro de las expectativas económicas y el aumento del desempleo, durante el tercer trimestre del año siguieron incidiendo negativamente sobre la evolución de esta variable el alza de los tipos de interés y del precio de la energía.

La **formación bruta de capital fijo** ha seguido resintiéndose del empeoramiento del clima económico, de la caída de la demanda, de las mayores dificultades para obtener financiación y del crecimiento de los tipos de interés en un contexto de elevado endeudamiento empresarial. Durante el tercer trimestre sufrió un retroceso del 7,4 por 100 en tasa intertrimestral anualizada, que en el caso de la inversión inmobiliaria fue del 25 por 100, mientras que la inversión en bienes de equipo presentó una variación del -5,9 por 100. Los índices de confianza empresarial de la industria y el comercio se encuentran en los niveles más bajos desde la crisis de 1993, y el saldo de crédito a las empresas se ha desacelerado rápidamente, desde tasas en torno al 23 por 100 hace un año hasta crecimientos por debajo del 10 por 100, lo que significa que los nuevos créditos concedidos deben de presentar tasas negativas.

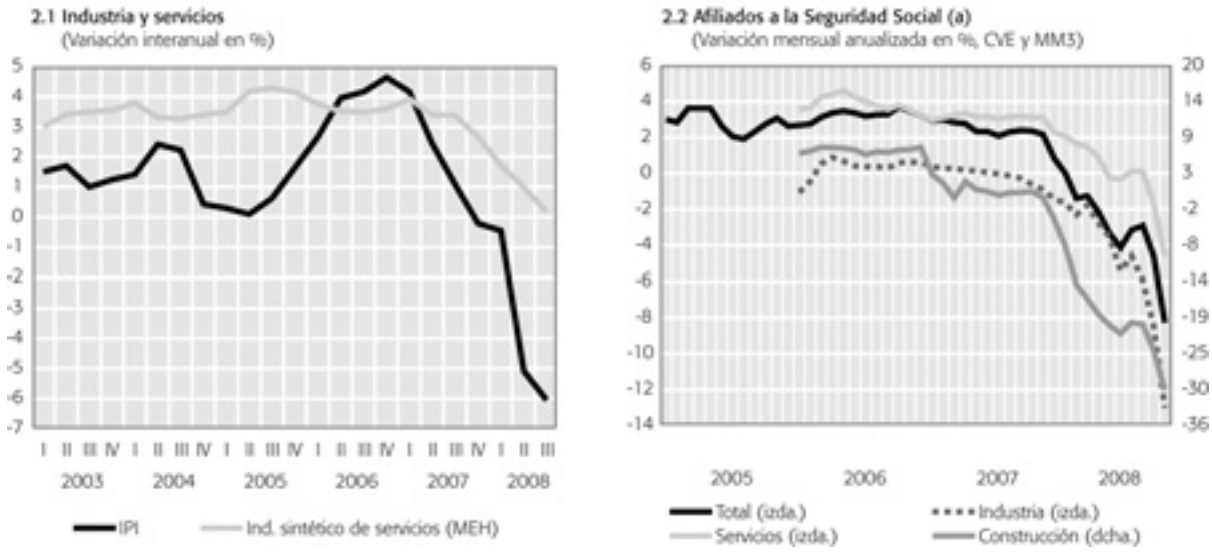
En cuanto al **sector exterior**, por segundo trimestre consecutivo la aportación de la demanda externa fue superior a la de la demanda nacional (que en términos intertrimestrales fue incluso negativa), aunque ello no se debió al impulso de las exportaciones, cuyo crecimiento se ralentizó hasta un 3,5 por 100 en tasa anualizada, sino a la caída de las importaciones, que se contrajeron un 3,3 por 100.

Desde la perspectiva de la oferta, todos los sectores no agrarios presentan tasas negativas, salvo los servicios. La **industria** se contrae un 1,3 por 100 intertrimestral anualizado, que, en comparación con el -7,9 por 100 del trimestre precedente, supone una suavización del ritmo de caída, lo que sorprende teniendo en cuenta el profundo declive de los indicadores de actividad en el sector. En comparación interanual la caída ha sido del 3,4 por 100, mientras que el índice de producción industrial exhibe descensos interanuales del -6 por 100 en el tercer trimestre, y la reducción en el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector se ha duplicado en el mismo periodo (gráfico 2).

En cuanto a la **construcción**, el retroceso intertrimestral se intensifica hasta el 10,9 por 100 en tasa anualizada (-5 por 100 interanual). Todos los indicadores dan cuenta del vertiginoso proceso de ajuste que está sufriendo este sector: el consumo de cemento se ha contraído un 27 por 100 en el tercer cuarto del año, el número de vivien-

Gráfico 2

INDICADORES DE PRODUCCIÓN Y EMPLEO



(a) Series corregidas del efecto reguralización de extranjeros en 2005 y otras incidencias en la clasificación por sectores en 2007.
Fuentes: MEH, MTAS e INE.

Cuadro 2

INDICADORES DEL MERCADO LABORAL

Tasas de variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Media anual			Media trimestral						Pro memoria: Media 2007 (Miles)
	1996-2007	*2006*	*2007*	*2007-III*	*2007-IV*	*2008-I*	*2008-II*	*2008-III*	*nov-08*	
CONTABILIDAD NACIONAL										
Ocupados	3,6	3,9	3,0	3,0	2,2	1,5	0,3	-0,7	--	20.626,1
- Asalariados	4,1	4,5	3,4	3,2	2,4	1,7	0,4	-0,8	--	17.769,9
- No asalariados	1,0	0,8	0,8	2,0	0,9	0,4	-0,4	-0,5	--	2.856,2
Puestos equivalentes tiempo completo	3,2	3,2	2,9	2,8	2,2	1,4	0,4	-0,8	--	19.071,8
EPA										
Población 16-64 años	1,3	1,7	1,8	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4	--	30.359,4
Activos (a)	3,0	3,3	2,8	3,0	2,7	3,0	3,1	2,9	--	22.189,9
Ocupados	4,1	4,1	3,1	3,1	2,4	1,7	0,3	-0,8	--	20.356,0
Parados (a)	-3,5	-3,7	-0,1	1,5	6,5	17,1	35,3	45,0	--	1.833,9
Tasa de actividad 16-64 años (a) (b)	66,4	71,9	72,6	72,8	72,8	73,1	73,6	73,9	--	22.043,1
- Varones (a)	79,4	82,5	82,7	83,1	82,6	82,8	83,1	83,4	--	12.702,0
- Mujeres (a)	53,3	61,0	62,3	62,3	62,8	63,2	63,9	64,2	--	9.341,1
Tasa de ocupación 16-64 años (b)	58,7	65,7	66,6	66,9	66,5	66,0	65,9	65,5	--	20.211,3
- Varones	72,4	77,3	77,4	77,9	76,9	76,2	75,5	74,7	--	11.887,9
- Mujeres	44,8	54,0	55,5	55,7	55,9	55,6	56,0	56,0	--	8.323,4
Tasa de paro (% poblac. activa) (a)	11,9	8,5	8,3	8,0	8,6	9,6	10,4	11,3	--	1.831,8
- Varones (a)	9,0	6,3	6,4	6,2	6,8	7,9	9,1	10,3	--	814,1
- Mujeres (a)	16,3	11,6	10,9	10,5	11,0	12,0	12,3	12,7	--	1.017,7
- Menores de 25 años	26,4	17,9	18,2	18,0	18,8	21,3	23,9	24,2	--	442,7
-Extranjeros	13,0	11,8	12,2	11,8	12,4	14,6	16,5	17,4	--	386,3
Tasa de temporalidad (c)	32,1	34,0	31,7	31,9	30,9	30,1	29,4	29,5	--	5.306,9
Trabajo a tiempo parcial (% s/ total)	10	12,0	11,8	11,1	11,6	12,0	12,0	11,4	--	2.398,7
ENCUESTA DE COYUNTURA LABORAL										
Efectivos laborales	5,1	5,3	4,8	4,0	3,5	0,8	-1,7	-3,9	--	13.607,5
- Tiempo completo	4,4	5,2	4,0	3,3	2,7	0,1	-2,5	-4,8	--	11.420,9
- Tiempo parcial	9,9	5,8	8,9	7,6	7,9	4,2	2,7	1,1	--	2.186,6
Jornada media efectiva por trabajador	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	-0,8	0,0	-0,3	--	1.620,1 (e)
- Tiempo completo	-0,1	-0,5	-0,3	0,3	-0,8	-0,7	0,2	0,0	--	1.734,4 (e)
- Tiempo parcial	0,9	-1,0	0,5	2,3	-0,2	0,7	1,2	0,4	--	1.024,8 (e)
AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL										
Total (datos originales, medias diarias)	3,8	4,3	3,0	2,8	2,5	1,7	0,5	-0,9	-3,5	19.232,6
Total, exc. inmigrantes proceso regularización	--	3,0	3,0	2,8	2,5	1,7	0,5	-0,9	-3,5	19.232,6
SERVICIO PÚBLICO ESTATAL DE EMPLEO										
Contratos registrados	8,3	7,9	0,5	-0,7	-2,1	-7,2	-7,2	-9,9	-27,0	18.622,1
- Duración indefinida (% s/ total)	8,8	11,8	11,9	10,8	11,6	12,9	11,9	10,2	13,1	2.220,4
Parados registrados	-3,6	-1,5	0,1	1,9	3,9	10,6	18,8	26,0	42,7	2.039,0
Cobertura prestaciones por desempleo, % (d)	--	56,2	61,1	62,4	62,8	63,0	63,0	65,6	--	1.246,2 (f)

Fuentes: MTAS, INE (Contabilidad Nacional y EPA) y FUNCAS.
(a) Los datos anteriores a 2005 están corregidos por FUNCAS, utilizando la EPA testigo, para salvar los cambios metodológicos introducidos en la EPA de 2005-I T.
(b) Porcentaje de activos (ocupados) de 16 a 64 años sobre la población de 16 a 64 años.
(c) Porcentaje de asalariados con contrato temporal sobre el total de asalariados.
(d) Tasa bruta: parados beneficiarios de prestaciones económicas por desempleo total (nivel contributivo y asistencial) como porcentaje del paro registrado.
(e) Horas/año.
(f) Miles de beneficiarios por desempleo total (nivel contributivo y asistencial).

Cuadro 3

INDICADORES DE PRECIOS Y SALARIOS

Tasas de variación interanual en porcentaje

	Medias anuales								
	Media 1996-2007	*2005*	*2006*	*2007*	*Dic-07 (a)*	*Mar-08 (a)*	*Jun-08 (a)*	*Sep-08 (a)*	*Oct-08*
Precios del consumo (IPC)									
1. Total	3,0	3,4	3,5	2,8	4,2	4,5	5,0	4,5	3,6
2. Productos energéticos	3,6	9,6	8,0	1,7	11,5	14,1	19,2	14,8	9,3
3. Alimentos sin elaborar	4,1	3,3	4,4	4,7	4,9	4,7	5,1	3,9	3,0
4. Inflación subyacente (1-2-3)	2,8	2,7	2,9	2,7	3,3	3,4	3,3	3,4	2,9
4.1. Alimentos elaborados, bebidas y tabaco	2,8	3,4	3,6	3,7	7,4	7,4	7,7	6,9	4,5
4.2. Bienes industriales no energéticos	1,7	0,9	1,4	0,7	0,3	0,3	0,1	0,5	0,5
4.3. Servicios	3,8	3,8	3,9	3,9	3,8	4,0	3,9	4,1	4,1
de ellos, Turismo y Hostelería	4,4	4,0	4,3	4,4	4,5	5,4	4,8	4,8	4,8
Comunicaciones	-1,0	-1,6	-1,3	0,2	0,8	-0,5	-0,3	-0,1	0,0
5. Diferencial con la UEM (IPC armonizado)	1,2	1,2	1,4	0,7	1,2	1,0	1,1	1,0	0,4
Precios industriales (IPRI)									
6. Total	2,4	4,9	5,3	3,3	5,9	6,9	9,0	8,1	--
7. Total excluida la energía	2,1	3,0	4,0	3,9	4,5	5,0	5,1	4,9	--
Precios del comercio exterior (IVUs)									
8. Exportaciones	1,7	4,7	4,7	2,5	1,0	2,8	0,9	--	--
9. Importaciones	1,7	5,0	3,3	1,1	2,2	2,9	4,6	--	--
Precios de la vivienda libre (b)									
10. Total	9,8	14,0	10,4	5,8	4,8	3,8	2,0	0,4	--
11. Nueva (< 2 años)	9,4	12,8	11,0	6,2	5,7	5,1	2,9	1,7	--
12. Antigua (> 2 años)	10,1	14,6	10,1	5,5	4,2	3,3	1,8	-0,3	--
Salarios									
13. Convenios colectivos (c)	3,5	3,8	4,1	3,4	3,1	3,4	3,5	3,5	3,5
14. ETCL: Coste laboral total	3,3	2,9	3,5	4,0	4,1	5,1	5,3	--	--
14.1 Industria	3,6	3,1	3,7	3,3	3,4	4,1	5,9	--	--
14.2 Construcción	4,3	2,8	4,0	5,0	5,3	5,8	6,1	--	--
14.3 Servicios	3,3	3,1	3,6	4,3	4,2	5,2	5,0	--	--

Fuentes: Eurostat, M. de Economía, M. de la Vivienda, MTAS e INE.
(a) Para los epígrafes 8, 9,10, 11, 12, 14, 14.1, 14.2 y 14.3 se trata de IV T-07, I T-08, II T-08 y III T-08, respectivamente.
(b) Nuevas series desde 2005-I T., no comparables con las anteriores
(c) Los datos anuales incorporan las revisiones por cláusulas de salvaguarda, asignadas al año en que tienen efectos económicos.

das iniciadas se ha reducido a la mitad de los niveles de hace un año y el número de afiliados desciende en casi 130.000 entre julio y septiembre (y en más de 400.000 en un año).

Finalmente, con respecto a los **servicios**, su crecimiento intertrimestral se ha ralentizado hasta un 1,3 por 100 anualizado, aunque en los servicios de mercado el crecimiento ha sido mucho más moderado, un 0,3 por 100. El índice de actividad en el sector elaborado por el MEH comenzó a moverse en tasas negativas en el tercer trimestre, y el número de afiliados, aunque aún presentó tasas positivas en términos interanuales, en comparación intertrimestral y con datos desestacionalizados registró un

leve descenso. El sector turístico, por su parte, ha empezado a acusar la recesión de la economía europea, y los indicadores de pernoctaciones y de entradas de turistas han recogido bajadas en el tercer trimestre, aunque la caída del turismo interior ha sido más acentuada.

El ajuste en el **empleo** está siendo muy intenso, debido a que el sector más afectado por la crisis es la construcción, muy intensivo en mano de obra. La EPA refleja una reducción de la ocupación del 0,5 por 100 intertrimestral en el tercer trimestre (cuadro 2), aunque las cifras de afiliados a la Seguridad Social recogen un recorte aún mayor, un 0,9 por 100. La Contabilidad Nacional, por su parte, cifra el descenso en un 0,8 por 100. En cualquier caso, la caída de esta variable ha sido superior a la que se ha producido en la actividad, lo que implica un notable incremento de la productividad de carácter cíclico. Los datos de Contabilidad Nacional apuntan a un crecimiento de esta variable en el tercer trimestre del 1,7 por 100 interanual, con un extraordinario impulso en el sector de la construcción que contrasta con un descenso en la industria.

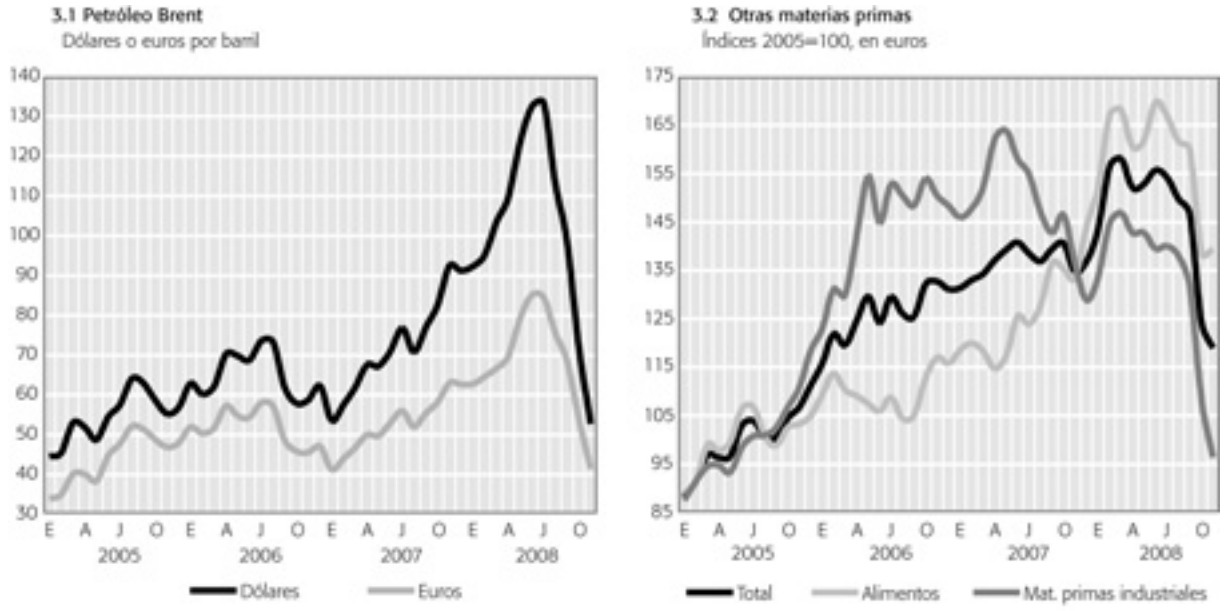
La **tasa de paro** se elevó hasta el 11,3 por 100 en el tercer trimestre, aunque solo el 20 por 100 de dicho incremento obedece a la caída del empleo. El resto del aumento del desempleo resulta del ascenso de la población activa, que aún mantiene tasas notables de crecimiento a pesar de que las expectativas negativas sobre las posibilidades de encontrar empleo suelen provocar un efecto desánimo en la incorporación de nueva mano de obra al mercado laboral en las fases recesivas del ciclo. La tasa de paro correspondiente a la población extranjera es, por otra parte, la que presenta una tendencia al alza más pronunciada, hasta el 17,4 por 100. No obstante, a la altura del tercer trimestre el empleo en dicho colectivo no se había reducido, de modo que el fuerte ascenso del desempleo obedece en su totalidad al crecimiento de su población activa.

1.2. Inflación y déficit exterior

A partir del mes de agosto se ha producido un cambio de tendencia en la evolución de la **inflación**, que hasta dicho mes había mantenido una pronunciada pendiente ascendente motivada por el encarecimiento del petróleo y de las materias primas alimenticias. La tasa interanual del IPC se ha reducido desde el 5,3 por 100 en julio al 3,6 por 100 en octubre y al 2,4 por 100 en noviembre, según el avance preliminar del IPC armonizado (cuadro 3 y gráfico 3). Este descenso ha estado motivado por el cambio de signo en la evolución del precio del petróleo, que en tres meses ha caído a menos de la mitad, unido, a partir de

Gráfico 3

PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

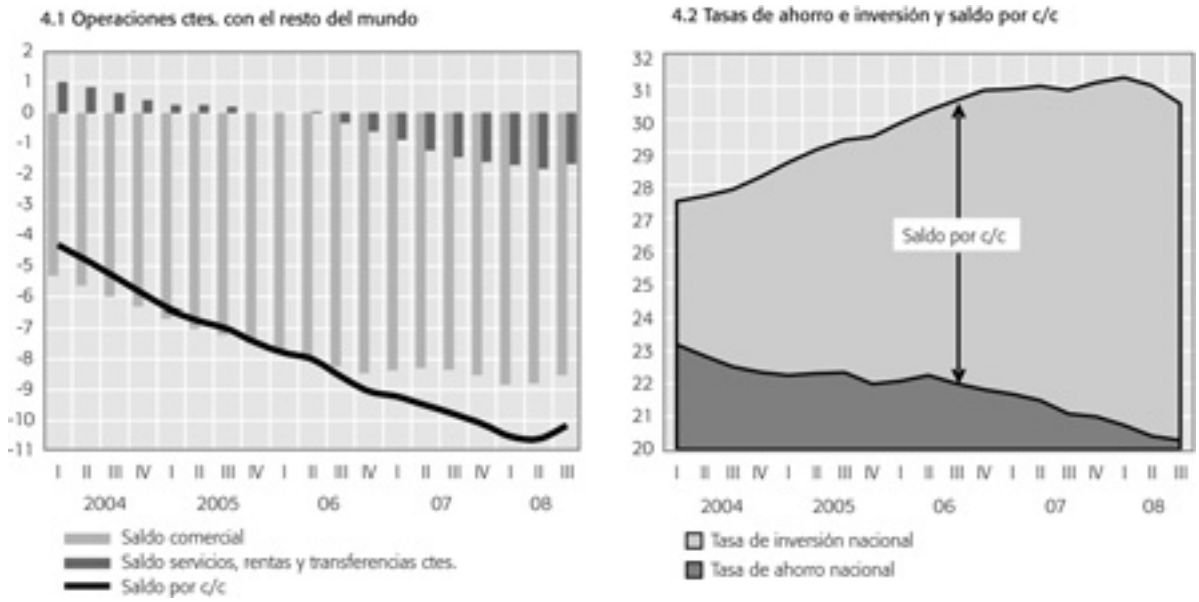


Fuentes: Financial Times (Brent) y The Economist (otras materias primas).

Gráfico 4

AHORRO INVERSIÓN Y DÉFICIT POR C/C

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 términos



Fuente: INE (CNTR).

septiembre, a los efectos escalón derivados de las subidas que tuvieron lugar a partir de dicho mes del pasado año. La bajada de la inflación ha venido acompañada de un recorte en el diferencial con la zona euro desde un máximo de 1,3 puntos porcentuales en julio hasta 0,4 puntos porcentuales (pp) en octubre, lo que se explica en su mayor parte por el mayor impacto que las variaciones del precio del petróleo tienen en el IPC español debido al menor peso de los impuestos en el precio final de los derivados de esta materia prima.

La inflación subyacente también se moderó en septiembre y octubre, a consecuencia de los efectos escalón en los alimentos elaborados. Los servicios y los bienes han presentado, sin embargo, un comportamiento algo más inflacionista en los meses más recientes, que podría deberse a una transmisión, aunque leve, de los incrementos pasados de los costes energéticos y laborales hacia los precios finales al consumo.

En cuanto a la **balanza de pagos** (gráfico 4), el déficit por cuenta corriente, según cifras del Banco de España, ha seguido creciendo hasta septiembre, aunque a un ritmo más pausado que en los primeros meses del año (un 5,8 por 100 entre enero y septiembre en comparación con el mismo periodo del año pasado). El déficit comercial, que crecía por encima del 20 por 100 en el primer trimestre, registra un descenso del 8,5 por 100 en el tercero, mientras que el superávit de la balanza turística aumenta a tasas superiores a las de 2007 gracias a la desaceleración de los pagos por la menor salida de turistas españoles al exterior. Con respecto a la balanza financiera (excluido el Banco de España), destaca, al igual que en el pasado ejercicio, la insuficiencia de su saldo positivo para cubrir el déficit corriente, a causa del derrumbe del saldo de inversiones de cartera, que no ha sido contrarrestado por el sensible aumento de la inversión directa extranjera. Como consecuencia, se ha producido una notable disminución de los activos netos del Banco de España frente al exterior.

2. Previsiones 2008-2010

2.1. Contexto internacional

La crisis financiera internacional se ha recrudecido en septiembre después de la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers. Como consecuencia de este nuevo episodio, que terminó de desmoronar la con-

fianza sobre la que se sustenta el funcionamiento del sistema financiero, los tipos de interés del mercado interbancario recuperaron la senda alcista que habían interrumpido en agosto, al tiempo que se agravaba la restricción del crédito, principales vías de transmisión de esta crisis financiera sobre la economía real. El impacto ya se está reflejando en las tasas de crecimiento negativo que arrojan casi todas las grandes economías desarrolladas y, en los últimos meses, ha comenzado a contagiarse también a las emergentes.

Estados Unidos ha ofrecido una gran resistencia ante los envites de la crisis financiera, manteniéndose en tasas de crecimiento positivas hasta el tercer trimestre del año. No obstante, ello se ha debido a la contribución positiva de las exportaciones derivada de la depreciación del dólar entre finales de 2005 y mediados de 2008 (gráfico 5.1), así como a los planes de estímulo fiscal del Gobierno, que lograron sostener el consumo de forma temporal durante el segundo trimestre, y a la acumulación de inventarios en el tercer trimestre. La demanda interna presenta una extrema debilidad y la externa va a dejar de actuar como apoyo, por lo que este país no logrará esquivar la recesión por más tiempo, aunque esta podría ser amortiguada por los nuevos planes de estímulo fiscal del presidente electo.

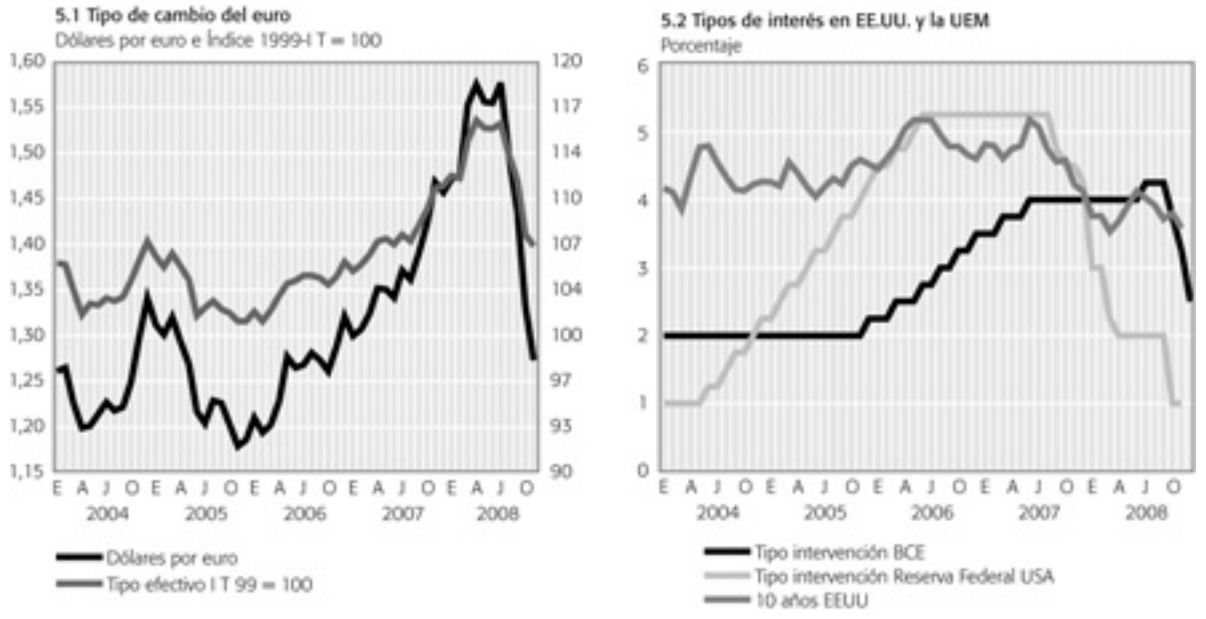
Con respecto a la **zona euro**, ya ha encadenado dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, con un -0,2 por 100 en cada uno. El contagio de la crisis financiera a la economía real a través de los tipos de interés y la escasez de crédito, la reducción de la renta real derivada del encarecimiento del petróleo y el pinchazo de las burbujas inmobiliarias en algunos países son los motivos de este comportamiento. Destaca la debilidad de la economía alemana, que ha presentado caídas en su PIB del -0,4 por 100 y el -0,5 por 100 en los trimestres segundo y tercero, respectivamente.

Las medidas adoptadas por los bancos centrales desde el inicio de la crisis para proporcionar liquidez al sistema han tenido escaso éxito porque no se dirigían a la raíz del problema, que es la desconfianza derivada de la falta de solvencia de las entidades financieras. De este modo, y ante el riesgo de que la situación degenerase en una crisis sistémica, los gobiernos decidieron en los meses de septiembre y octubre aplicar una serie de medidas extraordinarias (incluida la toma de participaciones en el capital de las entidades) destinadas a sanear los balances de los bancos con problemas, restablecer la confianza y restaurar el funcionamiento de los mercados.

Por otra parte, en la cumbre del G-20 ampliado celebrada en Washington, además de sentarse las bases para el inicio de una reforma de los sistemas de regulación y supervisión bancaria, se ha apelado al recurso al déficit pú-

Gráfico 5

CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS



Fuentes: BCE y BdE.

blico para combatir la recesión económica. También en el seno de la UE se ha propuesto el uso de una política fiscal activa, siempre que, en línea con las recomendaciones en la misma dirección manifestadas por el FMI, se haga de una manera prudente y que no comprometa la estabilidad presupuestaria a largo plazo. En este sentido, numerosos gobiernos en todo el mundo han anunciado ya el lanzamiento de ambiciosos paquetes de estímulo fiscal.

Como elemento positivo en el contexto económico-financiero internacional, hay que mencionar el cambio de tendencia en la evolución del precio del petróleo. Esto ha producido un vuelco en las expectativas sobre la inflación, dejando las manos libres a los bancos centrales para iniciar un nuevo ciclo de recortes de los tipos de interés (gráfico 5.2). Nos dirigimos, en definitiva, a un escenario marcado por una laxitud extrema de las políticas macroeconómicas en todo el mundo, en un contexto de recesión económica global.

2.2. Previsiones para la economía española

En el cuadro 4 se presenta un resumen de las previsiones para la economía española de los organismos internacionales, Gobierno y consenso de los analistas que forman parte del Panel de Previsiones elaborado por FUNCAS. La previsión del Gobierno para 2009, que se situó en septiembre en un 1 por 100, ha quedado obsoleta, como el propio ejecutivo ha reconocido, y será revisada en diciembre. En cuanto a las previsiones de los organismos internacionales, se sitúan entre un -0,2 por 100 en el caso de la Comisión Europea y un -0,9 por 100 en el de

Cuadro 4

PRINCIPALES PREVISIONES PARA ESPAÑA 2008-2009

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	2008				2009			
	Gobierno, PGE-2009 (sep. 2008)	*OCDE (nov. 2008)*	*CE (nov. 2008)*	*Consenso Panel de Previsiones FUNCAS (nov. 2008)*	*Gobierno, PGE-2009 (sep. 2008)*	*OCDE (nov. 2008)*	*CE (nov. 2008)*	*Consenso Panel de Previsiones FUNCAS (nov. 2008)*
PIB real	1,6	1,3	1,3	1,3	1,0	-0,9	-0,2	-0,9
Consumo privado	0,7	1,2	0,9	0,8	0,4	-0,4	-0,4	-1,1
Consumo público	4,9	3,6	4,1	4,4	3,8	3,4	1,3	3,8
Formación Bruta de Capital Fijo	0,3	-2,0	-1,6	-1,2	-1,5	-9,2	-5,8	-6,3
- FBCF equipo	2,8	--	0,8	1,0	2,7	--	-5,2	-6,3
- FBCF construcción	-1,8	--	-3,8	-3,7	-5,1	--	-7,6	-8,5
- FBCF otros productos	3,8	--	--	3,4	3,7	--	--	-0,9
DEMANDA NACIONAL	1,3	--	0,8	0,9	0,5	--	-1,6	-1,7
Exportaciones	4,1	3,2	3,4	3,1	4,0	3,7	2,3	0,7
Importaciones	2,6	0,9	1,3	1,4	1,9	-1,6	-2,5	-2,0
SALDO EXTERIOR (1)	0,2	--	0,6	0,3	0,4	--	1,5	0,9
Deflactor del PIB	3,0	--	--	--	2,5	--	--	--
IPC	--	4,4	4,2	4,2	--	1,8	2,1	2,1
Empleo (cont. nac.)	0,2	-0,2	-0,1	-0,5	-2,0	-2,5		
Tasa de paro (% pob. activa)	10,4	10,9	10,8	11,0	12,5	14,2	13,8	15,0
Déficit B. P. c/c (% del PIB)	-9,7	-9,9	-9,9	-7,4	-8,6	-8,3		
Déficit/superávit público (% PIB)	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,9	-2,9	-2,9	-3,8
Deuda pública (% del PIB)	30,4	--	37,5	--	32,0	--	41,1	--

(1) Contribución al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.
Fuentes: Ministerior de Economía y Hacienda (PGE-2009), OCDE y CE (noviembre 2008) y FUNCAS (Panel de Previsiones, noviembre 2008).

Cuadro 5

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2008-2010 (FUNCAS)

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados			Previsiones FUNCAS		
	Media 1996-2007	*2006*	*2007*	*2008*	*2009*	*2010*
1. PIB y agregados, precios constantes						
PIB, pm	**3,7**	**3,9**	**3,7**	**1,2**	**-1,5**	**0,5**
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	3,9	3,4	0,4	-2,0	0,6
Consumo final administraciones públicas	4,2	4,6	4,9	5,0	3,5	2,4
Formación bruta de capital fijo	6,2	7,1	5,3	-1,8	-8,4	-2,8
- Construcción residencial	7,7	6,0	3,8	-10,0	-20,5	-15,0
- Construcción no residencial	3,8	5,7	3,9	1,8	0,9	2,1
- Equipo y otros productos	7,3	8,9	7,5	1,6	-7,0	0,2
Exportación bienes y servicios	6,6	6,7	4,9	2,9	0,2	2,1
Importación bienes y servicios	9,1	10,3	6,2	0,5	-4,1	0,5
Demanda nacional (a)	**4,5**	**5,3**	**4,4**	**0,6**	**-2,9**	**0,1**
Saldo exterior (a)	-0,8	-1,5	-0,8	0,6	1,4	0,4
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	982,3	1.050,6	1.098,3	1.114,3	1.146,6
- % variación	7,4	8,1	7,0	4,5	1,5	2,9
2. Inflación, empleo y paro						
Deflactor del PIB	3,5	4,0	3,2	3,3	3,0	2,4
Deflactor del consumo de los hogares	**3,1**	**3,5**	**3,2**	**4,1**	**1,8**	**2,5**
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,2	3,2	2,9	-0,4	-3,4	-1,3
Productividad por p.t.e.t.c.	0,5	0,7	0,8	1,5	2,0	1,8
Remuneración de los asalariados	7,1	7,7	7,1	4,8	-0,2	1,6
Excedente bruto de explotación	7,3	7,9	8,8	9,1	4,4	4,4
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,2	3,9	3,7	5,2	3,6	3,0
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,7	3,2	2,9	3,6	1,6	1,2
Tasa de paro (EPA)	**11,9**	**8,5**	**8,3**	**11,2**	**15,9**	**18,0**
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)						
Tasa de ahorro nacional	22,2	21,9	21,1	20,2	20,4	19,9
- del cual, ahorro privado	18,9	15,5	14,1	17,1	19,5	20,3
Tasa de inversión nacional	26,6	30,9	31,2	29,9	27,3	26,1
- de la cual, inversión privada	23,2	27,2	27,3	26,0	23,2	22,0
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	**-4,4**	**-9,0**	**-10,1**	**-9,6**	**-6,9**	**-6,1**
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,4	-8,4	-9,7	-9,0	-6,3	-5,7
- Sector privado	-2,6	-10,4	-11,9	-7,2	-2,0	0,0
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	2,0	2,2	-1,8	-4,3	-5,6
Deuda pública bruta	53,2	39,6	36,2	38,4	45,8	53,3
4. Otras variables						
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	12,2	11,2	10,2	11,2	13,8	15,5
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,4	123,1	131,0	128,4	116,6	99,5
EURIBOR 3 meses (% anual)	3,6	3,1	4,3	4,7	2,5	2,9
Deuda pública española 10 años (% anual)	4,9	3,9	4,3	4,4	4,6	4,7
Tipo efectivo nominal euro (% variac. anual)	--	0,3	4,0	4,2	-9,5	-1,0

(a) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.
Fuentes: 1996-2007: INE y BE. Previsiones 2008-10: FUNCAS.

la OCDE, con un aumento de la tasa de paro hasta el entorno del 14 por 100 según ambos organismos. Finalmente, el Panel de Previsiones sitúa la previsión de consenso para 2009 en el -0,9 por 100, y la tasa de paro en un 15 por 100.

Las previsiones del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS, que se presentan en el cuadro 5, se colocan en la parte inferior del rango de las estimaciones de los analistas. El **crecimiento** esperado para 2009 es del -1,5 por 100 y para 2010, del 0,5 por 100, con una elevada incertidumbre provocada fundamentalmente por la magnitud y duración del ajuste inmobiliario y de la crisis financiera. La fase de ajuste se va a prolongar hasta que, por una parte, hayan sido corregidos los desequilibrios internos que se encuentran en el origen de esta recesión y, por otra, hasta que se restablezca el funcionamiento fluido del sistema financiero, y los bancos y cajas recuperen su plena capacidad para conceder créditos.

El último trimestre de 2008 puede ser el más duro de la fase recesiva, con una contracción del PIB en términos intertrimestrales anualizados del 3 por 100 (gráfico 6.1). A lo largo de 2009 las tasas intertrimestrales se mantendrán en terreno negativo, aunque con tendencia ascendente, hasta el último trimestre, en el que la situación podría estabilizarse. Las tasas interanuales, sin embargo, debido a su carácter de indicadores retrasados, seguirán moviéndose a la baja hasta el tercer trimestre, en el que se alcanzará una caída del 1,8 por 100. En 2010, aún reconociendo la elevada incertidumbre que rodea cualquier previsión a un horizonte más allá del próximo año, se espera que retornen las tasas positivas, con un perfil trimestral ascendente, pero de forma lenta.

Los indicadores de **consumo privado** disponibles para el inicio del cuarto trimestre apuntan a un repliegue tan severo como el anterior. Las matriculaciones de turismos se derrumbaron un 39 por 100 en octubre y un 49 por 100 en noviembre, mientras que el indicador de confianza ha registrado una nueva bajada desde niveles ya en mínimos históricos hasta -44, y la entrada de pedidos de bienes de consumo en el tercer trimestre, un indicador adelantado, duplicó su ritmo de caída hasta un -13 por 100 interanual. Junto a los desequilibrios acumulados, el aumento de los precios energéticos y las subidas de tipos de interés son factores adicionales que han lastrado el gasto de los hogares en los tres primeros trimestres del año. El reciente cambio de tendencia en la evolución de dichos factores supondrá al menos un alivio que frenará la caída del consumo, aunque los efectos del descenso de los tipos sobre las economías familiares va a tardar algunos meses en dejarse sentir, a la par que también tiene efectos negativos, ya que reduce los intereses percibidos por el ahorro de los hogares. Partiendo de todo lo anterior, se puede prever una nueva caída del consumo del 3,7 por 100 anualizado en el cuarto trimestre del año y un retroceso del 2 por 100 el año próximo en media anual. En 2010 se produciría una tímida recuperación del 0,6 por 100.

Los indicadores relacionados con la **inversión en bienes de equipo** también apuntan a un escenario de caídas más intensas. La capacidad productiva utilizada en el cuarto trimestre ha retrocedido hasta el 76,4 por 100, muy por debajo del 81,1 por 100 de comienzos del ejercicio, mientras que la entrada de pedidos de bienes de equipo, un indicador adelantado de la inversión, aceleró su caída en el tercer trimestre hasta -8,5 por 100. Las matriculaciones de vehículos de carga, por otra parte, descendieron un 54,3 por 100 en octubre y un 63,2 por 100 en noviembre, tras reducirse un 50,1 por 100 de media en el tercer trimestre. La previsión para este componente de la demanda es de una caída del 18 por 100 intertrimestral (tasa anualizada) en el cuarto trimestre. Durante 2009, las tasas seguirán siendo negativas en los cuatro trimestres, arrojando un retroceso en el conjunto del año del 9,9 por 100. Las tasas intertrimestrales volverán a ser positivas en 2010, a pesar de lo cual, la media anual seguirá en terreno negativo, un -0,4 por 100.

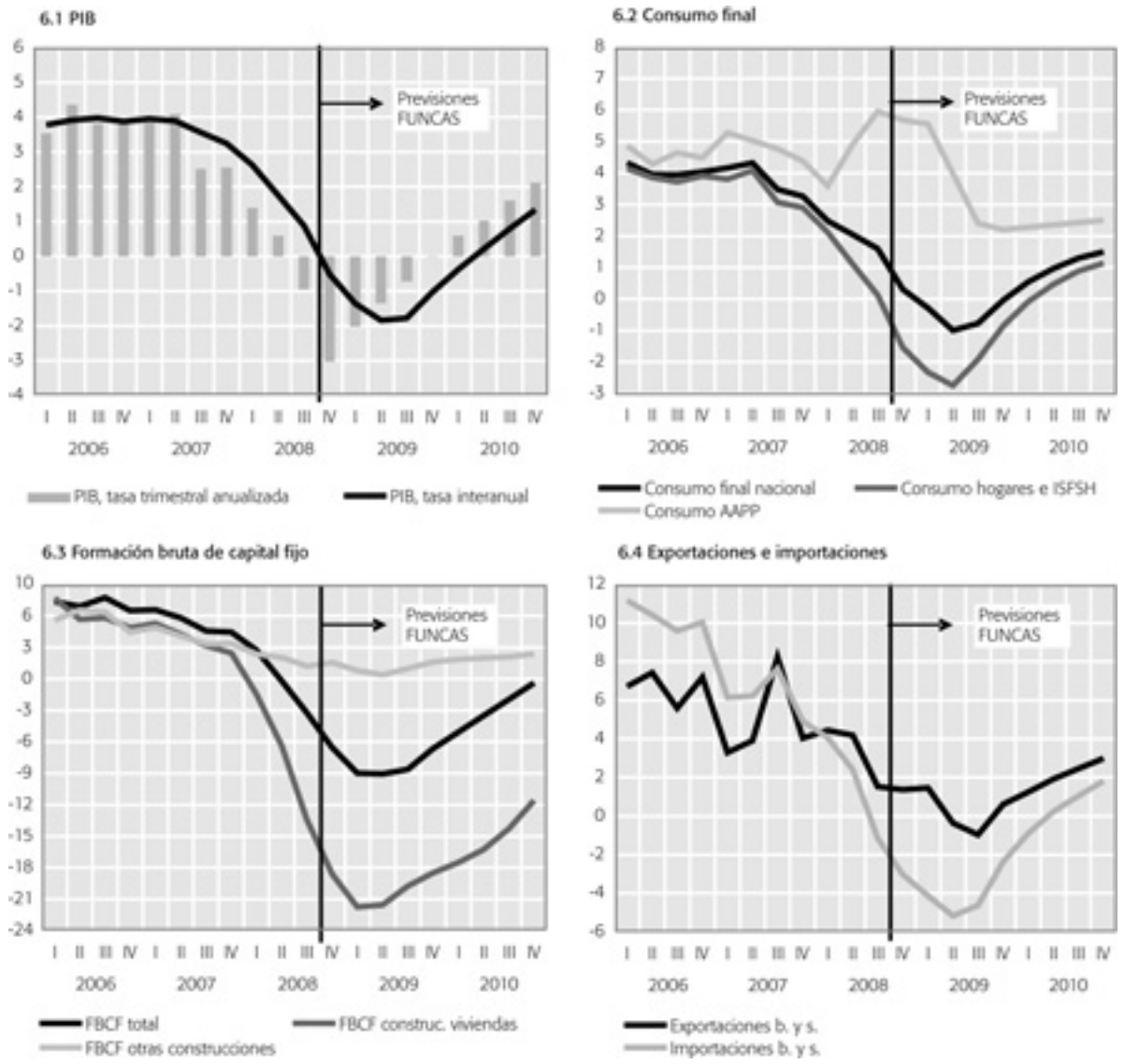
La **inversión inmobiliaria** va a continuar cuesta abajo, a tenor de los indicadores adelantados. El número de viviendas iniciadas hasta junio cayó a la mitad de los niveles de un año antes y el número de visados de obra ha retrocedido a tasas en torno al 60 por 100. Además, el exceso de oferta de viviendas, la escasez de crédito, las expectativas de bajadas de precios, el elevado endeudamiento de los hogares y el deterioro del clima económico son todos ellos factores que apuntan a un declive muy prolongado del mercado inmobiliario, incluso aunque, tal y como se espera, los tipos de interés retornen a mínimos. En el último trimestre del año, la caída podría situarse en el 18 por 100 intertrimestral anualizado, y se esperan tasas intertrimestrales negativas durante todo 2009 y 2010, aunque con un perfil ascendente. Las tasas medias anuales correspondientes a ambos ejercicios se situarán en el -20,5 por 100 y el -15 por 100 respectivamente. La fuerte caída en la inversión en viviendas será amortiguada, pero sólo en parte, por el avance de la inversión pública.

Con respecto al **sector exterior**, durante 2009 se van a mantener las mismas tendencias de los dos últimos trimestres, de tal modo que en el conjunto del año 2009 la contribución del sector exterior al crecimiento será positiva (1,4 pp), compensando la mitad de la aportación negativa de la demanda nacional (-2,9 pp). Al igual que en los trimestres segundo y tercero de este año, dicho comportamiento obedecerá más a la caída de las importaciones,

Gráfico 6

PREVISIONES 2008-10: I. PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Variación interanual en porcentaje



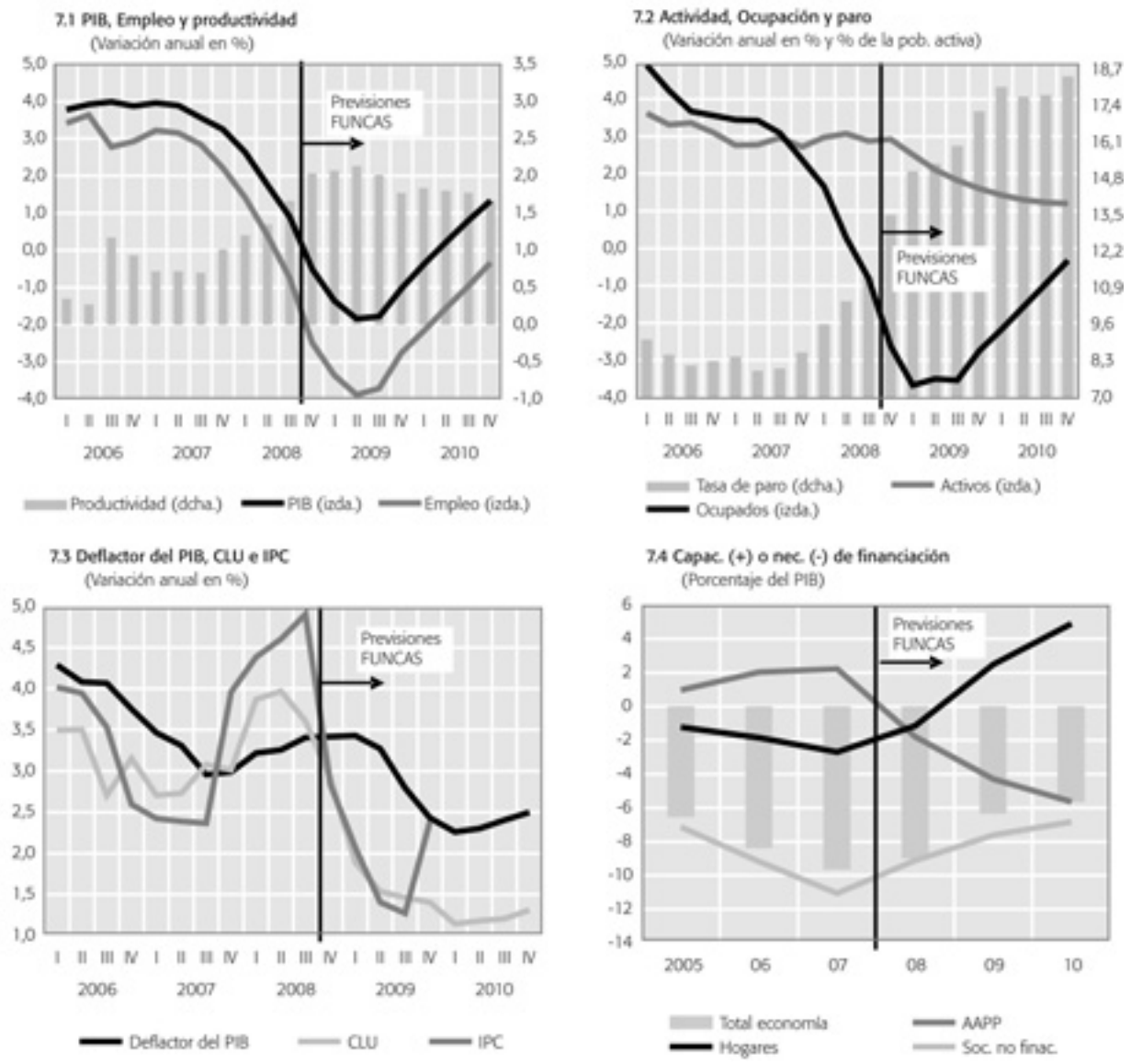
(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.
Fuentes: INE (CNTR) y FUNCAS.

derivada de la contracción de la demanda nacional, que a una expansión de las exportaciones, muy improbable dado el contexto de crisis internacional y la disminuida posición competitiva de la industria española. En 2010, la contribución del sector exterior volverá a ser positiva, aunque inferior a la de 2009, y de nuevo superior a la de la demanda interna (0,4 pp y 0,1 pp, respectivamente).

La **productividad** por ocupado duplicará en 2008 su ritmo de crecimiento hasta un 1,6 por 100 y podría acelerarse aún más en 2009 y 2010, hasta el 2 por 100 y el 1,8 por 100, respectivamente, aunque por motivos coyunturales. En las fases recesivas siempre crece la productividad, pero más aún en una situación como la actual, en la que el sector que más sufre el ajuste es la construcción, donde el producto por empleado ha sufrido continuas caídas en los últimos años, de modo que a medida que se reduce el empleo en el mismo, la productividad media de los trabajadores que permanecen tiene que aumentar rápidamente, impulsando la productividad media de la economía.

Gráfico 7

PREVISIONES 2009-2010: II. EMPLEO, PARO, INFLACIÓN Y DÉFICIT



Fuente: INE y FUNCAS.

La contracción de la actividad económica y el incremento de la productividad se traducirán en una importante caída del **empleo** en los dos próximos años (gráfico 7). Tras el recorte medio anual de 77.500 puestos de trabajo en términos EPA esperado para 2008, en 2009 el empleo se reducirá en 680.000. En el año siguiente, pese a la vuelta a tasas positivas de crecimiento, estas no serán suficientes para contrarrestar el incremento de la productividad, de modo que el empleo bajará en casi 250.000. Sumando a estos descensos del empleo el aumento de la población activa, para el que se prevé una desaceleración progresiva hasta menos de la mitad en 2010 que el observado en 2008, la **tasa de paro** ascenderá hasta el 15,9 por 100 el año próximo y hasta el 18 por 100 el siguiente.

En cuanto a los **precios**, en un escenario de recesión mundial no es muy probable un nuevo giro alcista en la cotización del petróleo, de modo que la inflación seguirá moviéndose a la baja hasta mediados de julio, apoyada en los efectos escalón favorables derivados de los fuertes ascensos registrados

en la primera mitad de este año y en la debilidad de la demanda. La tasa media anual será del 1,8 por 100 en 2009 y del 2,5 por 100 en 2010. Es muy probable incluso que la tasa de 2009 sea varias décimas inferior a la prevista si el precio del petróleo se mantiene por debajo de 50 dólares por barril.

La otra cara de la moneda de la contracción del consumo es la recuperación del **ahorro privado**, condición necesaria para la recomposición de las finanzas de los hogares, sin lo cual no puede iniciarse una nueva fase de crecimiento económico sostenible. La tasa de ahorro de los hogares, que ya ha comenzado a remontar, pasará del 10,2 por 100 en 2007 al 15,5 por 100 en 2010 (gráfico 7.4). No obstante, su aumento será contrarrestado por la caída del ahorro público, a causa del déficit de las cuentas de las AA.PP., que, sin tener en cuenta las últimas medidas aprobadas por el Gobierno el 28 de noviembre, se dispararía hasta el 4,3 por 100 el año próximo y hasta el 5,6 por 100 el siguiente. Otra consecuencia del repliegue de la demanda es la corrección de otro de los desequilibrios de la economía española: el déficit por cuenta corriente. Su valor en porcentaje del PIB, que ya este año se reducirá hasta el 9,6 por 100, descenderá hasta el 6,9 por 100 en 2009 y hasta el 6,1 por 100 al año siguiente.

Todavía pesan grandes incertidumbres en cuanto a la duración de la crisis financiera y la magnitud de su impacto sobre la economía mundial, así como en torno a la profundidad y la duración del ajuste inmobiliario dentro de nuestro país, lo que hace que las previsiones estén sometidas a un elevado grado de provisionalidad y sufran continuas y acusadas revisiones a la baja. En cualquier caso, lo que está claro es que la recesión será profunda, así como el ajuste del empleo, y la salida de esta situación —algo que, según el escenario contemplado en el momento actual, y dicho con todas las cautelas, podría iniciarse a partir del último trimestre de 2009— será muy lenta.

Cabe añadir que el último paquete de gasto público en inversión aprobado por el Gobierno (8.000 millones de euros para el Fondo de Inversión Municipal y 3.000 para el Fondo para Actuaciones de Dinamización de la Economía, un 1 por 100 del PIB) no está incluido en estas previsiones, y que sus efectos pueden ser significativos en términos de crecimiento del PIB y de creación de empleo entre el segundo trimestre de 2009 y segundo de 2010. El Gobierno cifra en 300.000 los puestos de trabajo que pudieran crearse.

La crisis real y financiera de la economía española

*Antonio Torrero Mañas**

1. La actualidad de la obra de Minsky y de su hipótesis de la inestabilidad financiera

Hyman P. Minsky fue un economista norteamericano (murió en 1996) cuya obra giró en torno a la hipótesis de la inestabilidad financiera, ofreciendo una interpretación de la obra de Keynes desde la perspectiva de los desequilibrios financieros que se generaban en una economía moderna.

En la crisis actual se evoca a Keynes recordando su prevención sobre la escasa utilidad de la política monetaria en condiciones de crisis, deflación y depresión; se evoca su posición activa en relación a la política fiscal y a la promoción de la inversión pública cuando la privada se contrae por las perspectivas pesimistas. No voy a referirme a estos aspectos de las propuestas de Keynes; me limitaré, de la mano de Minsky, a hacer referencia a las perturbaciones que se producen en la economía, generadas por la dinámica de los agentes en un entorno de incertidumbre.

La obra de Minsky está de actualidad[1]. En los últimos veinticinco años las referencias a su obra han sido escasas; recientemente, sin embargo, las citas a Minsky son frecuentes en las principales aportaciones de los expertos que intentan comprender la naturaleza y alcance de las perturbaciones financieras. También los análisis pragmáticos de los bancos de inversión recurren a Minsky para intentar comprender la naturaleza y consecuencias de la crisis financiera actual[2].

Minsky estudió en Harvard con Schumpeter, que dirigió su tesis, y en él se inspiró para considerar el comportamiento cíclico de la economía desde la perspectiva financiera. En esencia, los períodos de estabilidad económica, de gran confianza y optimismo, generan la creación excesiva de crédito, dando lugar a la inestabilidad financiera y a la euforia especulativa, seguida de una contención del crecimiento del crédito y, finalmente, de la reducción del crecimiento económico y de un incremento de la volatilidad financiera.

La gran preocupación de Minsky fue comprender las razones que determinan los precios relativos de los activos financieros y de los reales, y como se relaciona la evolución de éstos con la inversión. El mecanismo de inestabilidad básico lo encuentra en la validación de la deuda por parte de los agentes económicos, de manera que el ritmo de la economía, en un momento determinado, está estrechamente relacionado con la capacidad de los deudores para cumplir los compromisos asumidos en el pasado, y por la visión que se tenga de que los demandantes de recursos cumplirán en el futuro con los compromisos que intentan contraer ahora.

* Catedrático de Estructura Económica. Universidad de Alcalá.

[1] El lector interesado en la obra de Minsky puede recurrir a D.B. Papadimitriou y L.R. Wray: "The Economic contributions of Hyman Minsky: Varieties of capitalism and international reform", *Review of Political Economy,* April 1998, pp. 199-225. Las contribuciones más importantes de Minsky están recogidas en: *Inflation, Recession and Economic Policy*", Wheatsheaf Books, Great Britain, 1982. Su libro *John Maynard Keynes* se publicó en 1975, Columbia University Press. Ha sido reeditado por McGraw Hill, USA, 2008. Hay versión en español: *Las razones de Keynes,* Fondo de Cultura Económica, México, 1975.

[2] Un buen ejemplo es la publicación de *UBS Investment Research*: "Financial Instability and the economy: one year into a Minsky Moment", 3 September 2008.

El análisis de Minsky se centra en la situación financiera en la que se encuentran los agentes económicos, fijando su atención de forma especial en las empresas. Tipifica tres posiciones:

1) Posición financiera equilibrada: el *cash-flow* esperado supera en todo momento a los pagos comprometidos por deuda.

2) Posición financiera especulativa: el *cash-flow* esperado a largo plazo es positivo pero negativo en el corto plazo.

3) Posición financiera Ponzi[3]: el *cash-flow* esperado en el corto plazo es negativo; se produce un incremento sostenido del endeudamiento descansando la viabilidad del esquema a largo plazo en la expectativa de revalorización de los activos que se poseen como contrapartida al endeudamiento.

La inestabilidad financiera se genera a partir de una posición estable puesto que ese estado de confianza produce un aumento en el nivel de riesgo con el que se demandan y conceden los créditos, lo que conduce a una elevación de la valoración de los activos que impulsa a su vez al crédito. Progresivamente la economía se sitúa en posiciones especulativas e incluso Ponzi, con lo que se hace más sensible al tipo de interés y a sus variaciones.

Cuando las unidades que aceptaron mayores niveles de riesgo no pueden cumplir con los compromisos financieros contraídos, crece la sensación de inseguridad y se revisa al alza la estimación del riesgo. Sobreviene entonces un proceso de crisis financiera que afecta a todo el complejo de relaciones establecidas entre la producción y la financiación que aparecen totalmente integradas en la economía de mercado[4].

Minsky encuentra su inspiración en la obra de Keynes destacando la incertidumbre como una cuestión esencial de la Teoría General. Keynes puso énfasis especial en la incertidumbre al resaltar los aspectos fundamentales de su libro en la contestación a sus críticos[5]. Minsky subraya la insistencia de Keynes en la trascendencia de los mercados financieros cuya operativa afecta a las valoraciones de los bienes de capital y por tanto a la actividad inversora. En varias ocasiones transcribe Minsky en su obra el siguiente párrafo de Keynes:

"Hay una multitud de activos reales en el mercado que constituyen nuestra riqueza en capital: edificios, existencias de mercancías, bienes en proceso de producción y de transporte, y así sucesivamente. Sin embargo, los propietarios monetarios de estos activos han tomado con frecuencia *dinero* en préstamo para convertirse en tales. En la correspondiente medida, los poseedores reales de riqueza tienen derechos, no sobre activos reales, sino sobre el dinero. Una parte considerable de esta "financiación" tiene lugar a través del sistema bancario, que interpone su garantía entre sus depositantes, que le prestan dinero, y sus prestatarios a los que presta dinero con el que financiar la compra de activos reales. La interposición de ese velo monetario entre el activo real y el poseedor de riqueza es una característica especialmente relevante del mundo moderno" [6].

2. La crisis financiera internacional y sus efectos sobre España

La crisis financiera mundial afecta a nuestra economía, abierta al exterior y muy dependiente del ahorro externo, preciso para financiar un elevadísimo déficit en la balanza por cuenta corriente que recoge los excesos de inversión de los últimos años, y refleja la pérdida sostenida de competitividad.

El punto central de este breve comentario es que el mundo se enfrenta a la corrección de un ciclo extraordinariamente expansivo del crédito, que ha tenido lugar en un entorno de riesgo creciente y de relajación reguladora, con innovaciones financieras importantes, y un papel destacadísimo de los mercados financieros, de los productos derivados y de los bancos de inversión. Una característica esencial de la crisis actual es la valoración optimista de los activos, posiblemente alentada por un entorno de gran dureza competitiva.

En la fase expansiva del ciclo, la abundancia de recursos y la gran liquidez de los mercados ha impulsado el crecimiento económico en un marco financiero global. Lo que ha de afrontarse ahora es la corrección de los excesos y el

[3] Minsky denomina Ponzi a esta posición aludiendo a las prácticas de un financiero bostoniano de ese nombre.

[4] En el resumen anterior he utilizado mi trabajo: "Una visión peculiar de la economía financiera", *Círculo Empresarial,* Boletín nº 31, 1985, pp. 53-58.

[5] "The General Theory of Employment", *The Quarterly Journal of Economics,* February 1937. Incluido en *The Collected Writings of John Maynard Keynes,* McMillan, Vol. XIV, 1973, pp. 109-123.

[6] "The consequences to the banks of the collapse of money values", *Essays in Persuasion* (1931). Incluido en *The Collected Writings of John Maynard Keynes,* McMillan, Vol. IX, 1972. La cita corresponde a la pág. 151. Hay versión española en Ed. Crítica, Barcelona, 1988.

retorno a niveles más soportables de endeudamiento en un escenario de mayor sensibilidad hacia el riesgo. *La cuestión fundamental es cómo se ajustan las economías en esta fase contractiva, y cómo impedir que el sentimiento pesimista de los agentes económicos y de los intermediarios financieros, dé lugar a una perturbación financiera de tal intensidad que degenere en una depresión intensa y duradera.*

Haré referencia a los efectos de las finanzas, lo cual no significa que ignore el impacto de los problemas financieros sobre los sectores reales. Si los mercados financieros y los intermediarios bancarios tienen dificultades, el flujo de crédito no llegará a las familias y, sobre todo a las empresas, obstaculizando la obtención del circulante y afectando gravemente a las decisiones de inversión. La normalización financiera, y en especial del crédito bancario, es, pues, una cuestión clave para los sectores reales.

Las autoridades de todo el mundo son conscientes del peligro que supone la recesión, la deflación, y la depresión. El recuerdo de la Gran Depresión actúa como una vacuna; los gobiernos están dispuestos a tomar las medidas precisas de forma inmediata con inusitada amplitud e intensidad. Han pasado a segundo plano las inquietudes por los efectos inflacionistas y de otro orden que puedan derivarse en el futuro de una actuación cuyo principal objetivo es impedir la parálisis crediticia. Los gobiernos participan en bancos y suplantan incluso en la concesión del crédito a los intermediarios financieros.

El temor al desplome de las valoraciones en los mercados bursátil e inmobiliario, a la parálisis en el mercado interbancario, y, sobre todo, a la contracción del crédito bancario es común a todos los países. Se tiene conciencia de que lo más peligroso de una perturbación financiera es que alcance a las operaciones ordinarias de los intermediarios bancarios, y llegue a afectar al canal del crédito bancario que es la única fuente de financiación externa al alcance del 95 por 100 de las empresas que generan la mayor parte del PIB y del empleo. La experiencia histórica muestra que cuando una perturbación financiera llega a afectar al canal del crédito bancario, como sucedió con la Gran Depresión o en la crisis japonesa de los años noventa, los efectos de la contracción del crédito sobre el crecimiento económico son intensos y duraderos.

En España tenemos algunas características singulares que conviene tener en cuenta. Las principales son la posición inicial de fortaleza del sistema bancario, el alto riesgo generado en el sector inmobiliario y la dimensión del déficit por cuenta corriente. Haré una referencia telegráfica a estos aspectos.

En cuanto al sistema bancario, el riesgo asumido en el sector inmobiliario es de gran magnitud y los efectos sobre bancos, cajas y cooperativas están siendo y serán importantes, forzando a operaciones de concentración empresarial. El punto de partida es, sin embargo, más sólido que en la mayor parte de los países.

A las autoridades españolas les ha faltado prudencia para frenar la disparatada expansión inmobiliaria puesto que impulsaba el crecimiento económico y el empleo; el Banco de España, que tampoco actuó con decisión frenando los excesos, forzó, no obstante, la constitución de provisiones extraordinarias en el sistema bancario en la fase de auge de carácter anticíclico, decisión conservadora que adoptó prácticamente en solitario y que es, ahora, unánimemente calificada como un ejemplo de prudencia.

El sector bancario español no ha resultado afectado por las hipotecas de alto riesgo que han contaminado los activos financieros estructurados y causado estragos en prácticamente todos los países. El mantenimiento de las exigencias de capital propio en las operaciones de titulización ha sido una medida muy positiva adoptada también por el Banco de España.

El aspecto negativo, el punto débil de los balances de las instituciones bancarias en nuestro país reside en el abultado crédito al sector inmobiliario, en particular a los promotores. Es preciso tener en cuenta que los problemas en este sector tienen un tiempo de maduración mayor, tardan más en aflorar, que las pérdidas de capital asociadas a instrumentos financieros ligados más directamente a valoraciones de mercado. Lo anterior implica que los drásticos saneamientos llevados a cabo por los bancos en otros países se han realizado de inmediato. En España las dificultades de las entidades aparecerán de forma más espaciada.

La crisis financiera internacional está afectando gravemente a España, que precisa financiación masiva del exterior. El déficit de la balanza por cuenta corriente se ha elevado de forma extraordinaria en el último lustro, alcanzado un nivel insólito (10 por 100 del PIB). El ajuste hacia una posición más sostenible exige aumentar la competitividad, pese al alivio que representa la baja del precio del petróleo y la reducción de los tipos de interés. Aún así, la dependencia de los mercados financieros exteriores seguirá siendo muy elevada. El previsible aumento del ahorro de las familias coadyuvará a la reducción de la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional, aunque la reducción del ahorro público seguramente compensará el incremento de ahorro de las familias. El ajuste recaerá sobre la tasa de inversión.

No me parece que se tenga conciencia del dogal que significa ese desmesurado déficit exterior. España se hubiera visto obligada a un duro reajuste de su economía incluso sin crisis financiera internacional. La crisis ha permitido al Gobierno subsumir el desequilibrio bajo la alfombra de la crisis internacional, pero España tiene pendiente la corrección del desequilibrio aunque se vaya normalizando la situación financiera.

Lo anterior significa que si en los últimos años España creció más que los países de la Unión Europea, porque invirtió en mayor medida, y empresas y familias se endeudaron considerablemente asumiendo un mayor nivel de riesgo, en los próximos años el ajuste de la economía española seguramente será más intenso y, por tanto, son menores las expectativas de crecimiento económico y, sobre todo, del empleo.

La evolución de la economía española depende, no obstante, de la determinación con la cual se aborde la situación, delicada en cualquier caso. No es correcto afirmar que nuestros problemas son similares a los del resto de los países industriales o de los integrantes de la Unión Europea. Es cierto que la crisis financiera internacional afecta a todos, pero España tiene un desequilibrio propio y esencial: el déficit de la balanza por cuenta corriente que implica una dependencia de la financiación exterior de una dimensión insólita.

No es lo mismo plantear la superación de los problemas a partir de su reconocimiento, que ocultarlos bajo el manto de la crisis financiera global. El Gobierno español ha optado por esta última alternativa y eso hará más difícil la superación de la crisis económica.

3. Nota final

Creo que nadie está en condiciones de formular hipótesis con un mínimo de rigor respecto a la duración y efectos de la crisis financiera internacional. Sabemos que todos los gobiernos son conscientes de la dimensión del problema y de sus posibles consecuencias, y no han dudado en emplear recursos y adoptar fórmulas que hace sólo seis meses nos hubieran parecido extremas y poco convenientes.

Se van imponiendo algunas ideas que antes asomaban con timidez. La principal es que las finanzas tienen características especiales que obligan a un tratamiento diferenciado y a no extender, sin matices muy cuidadosos, conceptos utilizados con normalidad en otros sectores económicos.

Las finanzas incorporan incertidumbre puesto que el desenlace de las operaciones de crédito depende de acontecimientos y actuaciones, de difícil o imposible predicción, durante el *tiempo* de vigencia de la operación financiera. La mayor importancia que han adquirido los mercados ha variado el foco de atención, desplazándose éste desde el seguimiento de la situación del receptor de los recursos hacia las reacciones de los mercados, lo cual incorpora mayor dosis de incertidumbre.

Hasta la década de los noventa, el sistema financiero que se consideraba más adecuado para favorecer la estabilidad y el crecimiento era el que basculaba esencialmente sobre el sector bancario. El dinamismo anglosajón, la crisis japonesa y el moderado crecimiento de Europa, ha situado a los mercados financieros, y a la banca de inversión, en el centro de la escena[7]. La intermediación bancaria implica estabilidad, y también rigidez; los mercados financieros tienen mayores dosis de inestabilidad y de flexibilidad. Creo que la actual crisis financiera conllevará una revisión en favor de un mayor protagonismo de la banca relacional y una menor confianza en las finanzas sofisticadas asociadas con los productos desarrollados por los bancos de inversión.

[7] En mi libro: *Revolución en las Finanzas. Los grandes cambios en las ideas. Represión y Liberalización Financiera*, Marcial Pons, Madrid, 2008, analizo con detalle los cambios que se han producido.

¿Es la hora de la política fiscal?

*Victorio Valle**

Ha hecho falta una dura batalla diplomática para que España estuviera presente en la reunión del G-20, y toda una proclamación generalista de una actuación global por parte de la Unión Europea para combatir la crisis económica, para que el Gobierno español se haya decidido a reforzar su previa línea de ir paliando las consecuencias de la debilidad económica, en sus flancos socialmente más vulnerables, con medidas más contundentes.

Algunos recomendamos una línea de actuación compensadora de la demanda agregada hace ya más de seis meses[1]. Muchos vimos la dureza de la contracción de la demanda que conduciría rápidamente, en lo que parecía "una suave desaceleración" de la actividad económica, a una recesión en toda regla. ¡Ojalá nos hubiéramos equivocado!

Al hilo de estas nuevas medidas que el Gobierno anuncia, me gustaría hacer cinco reflexiones sobre la actual coyuntura y su futuro.

1ª. Una de las experiencias más contundentes de los últimos tiempos es que no es posible elaborar una política económica solvente ante una situación crítica de la economía, sin un diagnóstico preciso y consensuado sobre lo que está ocurriendo, sus raíces y su posible evolución futura.

La reciente trayectoria de la valoración pública sobre la situación económica ha sido, sin paliativos, lamentable. Se han sostenido previsiones a todas luces inconsistentes y caído en la pendiente de la continua corrección conforme la realidad ha ido mostrando toda su dureza. Se ha dicho, para apoyar esta forma de actuar, que "el pesimismo no crea puestos de trabajo" lo que, sin duda es cierto. Sin embargo, parece existir acuerdo entre los analistas de que la continua rectificación y el reconocimiento reiterado del error introduce en los ciudadanos un sentimiento de desconfianza muy negativo.

Tampoco ha sido especialmente positiva la tendencia de los medios a valorar la situación económica sobre la base del comportamiento de dos indicadores sobre los que han conseguido convencer a los ciudadanos de su significación que, en realidad, es muy discutible. De una parte, la evolución de la vivienda y de la construcción en general – un sector cuyo peso en el PIB en España es el doble que la media europea – no debe valorarse como si fuera la única alternativa productiva del país. He repetido hasta la saciedad que "después de la construcción hay vida", que nuestra industria, nuestros servicios de mercado e, incluso, nuestra agricultura tienen posibilidades de crecimiento que podrían compensar con creces una moderación del papel del sector de la construcción en la economía nacional. De otra parte, conviene también limitar el valor significativo de la evolución de la bolsa – un mercado estrecho y paradigma de comportamientos estratégicos – como expresión de la actividad económica, a la que solo refleja a largo plazo y en forma un tanto opaca.

2ª. La crisis actual – como seguramente todas – tiene múltiples facetas que son interdependientes, pero requieren tratamientos distintos.

Hay una crisis financiera que, en mi opinión, lleva unas buenas trazas de solucionarse. Que reclama un control más adecuado y, sobre todo, dosis crecientes de transparencia y profesionalidad. Pero la solución de la crisis finan-

* Director General de FUNCAS.

[1] ¿Qué hacer en la economía española? CIE nº 204 mayo/junio 2008.

ciera, en esto no conviene engañarse, no resolverá la crisis real. Primero, porque la demanda agregada es muy rígida a las variaciones del tipo de interés y, por tanto, las mayores facilidades crediticias que la solución de la crisis financiera vaya aportando va a tener una influencia muy limitada en la economía real. Segundo, porque el problema básico de la crisis real, no está ahora del lado de la oferta sino del lado de la demanda. La caída del PIB no es sólo porque las empresas no tengan financiación para producir, aunque ésta sea actualmente escasa, sino porque no tienen demanda latente a la que atender con sus productos.

Es cierto, sin embargo, que las medidas crediticias que se van adoptando, especialmente las instrumentadas a través de ICO van a ayudar a paliar las dificultades de financiación del circulante que tienen muchas PYME.

Pero está claro que hay una crisis real de la que sólo se saldrá por la vía del aumento de la demanda agregada.

Y también hay una crisis del modelo de crecimiento de los últimos años basado en el consumo y en la demanda de viviendas, y de espaldas a la productividad, que es el que nos ha llevado, por su uso exagerado, a la actual situación.

Advertencia: corregir el modelo de crecimiento potenciando los factores que mejoren la productividad del sistema, es imprescindible pero, en el corto plazo, no debe convertirse en el argumento falaz para relegar "ad calendas grecas" las acciones compensadoras necesarias a corto plazo.

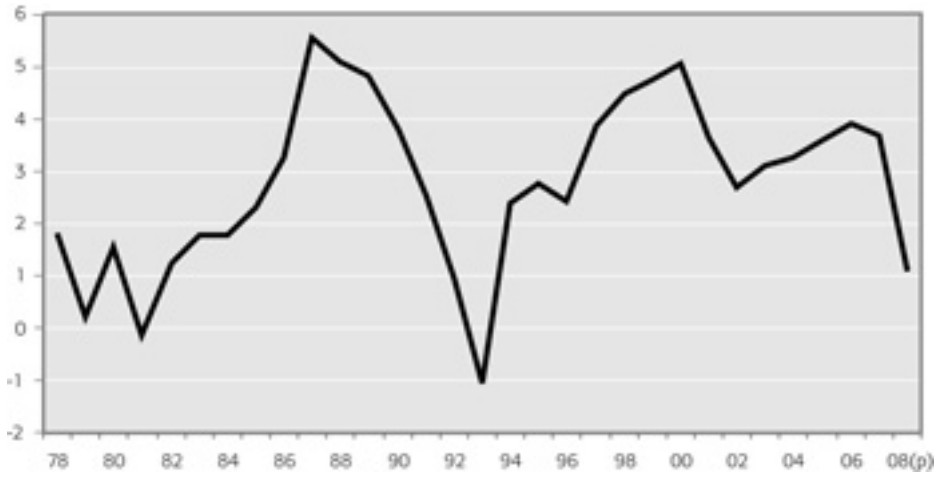
3ª. Mi tercera reflexión es dura de digerir. Llevamos un año, tal vez más, hablando de la recesión que se espera. En las estribaciones finales de este año, la recesión – como evolución negativa del PIB – ya se ha producido. Sin embargo, los datos anuales con que se cerrará 2008 arrojarán un crecimiento positivo en torno a un uno por cien del PIB. En castellano normal, esto quiere decir que, pese a la conciencia de crisis, en 2008 se han producido más bienes y servicios y se ha generado más renta que en 2007. Lo que se ha reducido en términos anuales es la tasa de crecimiento no el crecimiento en si mismo. Por tanto: lo peor de la crisis está por venir. FUNCAS prevé una evolución del –1,5 por 100 del PIB para 2009 y, seguramente, se queda corta. Lo que hasta ahora hemos vivido, económicamente hablando, no tiene ni punto de comparación con lo que va a ocurrir, si las tendencias se consolidan, en el próximo año.

4ª. Sin embargo, es importante darse cuenta de que históricamente la evolución del crecimiento en las economías de mercado es cíclica. Por tanto, a una situación de crisis siempre ha sucedido hasta ahora una de crecimiento y auge que más pronto o más tarde vuelve a trocarse en desaceleración y caída.

El gráfico 1 nos muestra esta evolución recurrente en España en los últimos años. A lo que hay que aplicarse es,

Gráfico 1

PIB ESPAÑA. TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO



Fuente: INE y MEH.

por consiguiente, a que la intensidad de la recesión sea la menor posible y que la recuperación se inicie con presteza, sin que el gráfico cíclico se regodee excesivamente en la zona depresiva.

Pero es importante que cualquier política económica no impida el necesario reajuste de la economía para que la recuperación sea sólida. Todas las crisis nacen de un exceso de gasto de algunas unidades económicas respecto a sus posibilidades. Por tanto, nada debe impedir un reajuste entre las tasas de ahorro e inversión de la economía nacional, cuyo divorcio en los dos últimos años se ha traducido en unas necesidades de financiación exterior entre el nueve y el diez por cien anual.

España necesita un alto nivel de inversión y, por tanto, la salida de la crisis obliga a reforzar sustancialmente el ahorro.

No se olvide, por otra parte, que ese excesivo recurso al endeudamiento exterior está en la base de las actuales tribulaciones de las entidades financieras ante el colapso del mercado interbancario internacional.

5ª. La política presupuestaria –política fiscal en su denominación tradicional– era inevitable. Por eso debemos felicitarnos de que el Gobierno, finalmente, haya llegado también a esta convicción, aunque sea de forma limitada. El debate actual sobre este tema, trae al recuerdo la ya vieja polémica de las ideas keynesianas tras la crisis de 1929. Una polémica con el olor acre del ropero de la abuela y que los economistas ya deberíamos tener superada.

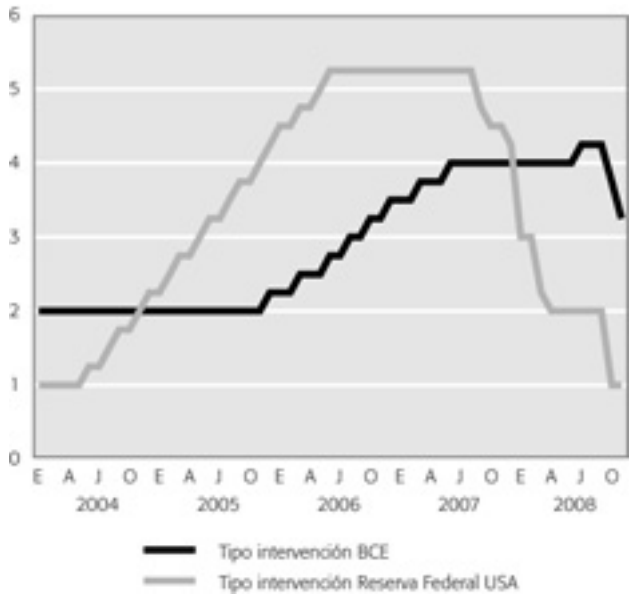
Ante una crisis aguda causada por una caída de la demanda agregada (en 2008, se estima que el crecimiento de la demanda nacional ha caído 3,8 puntos porcentuales de PIB respecto a 2007, las exportaciones 2 puntos y las importaciones 5,7 puntos) ¿Qué se puede hacer?

En primer término se podría intentar incrementar la demanda externa (exportaciones, turismo etc). En el contexto de tipo de cambio fijo que implica nuestra pertenencia a la UEM (que impide las devaluaciones que antes resolvían en buena medida esta situación), no cabe esperar mucho en este terreno. Nadie duda de que reducir los costes laborales, el componente energético del coste de producción, o el coste fiscal, dado el elevado tipo del Impuesto sobre Sociedades, sería objetivamente bueno y situaría a la producción española en mejores condiciones de competitividad para cuando la salida internacional de la crisis produzca un tirón de nuestra exportación. Sin embargo, en

Gráfico 2

TIPOS DE INTERÉS EN EE.UU. Y LA UEM

Porcentaje



Fuente: MEH.

el corto plazo cuando las situaciones de crisis son generalizadas – y la actual lo es – cabe esperar poco de las exportaciones como motor del crecimiento.

La política monetaria es otra opción clásica. De hecho el BCE, igual que la Reserva Federal, han ido reduciendo significativamente los tipos de interés de intervención (Vid gráfico 2). El reforzamiento de las instituciones financieras permitirá – con retraso – que esa reducción pueda transmitirse a la actividad real, si existe demanda. Sin embargo, y como ya he indicado, Keynes nos enseñó la rigidez de los equilibrios reales ante la variación de los tipos de interés, especialmente para estimular el crecimiento. Yo creo que las acciones que se están realizando en este sentido conducirán a un ligero aumento del crecimiento del PIB que, en mi opinión, difícilmente excederá de medio punto.

Por tanto, para mí está claro que, ante la gravedad de la crisis, el único reducto que quedaba por utilizar con eficiencia era la política presupuestaria, por mucho que a algunos ese protagonismo público les produzca malestar y atisben dificultades insalvables para recomponer una situación de normalidad si se rompen los equilibrios públicos, tan difícilmente consensuados con nuestra entrada a la Unión Monetaria Europea.

Sin embargo, creo que la política presupuestaria tiene en España una posibilidad clara de utilización dado el superávit de partida de las administraciones públicas y el nivel relativamente bajo de endeudamiento de la hacienda española (36 por 100 del PIB a finales de 2007).

Algunos recalcitrantes del protagonismo privado han recalcado que ya existe un efecto fiscal automático cuando se presenta una crisis, puesto que los ingresos públicos relacionados con la producción y la renta se reducen y el gasto público, especialmente el subsidio de paro, aumenta dando lugar a un componente de déficit de estabilización automática.

En España es cierto que este efecto se ha venido produciendo. De hecho, ese automatismo de ingresos y gastos en su reacción a la situación coyuntural ha trocado el superávit presupuestario de 2007 (+ 2,2 puntos de PIB) en un déficit que, en este momento, se estima en 1,7 del PIB para el conjunto de 2008 y que seguramente será mayor. Es más, ese déficit derivado de los componentes de estabilización automática ha sido especialmente intenso en España ya que la fiscalidad de la vivienda y el consumo, que son los sectores más afectados por la crisis, repercuten con gran intensidad en la recaudación total.

Sin embargo, como siempre ha ocurrido, la acción presupuestaria derivada de los estabilizadores automáticos es insuficiente. En parte, por su propio nivel y, en la parte impositiva, por su escasa capacidad de estímulo. Piénsese que la reducción de la recaudación ante la ralentización de la economía no quiere decir que las mismas actividades económicas paguen menos impuestos sino que es el reflejo pasivo de que se obtienen menos ingresos porque la actividad gravada se ha reducido. Hay que complementar la acción automática con otras presupuestarias discrecionales si se quiere contribuir a elevar el nivel de actividad y reducir el paro.

Cuadro 1

TIPOS IMPOSITIVOS EN LOS PAISES DE LA UNIÓN EUROPEA

Países	Tipo IVA (%)	Tipo sociedades (%)
Austria	20	25
Bélgica	21	33
Bulgaria	20	10
Chipre	15	10
República Checa	19	21
Dinamarca	25	25
Estonia	18	21 (distribución tax)
Finlandia	22	26
Francia	19,6	33,33
Alemania	19	15
Grecia	19	25
Hungría	20	16
Irlanda	21	12,5
Italia	20	27,5
Letonia	18	15
Lituania	18	15
Luxemburgo	15	22
Malta	18	35
Holanda	19	25,5
Polonia	22	19
Portugal	21	25
Rumania	19	16
Eslovaquia	19	19
Eslovenia	20	22
España	16	30
Suiza	25	28
Reino Unido	17,5	28
Media (excluida España)	**19,62**	**21,92**

Fuente: European Tax Handbook 2008, IBFD

Aquí existe una doble orientación ideológica: Política Presupuestaria sí, pero ¿de qué lado del presupuesto: reduciendo impuestos o aumentando gastos?

Algunos sostienen la conveniencia de reducir impuestos. El cuadro 1 muestra que el tipo de gravamen medio del Impuesto de Sociedades es mucho mayor en España que en los países de Europa. Por tanto, no parece una acción inconsistente la reducción del tipo de este impuesto, siempre que se haga con generalidad y no se inicie el camino tortuoso de la casuística de reducción según el tamaño y la actividad de la empresa, que sólo conduce a complicar el sistema sin utilidad sensible en los estímulos del crecimiento. Como también es cierto que la cuota empresarial de la Seguridad Social es excesivamente elevada en España y permitiría una cierta reducción.

¿Sería eso suficiente? Seguramente, no. Las reducciones impositivas, como las del tipo de interés, pueden ser tonificantes, pero son bastante ineficaces cuando las expectativas de los empresarios son tan bajas como en la actualidad. Si el gráfico 3 refleja esas expectativas ¿cabe pensar que los empresarios van a reaccionar con fuerza ante las reducciones impositivas moderadas o recortes en los tipos de interés de la naturaleza que hace el BCE? En mi opinión, no. Y postular reducciones del IRPF o desaparición de más impuestos, como la inconcebible eliminación de los impuestos patrimoniales de nuestro sistema fiscal, sólo conduce a estimular el consumo que no debe ser el motor de un crecimiento que la experiencia nos ha demostrado que es precario, sino la consecuencia de una economía fuerte que alimenta su crecimiento en la formación de capital.

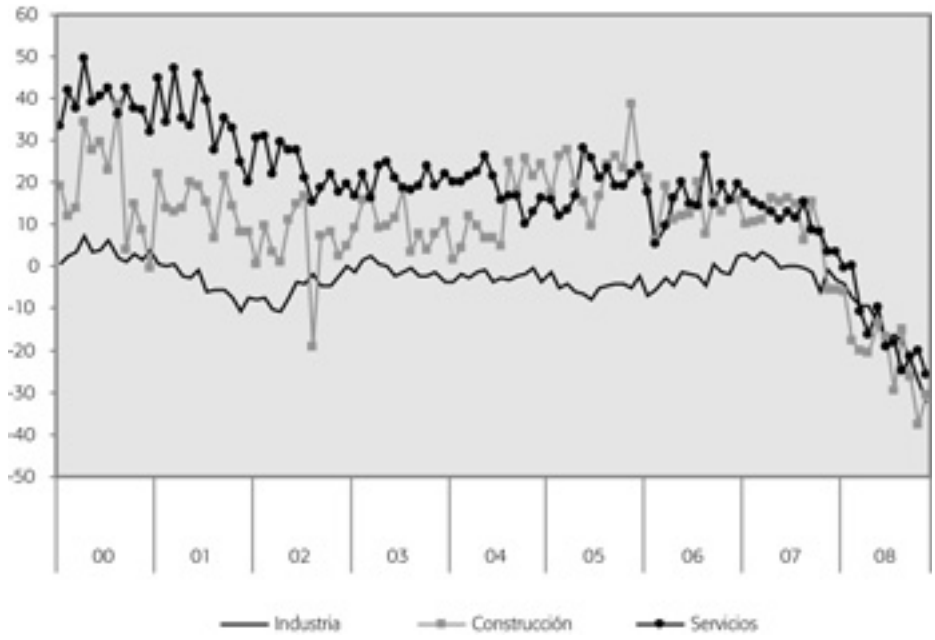
Por todo ello creo que la idea de acelerar el programa de inversiones públicas, debe tener un claro protagonismo.

Una inversión mantenida de esta naturaleza de unos 15.000 millones de euros seguramente propiciaría en el corto plazo un crecimiento económico que se iría acomodando hacia un 2 por cien del PIB y podría dar pie a una reanimación de la economía privada (el celebre cebo de la bomba) que nos situaría en un patrón de crecimiento aceptable aunque, a corto plazo, será difícil volver a las tasas de crecimiento de que hemos disfrutado en el pasado inmediato.

Tres cautelas importantes: Primera, las administraciones públicas deben mantener el ahorro positivo. Esto es, el aumento del endeudamiento debe ser exclusivamente para gastos de formación de capital en su sentido más amplio, respetando así la vieja regla de oro del clasicismo pre-

Gráfico 3

ÍNDICES DE CONFIANZA EMPRESARIAL



Fuente: Comisión Europea.

supuestario. Más inversión pública no es lo mismo que más gastos corrientes, que deben revisarse a la baja.

Segunda, por muy atractiva que sea la idea, ese aumento de gasto público no debe orientarse de forma inmediata hacia los factores tópicos que aumentan la productividad, es decir hacia I+D+i, y la formación de capital humano sin una previa definición de objetivos y estrategias en este terreno. Enterrar millones de euros públicos, por ejemplo, en potenciar la investigación con una estructura institucional tan discutida como la universitaria, actualmente en una vía de cambio con rumbo poco claro, sin que existan canales sólidos de conexión entre las necesidades empresariales y los centros investigadores, no sólo no resolvería los actuales problemas sino que comprometería seriamente el futuro, aunque es una tentación obvia.

Tercera, aunque la disciplina presupuestaria que implica la pertenencia a la UEM se relaje relativamente ante la difícil situación que atraviesan todos los países, no sería bueno entrar en una pendiente de incremento del déficit cuya compensación en el futuro resulte prácticamente imposible. Esto no sólo implica ser muy mesurado en el gasto — no ir más allá de lo necesario – sino incrementar ingresos. Así como creo oportuno reducir el tipo del Impuesto de Sociedades no creo que deba excluirse la elevación del tipo medio del IVA en el que España está por debajo de la media europea (ver cuadro 1). Aportaría ingresos, contribuiría a moderar el consumo y aunque inevitablemente se traslade parcialmente a los precios, es mejor practicar estas elevaciones en coyuntura baja que cuando la demanda pulsa con intensidad, por los mayores efectos inflacionistas de esta última situación.

Cerrando el rompecabezas

Tal vez el hecho más característico de la actual situación económica es su gran complejidad, que impide un único rango de medidas de política económica con capacidad para resolver la situación.

Es cierto que a la pregunta que encabeza esta nota, la respuesta es afirmativa. Sí, es la hora de la política fiscal, como lo era también hace un año, aunque no se quiso o no se supo ver, pero es justo reconocer que, como toda medida tiene contraindicaciones, no conviene centrarse exclusivamente en la política fiscal. Sería seguramente necesaria una política de instrumentación múltiple que permita repartir la responsabilidad del ajuste sin cargar la mano sobre una sola de ellas, lo que sería insuficiente o costoso. En suma, se precisa de una combinación de muchos instrumentos de forma que conjuntamente permitan estimular la situación sin desequilibrios adicionales. Esa línea que los anglosajones denominan de "piece meal approach" debería tener seis ingredientes centrales:

1) Un incremento del gasto público en infraestructuras, edificios públicos y vivienda social, en parte con destino al alquiler, entre 15 y 20.000 millones de euros para que sus efectos multiplicadores permitan alcanzar entre 2 y 2,5 por 100 de crecimiento del PIB.

2) Reducir el impuesto de sociedades hasta el 25 por cien.

3) Elevar el tipo medio del IVA al 18 por cien y dos puntos más como promedio los impuestos sobre consumos especiales (accisas).

4) Cerrar la crisis financiera en la línea actualmente en ejecución e instar al BCE a practicar reducciones adicionales del tipo de interés, mientras la evolución de los precios siga su actual trayectoria que, dicho sea de paso, siempre está amenazada por cualquier rebrote de los precios del petróleo.

5) Asegurar el suministro energético requiere abrir el debate nuclear sin prejuicios ni posturas inamovibles. ¿Hasta cuándo durará la posición apriorística de rechazo a la energía nuclear? D. Felipe González, expresidente del Gobierno (el de ¿nuclear?, no. Gracias) parece que ya ha revisado su postura. ¿Cuándo cundirá el ejemplo?

6) Finalmente, aunque nunca en último lugar, es necesario abordar la reforma pendiente para flexibilizar el mercado de trabajo y reducir los costes de entrada y salida del mercado. La ruptura de la "ciudadela del empleo" que forman quienes tienen contratos indefinidos a tiempo completo actúa como elemento retardatorio de la liberalización que, a medio plazo, beneficiaría a quienes buscan inútilmente empleo.

Y de las recientes medidas, ¿qué?

El Gobierno ha adoptado un paquete de medidas previamente anunciado por el Presidente en el Congreso el día 27 noviembre. Son básicamente ocho que suponen en torno a 11.000 millones de euros:

1) Un fondo extraordinario de inversión pública local por importe de 8.000 millones de euros, de ejecución urgente. Los proyectos deben presentarse entre el 11 de enero y el 13 de abril.

2) Plan integral de Automoción, por 600 millones.

3) Actuaciones medioambientales, 600 millones.

4) I+D+i, 500 millones.

5) Rehabilitación de casas cuartel y comisarías, 120 millones.

6) Rehabilitación de viviendas, 120 millones.

7) Turismo social, 400 millones.

8) Transferencia a comunidades autónomas para la ley de la dependencia, 400 millones.

Es obvio que habrá que esperar al desarrollo de las medidas para poderlas enjuiciar pero, a la luz de las líneas antes diseñadas, parece un conjunto insuficiente y parcial para atajar la gran dimensión de la crisis. Ni siquiera alcanza el 1,5 del PIB que parece ser la recomendación genérica de la Unión Europea. Aunque en este tipo de "paquetes", los puestos de trabajo que se afirma van a crearse no dejan de ser un brindis al sol, en este caso son 300.000, cuando la tasa de paro que cabe esperar para finales de 2009 puede llegar a cuatro millones de parados, da una clara idea de la escasa magnitud del proyecto.

La mayor parte de las medidas anunciadas son muy genéricas y las que tienen mayor concreción dependen crucialmente de su control de ejecución. El mayor riesgo es que terminen convirtiéndose en una forma de sanear la maltrecha estructura financiera de los ayuntamientos o el déficit de explotación de las empresas de automoción. El tiempo dirá.

Evolución de la productividad de la economía española en los últimos trece años[1]

*Carlos Maravall Rodríguez**
*Meritxell Soler Farrés ***

Introducción

El crecimiento experimentado por la economía española en los últimos trece años ha ido de la mano de un crecimiento también notable del número de ocupados y de la inversión (formación bruta de capital fijo). Ello es explicable, en parte, por el hecho de que las principales características que diferenciaban a la economía española en 1995 de sus homólogos europeos se referían al mercado laboral y al *stock* de capital por unidad de PIB. Por ello, en la primera sección de este trabajo se analiza el crecimiento experimentado por cada una de estas variables (PIB, número de ocupados y *stock* de capital).

Sin embargo, si el crecimiento económico llevado a cabo durante este periodo ha ido acompañado, en similar medida, de un incremento de los factores de producción (capital y trabajo), entonces el uso eficiente que se hace de éstos factores puede no haber ido en aumento. Este es el análisis del incremento de la productividad de la economía española habido entre 1995 y 2008 que se hace en la segunda parte de este estudio.

Por último, analizamos algunos de los sectores que han mantenido un comportamiento notable durante los últimos trimestres para hacer realidad el esperado cambio en la composición del crecimiento de la economía española. El incremento de la productividad que está teniendo lugar como consecuencia de la crisis económica también se analiza, aunque el repunte de la productividad experimentado durante este periodo no se puede asignar a un nuevo patrón, sino a la crisis experimentada por aquellos sectores más demandantes de empleo (y menos productivos) del periodo 1995-2008.

Algunas características de la economía española frente a sus homólogas europeas en 1995 que explican, en parte, la etapa de crecimiento 1995-2008

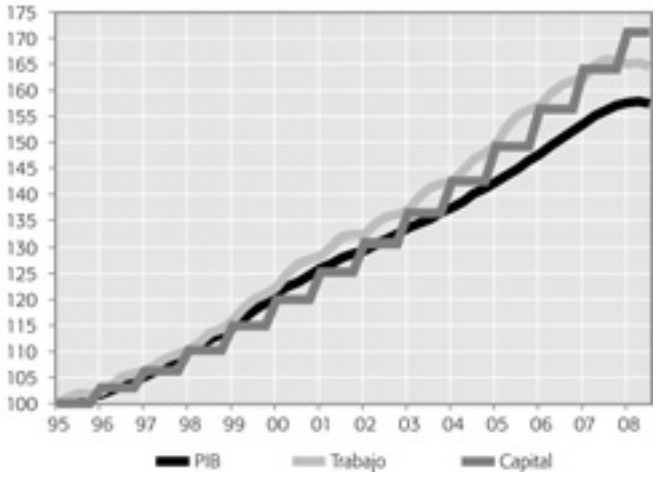
La participación laboral en España ha sido una característica que la ha diferenciado de sus homólogos europeos en el pasado. Sin embargo, desde 1995 han tenido lugar cambios significativos en este aspecto. Durante este periodo ha experimentado un notable incremento la población: de jóvenes en porcentaje del total de la población y las tasas de actividad (población dispuesta a trabajar sobre la total en edad de trabajar), y de empleo (porcentaje de ocupados sobre la población activa). De forma conjunta, este empuje en todos estos frentes ha implicado que España, lejos de presentar unas características diferenciales dentro de lo que son las principales variables poblacionales que definen el mercado laboral en cualquier economía, ha pasado a ser, en 2007, un país más del conjunto de la OCDE:

- su tasa de actividad es superior a la de cualquier país de su entorno geográfico más inmediato (Francia, Grecia y Portugal),
- su tasa de empleo (paro) es más alta (inferior) que la de Alemania, el mayor país del área euro,

* Analistas Financieros Internacionales.
** Criteria CaixaCorp.
[1] Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión de Analistas Financieros Internacionales o Criteria CaixaCorp.

Gráfico 1

ÍNDICES DE PRODUCCIÓN (PIB) Y DE LOS FACTORES EMPLEADOS EN PRODUCIR



Fuente: INE y CE.

Cuadro 1

CARACTERÍSTICAS RELEVANTES DEL MERCADO LABORAL EN ALGUNOS PAÍSES DE LA OCDE

	Tasa de empleo	Tasa de actividad	Población potencialmente activa sobre población total
1995			
Alemania	91,9%	71,0%	67,9%
Dinamarca	93,0%	79,4%	67,4%
España	**77,3%**	**61,1%**	**68,1%**
Francia	89,6%	66,3%	65,3%
Grecia	90,0%	59,1%	67,5%
Italia	88,5%	58,8%	68,6%
Holanda	92,9%	70,1%	68,4%
Portugal	92,9%	70,0%	68,9%
R. Unido	91,4%	74,7%	64,7%
2007			
Alemania	91,4%	76,4%	66,3%
Dinamarca	96,0%	80,3%	66,0%
España	**91,7%**	**71,9%**	**68,8%**
Francia	91,9%	68,8%	65,2%
Grecia	91,9%	65,5%	67,1%
Italia	93,9%	63,5%	66,1%
Holanda	97,3%	79,2%	67,4%
Portugal	92,0%	78,7%	67,3%
R. Unido	94,8%	74,1%	66,4%
Suecia	93,9%	80,5%	65,7%

Fuente: OCDE.

Cuadro 2

INCREMENTO DE LA POBLACIÓN OCUPADA ENTRE 1995 Y 2007 (1995=100)

Alemania	Dinamarca	R. Unido	Francia	Suecia	Italia	Portugal	Grecia	Holanda	España
105,3	106,8	111,0	113,4	113,9	114,8	117,1	118,3	123,4	160,7

Fuente: OCDE.

- su población en edad legal de trabajar es proporcionalmente mayor que la de cualquiera de los países en la tabla.

En conjunto, estas características, fruto, fundamentalmente, de la incorporación de la mujer al mercado laboral y de los fuertes flujos migratorios que han afectado a la economía española, han generado un cambio cualitativo que sitúa a España próximo al promedio de la OCDE. Sin embargo, si bien este cambio acontecido configura un salto cualitativo notable en la inclusión y participación de la población en el mercado laboral, tiene una interpretación menos positiva, en caso de que no haya tenido lugar un salto de igual o mayores proporciones en términos de incremento de la producción (Producto Interior Bruto).

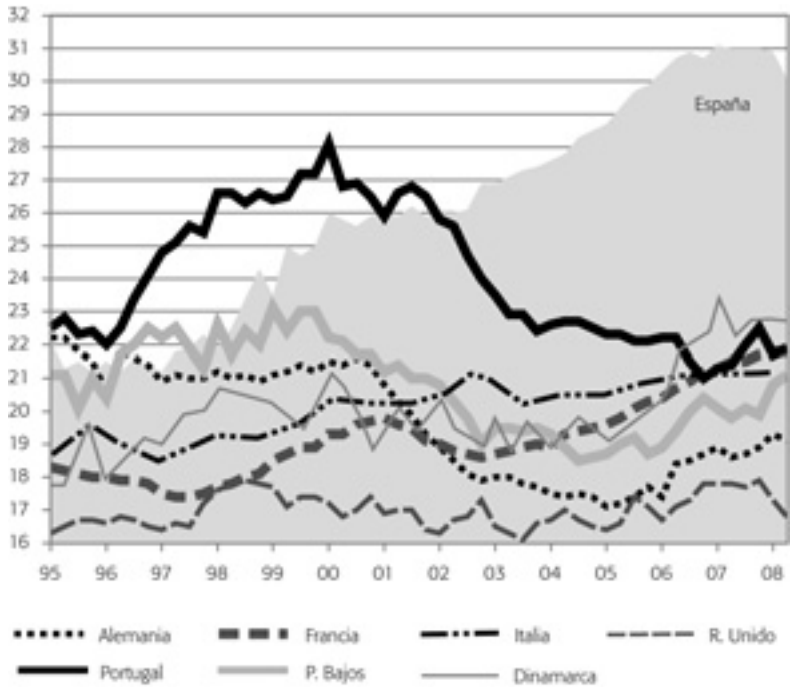
Antes de realizar este análisis pasamos a considerar cuál ha sido el cambio experimentado por el otro factor agregado de producción durante este periodo: el capital.

Incremento comparado del capital

El incremento del número de ocupados en España ha sido notable durante el periodo 1995-2007 (supera el 60

Gráfico 2

INVERSIÓN COMO PORCENTAJE DEL PIB (FBCF)



Fuente: EUROSTAT.

Cuadro 3

INCREMENTO DEL STOCK DE CAPITAL ENTRE 1995 Y 2007 (1995=100)

España	Portugal	Grecia	R. Unido	Holanda	Francia	Italia	Dinamarca	Suecia	Alemania
164,1	149,9	141,6	132,4	130,1	129,7	124,1	123,9	120,7	120,4

Fuente: CE.

por 100), pero el realizado en inversión (formación bruta de capital fijo) no se queda lejos.

Ello ha tenido su impacto en el *stock* de capital de la economía. En términos absolutos, este incremento en España es mayor que en el número de ocupados (64 por 100). Sin embargo, en términos comparativos, otros países también han experimentado un comportamiento similar (curiosamente, Alemania es el país que ha experimentado un menor incremento poblacional —5 por 100— y de capital —20 por 100—).

En definitiva, se pone de manifiesto el notable esfuerzo inversor y de incremento de la masa laboral en España entre 1995 y 2007. La capacidad de la economía de absorber flujos de capital y trabajo ha sido notable y sostiene cualquier comparación con la mayor parte de los países de la Unión Europea tanto por tamaño, como por renta *per cápita* o proximidad geográfica.

El estancamiento de la productividad, rasgo diferencial de España durante el actual periodo de crecimiento

Pasamos a considerar si el crecimiento experimentado por el Producto Interior Bruto ha hecho un uso eficiente del aumento de los factores de producción (el PIB ha crecido en mayor proporción que los factores) o se ha limitado a incrementarse en igual o menor medida que los factores.

En primer lugar, cabe evaluar la evolución de lo que se conoce como la productividad total de los factores para el caso particular de la economía española. La forma particular de estimar la aportación del progreso tecnológico al crecimiento económico la hacemos en base a la metodología empleada por Robert Solow en un trabajo en 1957.

Se asume, en primer lugar, que la actividad de la economía puede ser considerada como si fuese realizada con una única función de producción. A efectos simplificadores, partimos de una función de producción Cobb-Douglas: $Y = HAKL(1-\alpha)$, dónde Y es la producción agregada o PIB, A es el factor tecnológico, K el capital, L el factor trabajo, $(1-\alpha)$ es un número entre 0 y 1 que representa la proporción de rentas salariales en el PIB. Tomando logaritmos y calculando tasas de crecimiento en ambos lados se obtiene:

$$y = \dot{g} + \alpha k + (1-\alpha)l \qquad \text{(ecuación 1)}$$

donde y es la tasa de crecimiento del PIB, k es la tasa de crecimiento del capital, l es la tasa de crecimiento del empleo, $(1-\alpha)$ es un número entre 0 y 1 que representa la proporción de rentas salariales en el PIB, $\dot{g}$ pasa a ser la tasa de crecimiento del progreso tecnológico o la Productividad Total de los Factores (PTF).

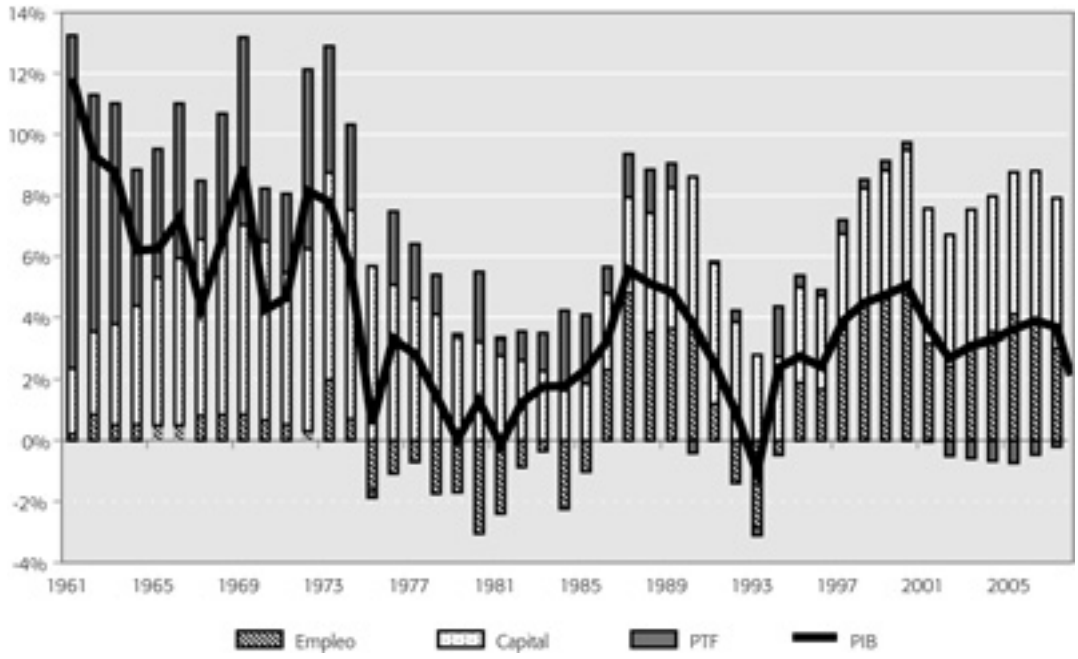
La ecuación 1 muestra que con los supuestos anteriores, la tasa de crecimiento del PIB puede descomponerse en las tasas de crecimiento del capital y del trabajo, ponderados por sus elasticidades, y la tasa de crecimiento del progreso. Por lo tanto, podemos obtener la tasa de crecimiento del progreso reescribiendo la ecuación 1 en: $\dot{g} = y - \alpha k - (1-\alpha)l$. De esta forma, con los datos de la base de datos de la Comisión Europea (AMECO), estimamos la aportación al crecimiento del progreso tecnológico en España, Estados Unidos y la Unión Europea de los 15 desde 1960. Este análisis nos permite diferenciar varias etapas en la historia económica de España de los últimos 50 años (gráfico 3):

- Hasta mediados de la década de los setenta, la migración de la población rural a la ciudad generó un fuerte crecimiento económico, basado en las ganancias de productividad y en la inversión en capital.

- Entre la segunda mitad de los años setenta y la primera de los ochenta, la tasa de crecimiento económico en España fue mucho más reducida. Sin embargo, la inversión en capital creció a tasas similares a las del período anterior. Buena parte de la desaceleración cabe atribuirla a la caída del empleo, que lleva a estimar un crecimiento de la PTF positivo.

Gráfico 3

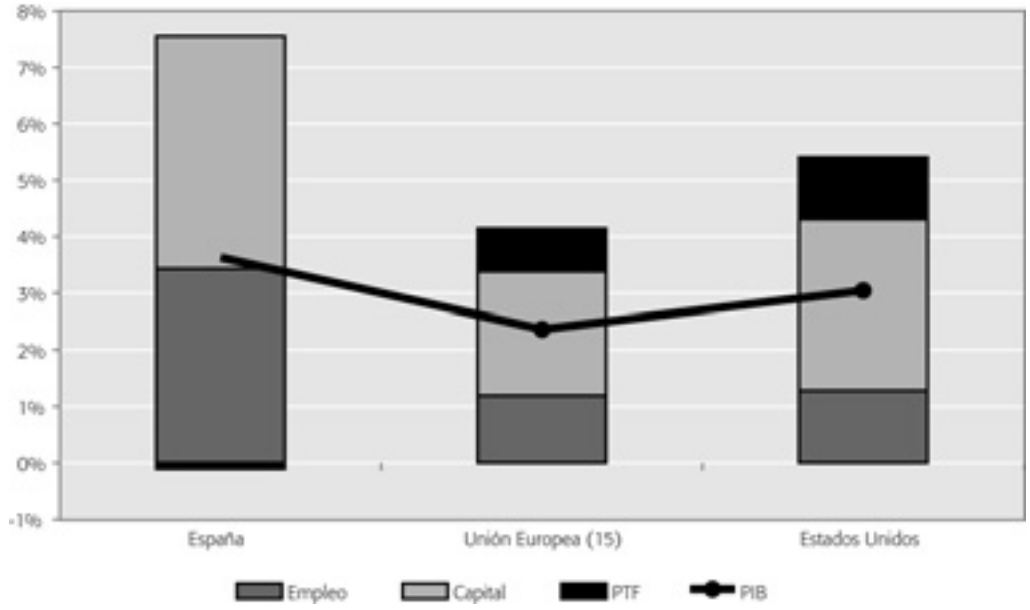
DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB EN ESPAÑA



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CE.

Gráfico 4

DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO ACUMULADO DEL PIB EN ESPAÑA, EE.UU. Y LA UME (1995-2007)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CE.

- Desde la segunda mitad de los ochenta y probablemente hasta 2007, podemos hablar de un largo período (con la excepción de 1992 y 1993) de elevado crecimiento económico, propiciado por una elevada inversión en capital y un fuerte crecimiento del empleo. Sin embargo, la PTF ha sido muy reducida, e incluso aparece como negativa en los últimos años (no hay que pensar que se destruye tecnología, sino simplemente que el crecimiento del capital y del empleo explican totalmente el crecimiento económico).

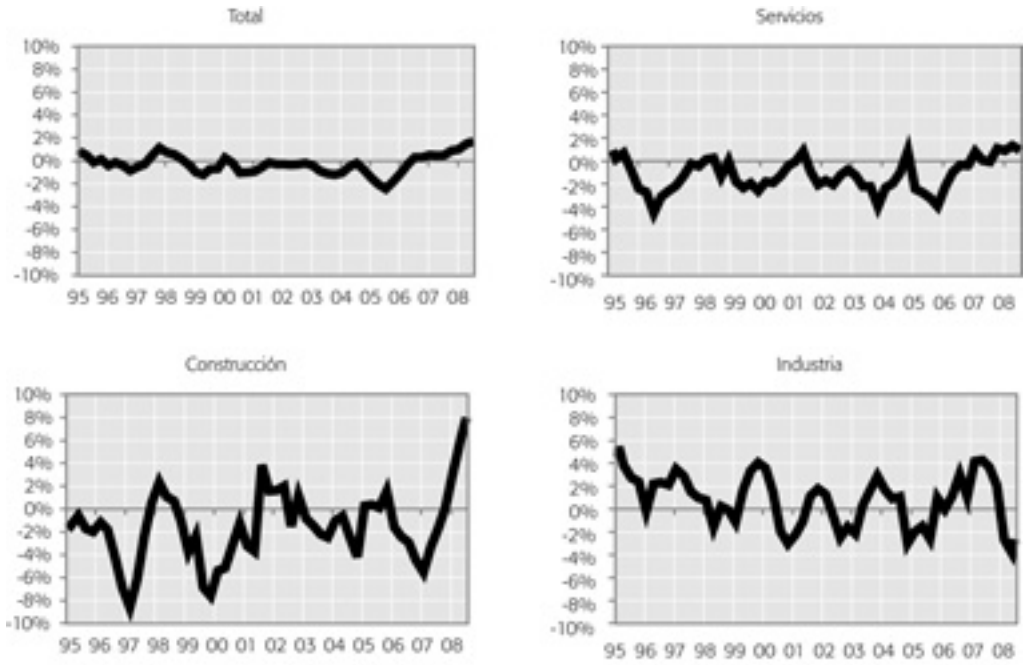
Comparando la composición del crecimiento económico en España, Estados Unidos y la Unión Europea de los 15 (gráfico 4), observamos que mientras que la economía española ha sido la que ha exhibido un mayor crecimiento medio en el período 2000-2007, también es la que lo hizo con un menor crecimiento de la productividad. Esto es, España creció en promedio un 3,6 por 100 anual, muy por encima del 2,5 por 100 de Estados Unidos y del 2,2 por 100 de la Unión Europea, pero este hecho se explica por la inversión en capital (probablemente relacionado con capital físico residencial) y por el fuerte crecimiento del empleo. Como consecuencia, la parte de crecimiento que se explica por progreso tecnológico es nula (insistimos en que un crecimiento negativo no tiene sentido). Por el contrario, en Estados Unidos y en el conjunto de la Unión Europea, el crecimiento económico fue algo más modesto, pero el avance del progreso tecnológico fue significativamente positivo, lo que augura continuidad del potencial de crecimiento en el futuro, más allá de la actual recesión económica.

Una aproximación al crecimiento de la productividad a nivel sectorial en la economía española

Por último, para conocer si el ajuste de la productividad va a ser consecuencia, exclusivamente, de la crisis económica o de un cambio en la composición de la estructura de la economía española, realizamos una aproximación de cuál ha sido la evolución de la PTF por sector durante el periodo 1995-2007. Por desgracia, la base de datos AMECO de la Comisión Europea no provee información del *stock* de capital por sector de actividad. Por ello, en esta sección adoptamos una aproximación a la evolución de esta variable en función de la diferencia en los crecimientos del PIB y del número de ocupados. En el caso de que el creci-

Gráfico 5-8

DIFERENCIA ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL NÚMERO DE OCUPADOS



Fuente: Elaboración propia a partir del INE.

miento de los factores trabajo y capital sea igual (como ha sido prácticamente para el total de la economía española durante este periodo), la ecuación 1 pone de manifiesto que esta diferencia es igual al crecimiento de la PTF.

Como ponen de manifiesto los gráficos 5 a 8, se observa un repunte reciente de la productividad total de la economía y la construcción como consecuencia de la ralentización económica. Además, parece que el sector industrial va a tener que realizar un ajuste del empleo mayor en el futuro más próximo, dado el incremento en el número de ocupados habido en relación al crecimiento de la actividad. Sin embargo, hay un aspecto positivo que merece ser destacado: el repunte de la productividad del sector servicios ha sido anterior al de la actual crisis económica. Es decir, parece que han tenido lugar cambios significativos en la relación producto por unidad de trabajo que permiten mostrar cierto optimismo de cara al futuro (particularmente, dado que es el principal sector generador de empleo y actividad en la economía).

Reflexión sobre el futuro

El crecimiento de la productividad está vinculado, como han puesto de manifiesto numerosos estudios económicos, a un mayor bienestar de la población y a un mayor crecimiento de la renta per cápita. Por ello es importante impulsarlo en la economía española, a pesar de encontrarnos en una fase de ajuste. Cabe tener en cuenta que la corrección inminente de los excesos acometidos en los últimos años, entre ellos la inversión en capital residencial, llevará consigo una fuerte destrucción de empleo y, probablemente, un incremento de la productividad aparente del trabajo que, sin embargo, no debe ser el objetivo de las políticas económicas, sino el incremento de la productividad total de los factores, que es el que permite la mejora del bienestar social a largo plazo. Por ello, es necesario un incremento de la inversión en capital tecnológico, es decir, en actividades de investigación y desarrollo, así como en la calidad del factor trabajo, vía formación del capital humano.

Cabe recordar que productividad y empleo no tienen por qué ser sustitutivos: hay casos paradigmáticos de países a este respecto).

Bibliografía

HERCE SAN MIGUEL, J.A. y M. SOLER FARRÉS (2005), "Las fuentes del crecimiento español", *Análisis Financiero Internacional,* Nº. 121, pp. 55-57.

MARAVALL RODRÍGUEZ, C. (2006), "La macroeconomía de España a debate" *Análisis Financiero Internacional,* Nº. 126, pp. 43-56.

Servicio de Estudios del Banco de España (2005), *El análisis de la economía española,* Alianza Editorial, Madrid.

SOLOW, R. (1957): "Technical Change and the Aggregate Production Function." *Review of Economics and Statistics,* Nº. 39, pp. 312-320.

Comisión Europea, Asuntos Económicos y Financieros, base de datos AMECO: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user

A vueltas con el ciclo

Manuel Balmaseda
*Elena Nieto**

1. Introducción

Los últimos acontecimientos de la economía mundial nos ponen una vez más de manifiesto algo que en períodos de expansión tiende a olvidarse: los ciclos no han muerto. Más allá de la capacidad que tiene cada economía de crecer a medio y largo plazo, históricamente se observa que en la actividad económica se alternan períodos de expansión, o de crecimiento económico sostenido, con períodos de recesión, o de contracción económica. Bien es cierto que en las dos últimas décadas se había conseguido reducir considerablemente la volatilidad cíclica, un logro que se atribuía, en parte, a una gestión más eficaz de las políticas de demanda. De hecho, las dos últimas recesiones en EE.UU. habían sido más moderadas, en magnitud y duración que la gran mayoría de las anteriores. En concreto, la última, la de 2001, fue especialmente benigna, particularmente en términos de PIB. La globalización y los aumentos de productividad derivados de la inversión en tecnologías de la información habrían hecho aumentar el crecimiento potencial (tendencial) de las economías, permitiendo ganancias adicionales de renta per cápita a escala global y eliminando prácticamente las contracciones económicas. Todo esto contribuyó a alimentar una sensación de falsa seguridad y de confianza desmesurada en la capacidad de las autoridades fiscales y monetarias para gestionar la economía. Sueño del que hemos despertado abruptamente tras la erupción de la tormenta residencial y financiera.

Si bien es posible que la globalización y la productividad impulsaran adicionalmente el crecimiento durante un periodo más o menos largo de tiempo, ocultando temporalmente los síntomas tradicionales de sobrecalentamiento, inflación y estrechez del mercado laboral, los excesos acumulados durante la larga fase expansiva deben corregirse ahora, dando lugar a una fase recesiva global. En este sentido, la correcta identificación de la posición cíclica de la economía es fundamental para el manejo de las políticas de demanda, monetaria y fiscal, y la prevención de excesos como los que se han acumulado, por ejemplo, durante el último ciclo expansivo.

Entender las regularidades cíclicas, establecer con la mayor precisión posible en qué momento cíclico nos encontramos y anticipar el estado de la economía en el medio y largo plazo, distinguiendo entre las oscilaciones cíclicas y las características más "estructurales" subyacentes, son, sin duda, factores fundamentales tanto para la toma de decisiones de inversión y planificación, como para la definición de las políticas económicas más apropiadas en cada momento.

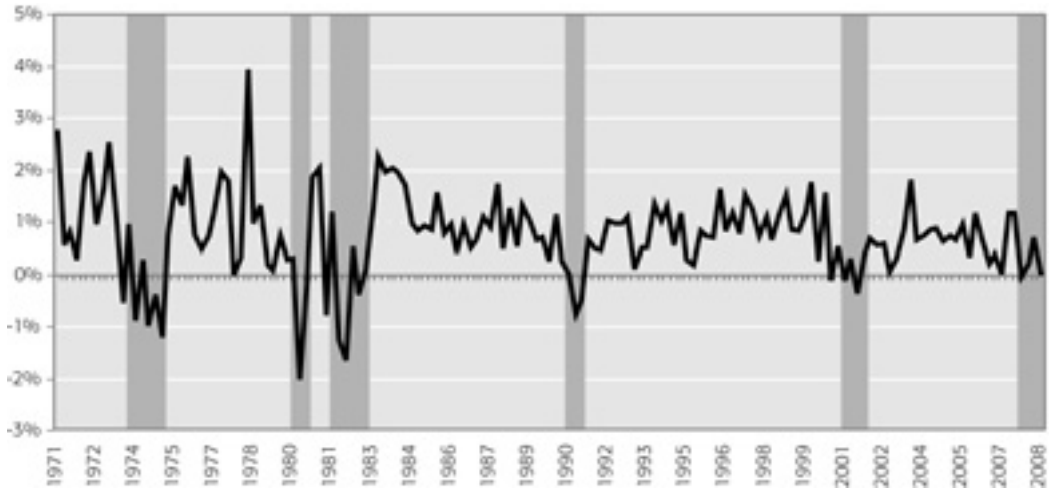
2. Estimando el ciclo

Sin embargo, evaluar con precisión cual es el momento cíclico por el que atraviesa una economía no es tarea fácil. La aproximación más simple consiste en mirar directamente la evolución del PIB (el "mejor" indicador de actividad disponible). Sobradamente conocida es la definición "técnica" de recesión, que se identifica con dos trimestres de crecimiento (trimestral) negativo del PIB. Aunque casi igual de populares son las múltiples objeciones que se oponen a esta definición. Entre otras cosas, porque en términos económicos y de política económica, una caída del PIB muy leve durante dos trimestres puede ser indistinguible de un crecimiento cero o ligeramente positivo.

* Departamento de Economía de CEMEX.

Gráfico 1

EE.UU.: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB Y RECESIONES FECHADAS POR EL NBER



En sombreado, los periodos de recesión identificados por el NBER
Fuente: BEA y NBER

Una definición más aceptada de recesión desde el punto de vista económico es la que lo define como un descenso significativo y generalizado de la actividad económica que dura más que unos pocos meses[1]. En los países industrializados, la mayoría de las recesiones así definidas registran al menos dos descensos consecutivos del PIB trimestral, pero no todas[2]. Asimismo, se pueden registrar dos trimestres de crecimiento negativo del PIB sin que la economía, de acuerdo a la definición anterior, se encuentre en recesión. En las economías emergentes, que presentan por lo general tasas de crecimiento elevadas, las recesiones suelen reducir significativamente el crecimiento económico, hasta niveles muy inferiores al potencial, pero que no necesariamente se tornan negativos.

Sin embargo, mirar exclusivamente el crecimiento del PIB supone ignorar qué parte de la evolución de la actividad está asociada a factores cíclicos y qué otra se atribuye a factores más estructurales. Los factores cíclicos son aquellos de carácter más transitorio y que dan lugar a un uso más o menos intensivo de los recursos, con el consiguiente impacto sobre salarios, inflación y mercado laboral, en tanto que los estructurales son de carácter más duradero y asociados al crecimiento potencial de la economía. El impacto de unos y otros factores sobre el conjunto de la economía es sustancialmente diferente, y requieren medidas de política económica muy distintas. Las políticas de demanda pueden afrontar los primeros, pero no los segundos.

Métodos de estimación del *output gap*

En efecto, conceptualmente, la distinción entre *output gap* (o componente cíclico del PIB) y crecimiento potencial (asociado al componente estructural o tendencial) parece muy relevante, pero en la práctica resulta bastante complicado encontrar una forma satisfactoria de identificarlos. La dificultad radica en que se trata de variables no observables y los métodos de estimación disponibles tienen limitaciones.

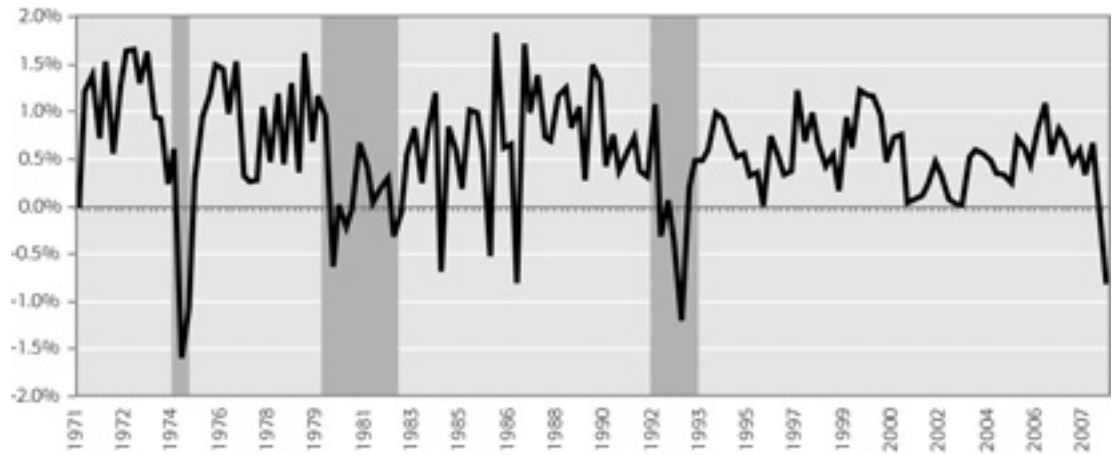
El método más utilizado para separar la tendencia del ciclo es la aplicación de filtros mecánicos, tipo Hodrick-Prescott o Band-Pass, a los datos de PIB. Métodos evidentemente sin contenido económico que, además, muestran una inestabilidad notable en los extremos de la muestra, generalmente el periodo de mayor interés. Son muy populares por su simplicidad y porque, de hecho, al final proporcionan resultados no muy distintos de los obtenidos con métodos más elaborados. Otra opción es utilizar modelos de componentes no observables, que requieren cierta mo-

[1] Esta es la definición que adopta el NBER para EE.UU., en el que el concepto de actividad económica no se circunscribe sólo al PIB.

[2] Es el caso, por ejemplo, de la recesión de 2001 en EE.UU.

Gráfico 2

UEM: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB Y RECESIONES FECHADAS POR EL CEPR



En sombreado, los periodos de recesión identificados por el CEPR
Fuente: Eurostat, BCE y CEPR

delización de las fluctuaciones en torno a la tendencia[3]. En su versión multivariante, permiten incorporar información sobre el ciclo contenida en otras variables económicas, como la tasa de inflación o la de paro[4].

Los modelos VAR estructurales, por su parte, admiten mayor flexibilidad en la especificación de la tendencia, al tiempo que permiten dotar de cierto contenido económico a los componentes del producto. Las restricciones de identificación se determinan por la teoría económica, lo que les hace más interpretables y robustos. Así, en la descomposición propuesta por Blanchard-Quah, por ejemplo, la tendencia se asimila a los *shocks* que tienen impacto a largo plazo sobre el producto (*shocks* de oferta) más los elementos determinísticos, en tanto que los *shocks* transitorios (sin impacto en el largo plazo) configuran el componente cíclico. Los resultados obtenidos con este método, sin embargo, son muy sensibles a la especificación del modelo elegido. Además, resulta difícil pensar en la existencia de *shocks* puros de oferta o demanda. Por último, existen otros métodos, que surgen directamente de la teoría económica, como el enfoque basado en la estimación de una función de producción que, a diferencia de los anteriores, permite identificar directamente las fuentes del crecimiento. Aunque también presenta algunos problemas, como la elección de una función de producción adecuada o la estimación de las variables no observables (como la productividad total de los factores).

Como se observa en el gráfico 3, la señal de actividad cíclica que se obtiene con los diversos métodos no es muy distinta, aunque el nivel puede diferir de forma considerable, lo que confirma que este tipo de estimaciones hay que tomarlas con cautela, habida cuenta de que, cómo se ha mencionado, ninguno de los métodos utilizados está exento de debilidades. En este punto, resulta particularmente interesante la comparación de los ciclos en EE.UU. y Europa. El gráfico 4 muestra, que ambos ciclos se encuentran muy correlacionados, aunque Europa parece que presenta un pequeño retardo respecto a EE.UU. El análisis de las correlaciones muestra que, efectivamente, el ciclo europeo parece ir con dos o tres trimestres de retardo, con la excepción de la crisis de los noventa, que debido a factores específicos como la reunificación alemana tardó bastante más tiempo en transmitirse a Europa.

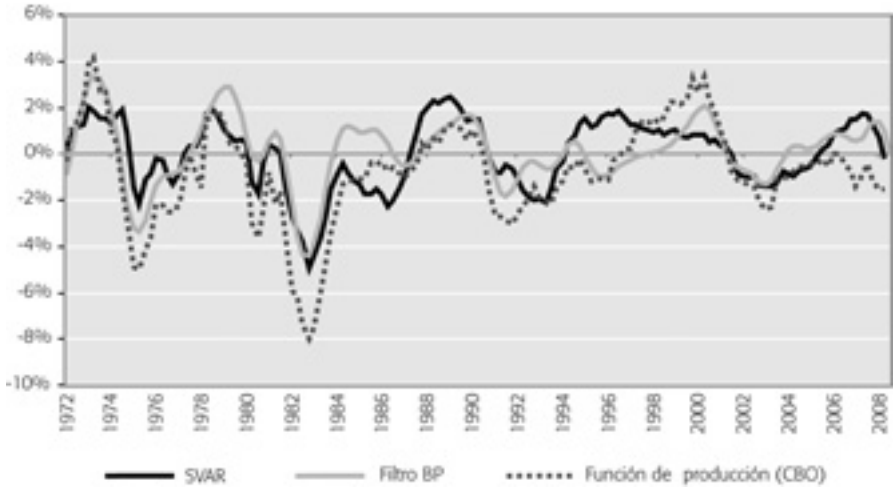
El momento actual sería el primero, de acuerdo con estas estimaciones, en el que Europa parece haber iniciado su desaceleración cíclica al mismo tiempo que EE.UU. No obstante, conviene recordar que las estimaciones "en tiempo real" del final de la muestra, obtenidas por estos métodos, son especialmente poco fiables. Los datos referidos al periodo más reciente suelen tener un carácter más

[3] Habitualmente se asume que la tendencia sigue un paseo aleatorio con deriva y el ciclo un AR(2).

[4] Basándose en las regularidades empíricas identificadas en la Curva de Phillips o la ley de Okun.

Gráfico 3

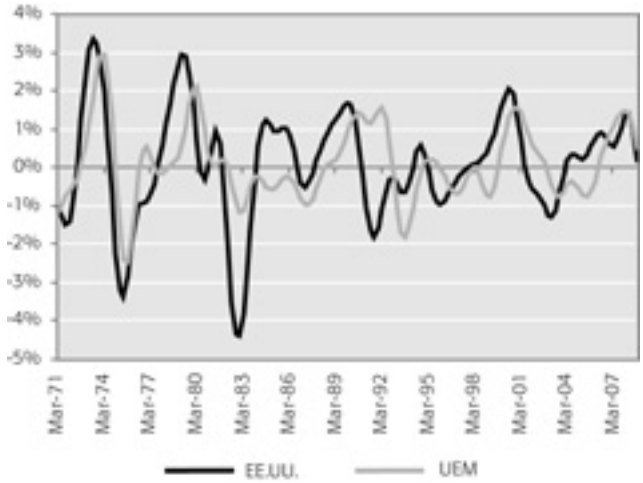
EE.UU.: OUTPUT GAP SEGÚN DIVERSAS METODOLOGÍAS
(En % del PIB)



Fuente: BEA, CBO, BLS y CEMEX.

Gráfico 4

CICLOS DE EE.UU Y LA UEM



Ciclos estimados con filtro BP
Fuente: BEA, Eurostat, BCE y CEMEX

preliminar (están elaborados con información limitada), y en muchos casos están sujetos a importantes revisiones. Esto se une a la inestabilidad al final de la muestra de este tipo de estimaciones, que pueden sufrir cambios importantes con sólo añadir una o dos observaciones. Todo ello los hace poco útiles para la gestión de las políticas de demanda, que precisan de información sobre el "actual" estado de la economía.

El fechado de ciclos

De hecho, cada vez parece más evidente que para juzgar el estado actual de la economía y las posibles presiones de demanda o excesos de capacidad no basta con concentrarse en un solo indicador (como el PIB o el *output gap*), sino que es necesario tener en cuenta la información contenida en otros indicadores.

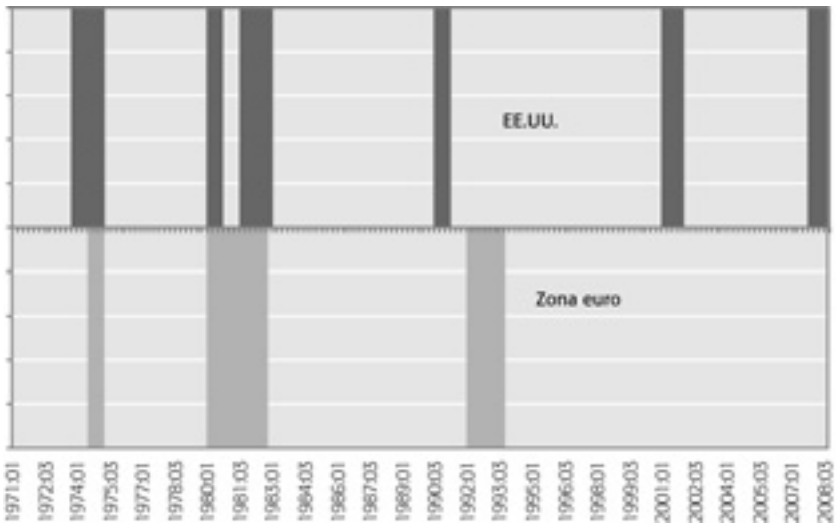
El mismo NBER, organismo encargado de "fechar" las recesiones de EE.UU. desde 1929, tiene en cuenta un amplio número de indicadores a la hora de fechar los picos y los valles de actividad. Aunque consideran que el producto interno y el empleo son las medidas que conceptualmente mejor recogen el concepto de "actividad económica", otros indicadores, como la producción industrial, las ventas minoristas y mayoristas y la renta personal real, entre otros, son analizados minuciosamente. De hecho, la última recesión, cuyo inicio el Comité del NBER ha fechado recientemente en el cuarto trimestre de 2007, se ha identificado a pesar de "los ambiguos movimientos en el PIB trimestral", único indicador que no confirma con claridad que durante 2008 la economía estadounidense esté ya en recesión.

En Europa, el CEPR formó hace cinco años un Comité de expertos similar al del NBER estadounidense con el objetivo de fechar los picos y valles de la zona euro. La tarea del CEPR, no obstante, era bastante más complicada que la de su homónimo estadounidense, habida cuenta de la heterogeneidad de los países que conforman la zona euro, la peor calidad, en general, de las estadísticas europeas y la inexistencia de series largas fiables de datos agregados. El CEPR fechó la existencia de tres recesiones desde 1970 (ver gráfico 5). De acuerdo con este fechado, y comparándolo con el realizado por el NBER para EE.UU., la recesión de los setenta se inició en Europa tres trimestres después que en EE.UU., la de los ochenta fue contemporánea (y más larga, porque en el mismo período en EE.UU. se identificaron dos recesiones) y la de los noventa se inició casi dos años después (retraso atribuible al *boom* asociado a la reunificación alemana). A principios de esta década, el CEPR no considera que el conjunto de la economía de la UEM estuviera en recesión, principalmente debido a la ausencia de caídas significativas en PIB y empleo. En definitiva, en el mismo período de tiempo EE.UU. habría sufrido más recesiones que Europa (casi el doble) pero de menor duración (cuatro trimestres frente a los siete, en promedio) y severidad. (ver tabla 1)

El Comité del CEPR todavía no se ha pronunciado sobre la situación actual. Bien es cierto que los anuncios de fechado de ciclo por parte de Comité de Expertos se suelen producir bastante después de que el pico o valle en cuestión haya tenido lugar, una vez que el Comité dispone de datos definitivos y la certeza de que se ha producido un cambio de giro. Así, el anuncio del fechado del NBER del

Gráfico 5

PERIODOS DE RECESIÓN EN EE.UU. Y ZONA EURO SEGÚN EL FECHADO DEL NBER Y CEPR



Fuente: NBER y CEPR

Cuadro 1

CARACTERÍSTICAS DE LAS RECESIONES FECHADAS EN EE.UU. Y LA ZONA EURO ENTRE 1971 Y 2006

	Nº de recesiones	Duración promedio (en trimestres)	Severidad promedio (caída del PIB desde máximos)*	Velocidad de recuperación (trimestres hasta recuperar nivel del PIB)
EE.UU.	5	4	-2.0%	5
Zona euro	3	7	-1.8%	8

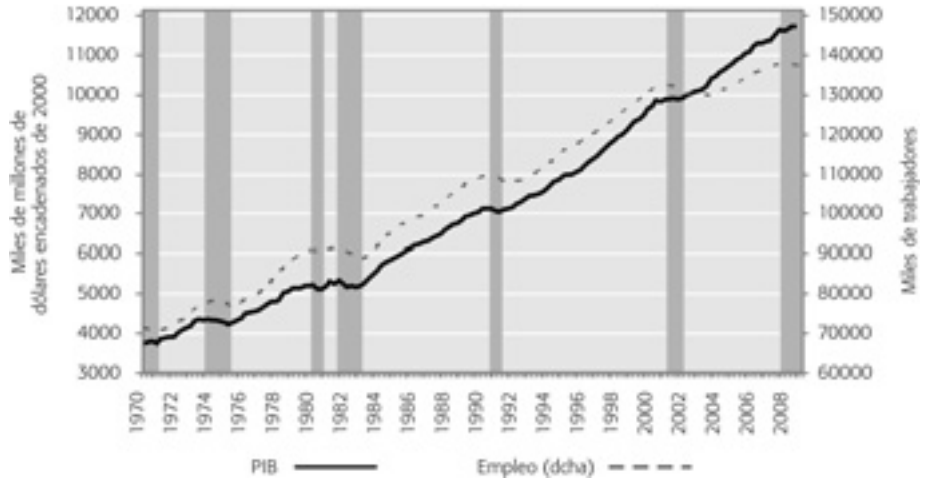
* Excluyendo la recesión de 2000, que no tuvo su contrapartida en Europa, la severidad promedio en EE.UU. sería 2,4%
Fuentes: CEMEX

último pico se ha producido muy recientemente, casi doce meses después del momento del cambio de giro, de acuerdo a sus estimaciones. Esta "tardanza" a la hora de anunciar el fechado de un ciclo limita la utilidad de este tipo de fechados para conocer la "actual" situación cíclica o para la implementación de políticas correctoras. No obstante, podemos aplicar su metodología para intentar discernir, de acuerdo a los últimos datos, en que situación estamos actualmente. En el caso de EE.UU., no hay evidencia alguna en los datos de que estemos cerca del fin de la recesión. Más bien al contrario. Los indicadores de empleo, industriales y de consumo no parecen haber tocado fondo. Todo apunta a que la combinación del *shock* financiero y el *shock* inmobiliario está provocando en EE.UU. una recesión cuya duración podría situarse en el rango alto de las experimentadas en los últimos 40 años. Ya dura doce meses, cuatro más que las dos últimas recesiones.

En el caso de Europa, los indicadores de PIB, inversión, consumo y producción industrial podrían haber alcanzado un pico en el último trimestre de 2007, primero de 2008, aunque aún es pronto para establecerlo. Sin embargo, los datos de empleo, disponibles hasta el segundo trimestre de 2008, no muestran ninguna inflexión. Mientras que en EE.UU. la evolución del empleo ha sido decisiva para es-

Gráfico 6

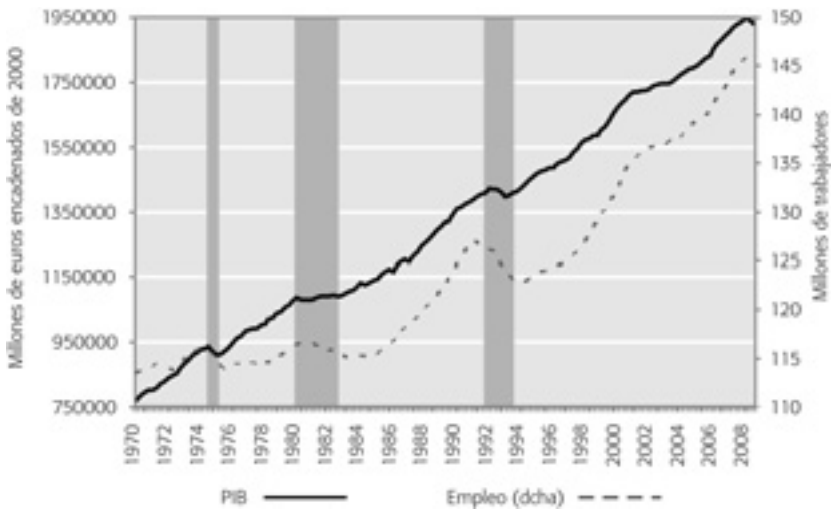
EE.UU.: PIB REAL Y EMPLEO



En sombreado, periodos de recesión
Fuente: BLS, BEA y NBER

Gráfico 7

EURO AREA: PIB REAL Y EMPLEO



En sombreado, periodos de recesión identificados por el CEPR
Fuente: Eurostat, BCE y NBER

tablecer el inicio de la recesión a finales de 2007, en Europa los datos de empleo siguieron siendo positivos durante la primera mitad de 2008, reforzando la idea de que el "cambio cíclico" se ha podido volver a producir en Europa con cierto retraso respecto a EE.UU.

Los indicadores coincidentes de actividad

Una forma de sintetizar la información de muchos indicadores, en lugar de revisarlos uno a uno, es mediante la elaboración de indicadores sintéticos. Recientemente se han desarrollado indicadores sintéticos de actividad, a través de la aplicación de componentes principales, que consolidan en una única señal, la información disponible en un gran número de indicadores económicos. Como resultado se obtiene un indicador coincidente de actividad extraordinariamente amplio, que además de la información contenida en el PIB, incorpora también la procedente de los datos de empleo, confianzas, etc. Las ventajas de estos indicadores de actividad como señal de ciclo son claras. Representan un concepto de actividad muy amplio, tienen periodicidad mensual y permiten un seguimiento de la situación cíclica prácticamente en tiempo real[5].

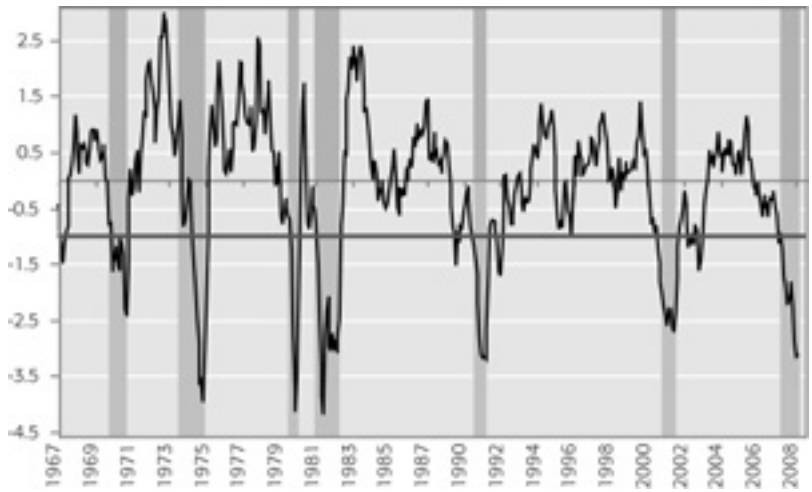
Así, para EE.UU., extraemos a partir de 87 series económicas mensuales una señal de actividad que, además, es bastante consistente con los periodos de expansión y contracción identificados por el NBER (ver gráfico 8). En concreto, resulta bastante útil para fechar el inicio de recesiones dado que se observa que, históricamente, cuando el indicador ha atravesado un determinado umbral (que en nuestro caso es -1) la economía estadounidense ha entrado en recesión. En este sentido, nuestro indicador sugiere que, efectivamente, tal y como anunció el NBER, la economía estadounidense entró en recesión a finales de 2007 y que la severidad de la actual recesión parece mayor que la de las dos previas. La ventaja de nuestro indicador es que ya, desde principios de 2008, teníamos indicios de que la economía estaba en recesión, sin tener que esperar a que el NBER confirmara este punto.

Para Europa también hemos elaborado un indicador de este tipo, aunque debido a los problemas de disponibilidad de series mencionada anteriormente, sólo tenemos datos desde 1990 luego sólo podemos comparar con una recesión fechada por el CEPR (ver gráfico 9). En todo caso, parece que el indicador, que utiliza información de 169

[5] Entre las posibles desventajas, en su construcción implícitamente se asume que no se ha producido ningún cambio estructural en las economías durante el período muestral que haya podido afectar significativamente a la tendencia de la actividad o a su volatilidad. De no ser así, los umbrales de recesión podrían haber variado respecto al pasado o los niveles entre recesiones no serían comparables.

Gráfico 8

INDICADOR DE ACTIVIDAD DE EE.UU.

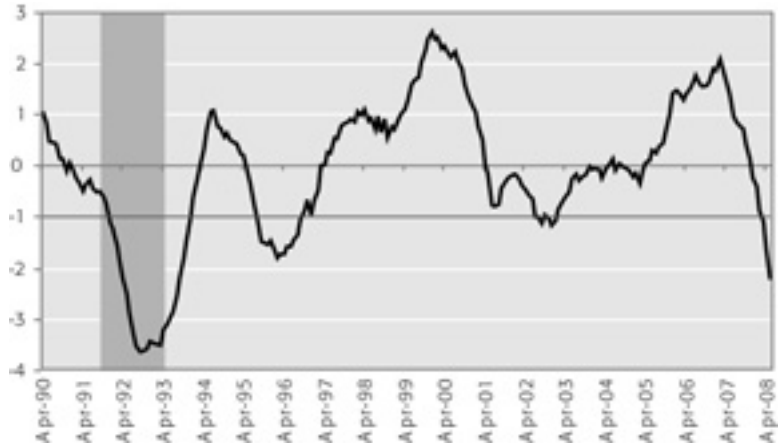


En sombreado, los periodos de recesión identificados por el NBER

series económicas, proporciona una buena señal de la evolución de la actividad en los últimos 20 años. De acuerdo a nuestro indicador, la economía europea entró en recesión en el verano de 2008, con lo que se confirma el retardo con respecto a EE.UU. La caída, no obstante, fue abrupta. Entre los principales países, España fue de los primeros en entrar en recesión, seguido por Italia, mientras que Alemania y Francia están al borde de hacerlo.

Gráfico 9

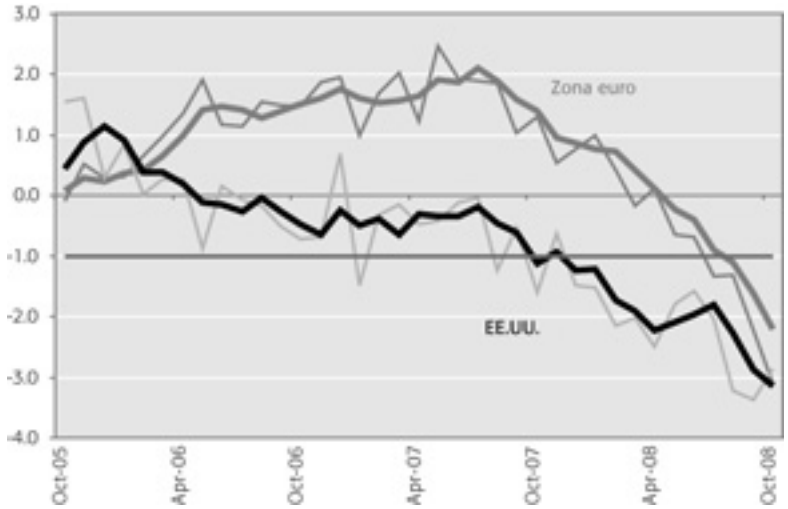
INDICADOR ACTIVIDAD DE LA ZONA EURO



En sombreado, los periodos de recesión identificados por el CEPR
Fuente: Distintas fuentes europeas y nacionales, y CEMEX

Gráfico 10

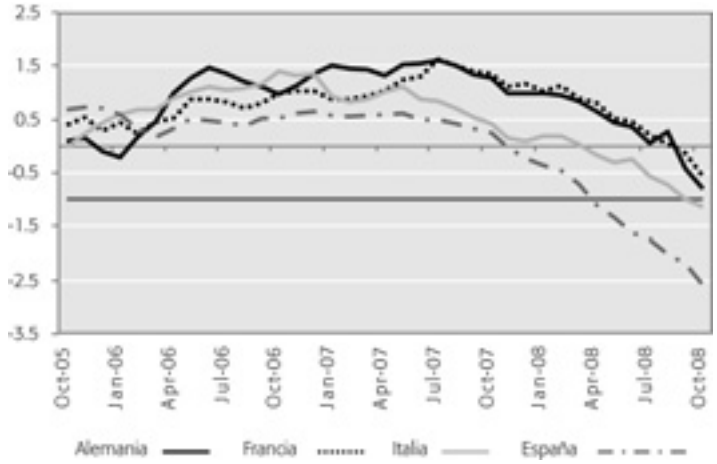
INDICADORES DE ACTIVIDAD EE.UU. Y ZONA EURO



Fuente: Distintas fuentes europeas y nacionales y CEMEX

Gráfico 11

INDICADOR DE ACTIVIDAD POR PAÍSES



Fuente: Distintas fuentes europeas y nacionales y CEMEX

3. Y este ciclo ¿qué?

En definitiva, toda la información disponible confirma que EE.UU. y Europa están actualmente en recesión y que, a pesar de lo que los datos de PIB puedan parecer indicar, fue la economía estadounidense la primera en entrar en recesión (a finales del año pasado). La economía europea resistió bastante bien hasta el verano de 2008, cuando el deterioro de la demanda externa, el impacto acumulado de la fuerte apreciación del euro en los últimos años, el incremento de la inflación asociado al precio de las materias

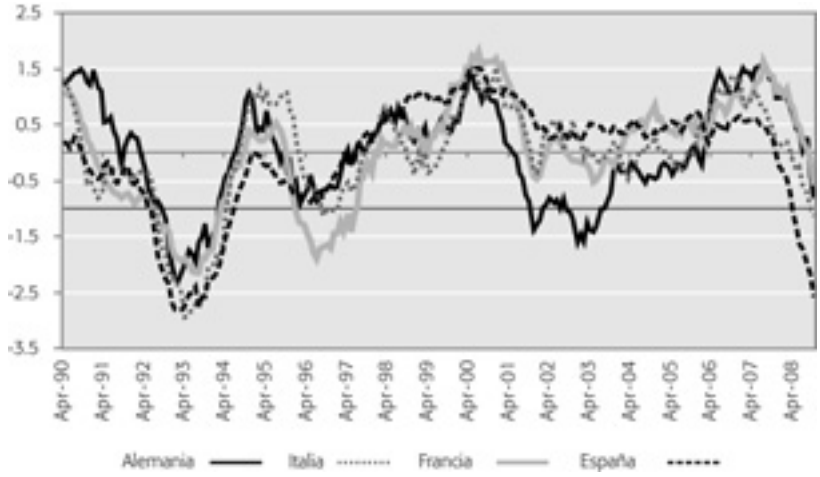
primas y, sobre todo, el recrudecimiento de la crisis financiera, precipitó una importante caída de la actividad en la zona. En este contexto, cabe enmarcar la distinta evolución de las políticas de demanda en una y otra área en la primera mitad de 2008. Mientras en EE.UU. se bajaban agresivamente los tipos y se articulaban paquetes de estímulo fiscal vía, fundamentalmente, devolución de impuestos, en Europa, el Banco Central Europeo mantenía los tipos en niveles relativamente elevados y las propuestas de medidas de reactivación económica por parte de los gobiernos eran limitadas. La actividad en Europa se ha visto especialmente lastrada por la mala evolución de España. Entre los países grandes, España es la economía que antes entró en recesión y la que está registrando un deterioro más considerable. Este es otro ejemplo más de que, para tener una visión amplia de la evolución de la actividad, hay que mirar más allá de las cifras de PIB. En términos de PIB, España ha sido, de entre los países grandes, de los últimos en registrar caídas, y el que menos descenso acumulado registra hasta la fecha. Pero otros indicadores, como el empleo, ofrecen una perspectiva bastante más negativa.

¿Y ahora qué? La situación cíclica actual es complicada a ambos lados del Atlántico. En EE.UU., el indicador de actividad está cerca de mínimos de la recesión de los noventa pero no se aprecia un cambio de giro a corto plazo, sino más bien lo contrario. Estaríamos, por tanto, ante una recesión más duradera (ya lo está siendo) y previsiblemente más severa que las dos recesiones previas. En Europa, el indicador aún está por encima de los mínimos de la recesión de los noventa, aunque con diferencias entre los países (ver gráfico 12). En el gráfico se aprecia que mientras la actividad en España apenas se resintió a principios de esta década (frente a Alemania, que sí entro en recesión), en esta ocasión es la peor parada, acercándose a los niveles mínimos del año 93.

Por otra parte, es lógico que tanto EE.UU. como España estén siendo de los países más castigados por la recesión. Más allá de las regularidades empíricas, y la mejor o peor gestión de las políticas de demanda, cada recesión es diferente, en cuanto a que los factores que la precipitan son distintos. En la actual han jugado un papel fundamental el exceso de liquidez y los tipos de interés bajos, que incrementaron sustancialmente el apetito por el riesgo y la búsqueda de "rendimiento". Todo ello impulsó conductas poco prudentes por parte de las entidades financieras, un importante aumento del endeudamiento de empresas y familias, e incrementos más allá de lo justificado por los fundamentos económicos en el precio de muchos activos (y entre ellos, particularmente, los precios de la vivienda). Este fenómeno fue especialmente importante en los países anglosajones y España, como reflejaban sus muy elevadas necesidades de financiación exterior y el imparable incremento de los precios de los activos inmobiliarios. El ajuste de estos excesos, por tanto, ha de ser más significativo en estas economías. Es decir, cuanto mayor haya sido el ciclo expansivo, mayor será la fase contractiva. Así, cabría esperar que países como EE.UU., España o Reino Unido sufran un ajuste cíclico más severo que como Alemania o Japón, que apenas acumularon excesos durante la última expansión.

Gráfico 12

INDICADOR DE ACTIVIDAD POR PAÍSES



Fuente: Distintas fuentes europeas y nacionales y CEMEX

Además, en esta ocasión, el grado de los desequilibrios acumulados ha provocado una crisis bancaria y financiera que podría tener un componente estructural, lo que haría que la desaceleración fuera más pronunciada y duradera. El grado en que la reciente crisis condicione los niveles de crédito y endeudamiento de equilibrio futuros podría suponer un límite a la expansión de la actividad en la siguiente fase cíclica. Este factor condicionaría el dinamismo de la actividad a escala global, reduciendo el crecimiento de la actividad de la misma forma que la globalización o la inversión en tecnologías de información y comunicación (TIC) la impulsaron.

En todo caso, la combinación de recesión en el sector residencial y la crisis financiera hará que la fase de contracción cíclica, por lo general, sea mayor que en periodos pasados recientes.

4. Conclusión

La determinación de la situación cíclica de una economía es siempre fundamental para la implementación de las políticas de demanda, tanto monetaria como fiscal, y para la planificación de inversiones y gestión de las empresas. Pero en la actualidad se torna especialmente relevante.

La situación cíclica actual se caracteriza por el fin de un muy largo ciclo expansivo generalizado a escala global, pero particularmente largo en los países anglosajones y España. La magnitud y duración de la fase contractiva dependerá de los excesos acumulados durante la expansión. Ello implicaría que la recesión será relativamente más dura en EE.UU., Reino Unido o España y más suave en Alemania o Japón.

Adicionalmente, el estallido de la crisis financiera ha impulsado a los gobiernos a intervenir de forma generalizada en las economías ante el temor de que nos estuviéramos encaminando a una nueva "gran depresión". En este contexto, la evaluación del componente cíclico del ajuste, sobre el que tienen efecto las políticas de demanda, y el componente estructural permitiría que las "ayudas" públicas sean más eficientes y estuvieran óptimamente dirigidas.

Panorama de la integración comercial en América Latina y el Caribe

Carlos Garcimartín
*Marta Pérez Garrido**

1. Introducción

La intensidad de las relaciones comerciales existentes entre los países es un reflejo del nivel de integración real alcanzado por éstos más fiel que el que supone la firma de acuerdos, que en muchas ocasiones se ven socavados desde distintos frentes y adolecen de falta de voluntad y compromiso por parte de los gobiernos que los suscriben.

Desde esta perspectiva, el presente trabajo se acerca a la problemática de la integración en América Latina y el Caribe, con el objeto de evaluar su verdadero alcance a partir del análisis del comercio intra-regional entre los países que conforman dicha área, en el marco de los distintos y variados acuerdos que han proliferado en la región a lo largo de las últimas décadas, y sobre los que se realizará también un breve repaso. Para ello, se examina la participación de estas economías en las exportaciones intra-regionales y la importancia de éstas en su comercio exterior.

Una de las conclusiones más importantes que se desprenden del análisis es el hecho de que los países de América Latina y el Caribe no han logrado, hasta el momento, aprovechar el potencial de comercio existente en la región. Ha sido así, a pesar de los continuos avances en el proceso de desarme arancelario, posible gracias a la firma de numerosos acuerdos comerciales de distinta naturaleza. Entre las causas, se puede citar la ausencia de medidas y políticas complementarias, necesarias para que las citadas rebajas arancelarias ofrezcan resultados. En este sentido, las carencias más importantes en los procesos de integración latinoamericanos se dan en el ámbito del fortalecimiento institucional, el compromiso real de los gobiernos para hacer efectivas las decisiones adoptadas, la coordinación de políticas, la eliminación de trabas no arancelarias al comercio, así como en el desarrollo de infraestructuras y una red de transportes que contribuyan a salvar los obstáculos que las características geográficas del propio subcontinente suponen para los intercambios comerciales.

2. Acuerdos de integración y comercio intra-regional

El cuadro 1 recoge el peso de las exportaciones de cada país de América Latina y el Caribe con destino al resto del área entre 1995 y 2006. Los datos indican que en 1995, en promedio, tan sólo el 28,6 por 100 de las exportaciones nacionales tenían como destino otros países latinoamericanos y caribeños, lo que significa que cerca de tres cuartas partes se dirigían al resto del mundo. A mediados de la década siguiente, en 2006, la participación del comercio intra-regional en el total de exportaciones se encontraba, de nuevo, prácticamente a los mismos niveles, tras haber sufrido cierto retroceso con respecto al inicio del nuevo siglo. Aún es más, si el análisis se realiza en términos globales, como reflejan los gráficos 1 y 2, en 1995 el 20 por 100 del conjunto de las exportaciones de la región se dirigían a la misma, porcentaje que en 2006 había descendido al 17 por 100.

No obstante, un examen por países permite diferenciar varios patrones en lo que respecta al destino de las exportaciones: el comercio exterior de unas pocas economías volcado sobre el mercado regional; y la mayor parte de éstas, que muestra un fuerte predominio de otros destinos. Así, por ejemplo, en 2006 las exportaciones

* Universidad Rey Juan Carlos.

Cuadro 1

AMÉRICA LATINA Y CARIBE. COMERCIO INTRA-REGIONAL. PORCENTAJE EXPORTACIONES TOTALES

	Año	ALC	ALADI	Mercosur[1]	CAN[2]	MCCA[3]	CARICOM[4]	R. mundo
Argentina	1995	**47,2**	45,9	32,3	5,9	0,4	0,2	**52,8**
	2000	**48,1**	47,0	31,9	3,7	0,4	0,2	**51,9**
	2006	**41,5**	39,5	21,1	5,9	1,1	0,2	**58,5**
Bolivia	1995	**36,8**	35,7	14,7	18,8	0,0	0,7	**63,2**
	2000	**40,1**	44,2	21,5	15,5	0,0	0,1	**59,1**
	2006	**65,6**	64,4	47,7	14,6	0,0	0,0	**34,4**
Brasil	1995	**22,7**	21,4	13,2	4,5	0,5	0,4	**77,3**
	2000	**24,8**	23,2	14	3,8	0,5	0,5	**75,2**
	2006	**25,9**	22,6	10,1	6,4	0,8	1,7	**74,1**
Chile	1995	**19,4**	18,8	11,2	6,8	0,3	0,0	**80,6**
	2000	**21,9**	20,6	9,4	6,7	0,6	0,1	**78,1**
	2006	**16,8**	15,4	6,6	4,7	0,9	0,1	**83,2**
Colombia	1995	**27,8**	23,5	1,7	19,5	1,7	0,8	**72,2**
	2000	**28,9**	22,4	2,7	16,6	1,9	2,1	**71,1**
	2006	**34,4**	24,9	1,2	19,2	2,3	2	**65,6**
Costa Rica	1995	**21,0**	3,4	0,5	1,7	12,9	1,1	**79,0**
	2000	**19,0**	3,4	0,3	1,3	11,3	0,8	**81,0**
	2006	**18,5**	4,1	0,3	1,4	7,3	1,6	**81,5**
Cuba	2000	**10,5**		1,6	2,0	0,8	2,2	**89,5**
	2005	**26,1**		2,0	19,0	0,8	1,1	**73,9**
Ecuador	1995	**22,2**	17,5	3,5	8,2	0,8	0,1	**77,8**
	2000	**31,5**	21,9	2,4	13,7	3,3	0,1	**68,5**
	2006	**27,4**	21,8	0,6	16,4	2,7	0,1	**72,6**
El Salvador	1995	**47,5**	2,7	0,1	1,6	42,2	0,2	**52,5**
	2000	**61,1**	1,2	0,1	0,2	55,2	0,7	**38,9**
	2006	**52,2**	2,8	0,1	0,6	39,1	1,2	**47,8**
Guatemala	1995	**40,0**	7,2	0,1	3,8	29,2	0,8	**60,0**
	2000	**40,6**	5,9	0	1	30,2	1,5	**59,4**
	2006	**47,1**	7,6	0,2	1,8	33,1	1,9	**52,9**
Honduras	1995	**7,8**	1,6	0	0,5	5,6	0,9	**92,2**
	2000	**31,1**	0,7	0	0,3	27,5	2,4	**68,9**
	2006	**19,2**	5,2	0,1	0,3	10,5	2,1	**80,8**
Jamaica	1995	**6,3**	1,3	1,2	0,0	0,1	4,4	**93,7**
	2000	**5,8**	0,3	0,0	0,0	0,2	4,0	**94,2**
	2006	**4,0**	0,1	0,0	0,0	0,1	2,8	**96,0**
México	1995	**5,6**	3,6	1,5	1,4	0,9	0,2	**94,5**
	2000	**3,1**	1,6	0,6	0,8	0,8	0,1	**96,9**
	2006	**5,0**	3,2	0,9	1,2	1,1	0,1	**95,0**
Nicaragua	1995	**21,6**	3,5	0,1	1,4	16,3	0,2	**78,4**
	2000	**32,0**	3,8	0	0,1	26,1	0,3	**68,0**
	2006	**23,0**	7,3	0	0,9	12,2	1,4	**77,0**

[1] MERCOSUR incluye a Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.
[2] Comunidad Andina incluye a Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela.
[3] Mercado Común Centroamericano (MCCA) incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.
[4] CARICOM incluye a Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guayana, Haití, Jamaica, Montserrat, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, y Trinidad y Tobago.
Se ha optado por incluir las exportaciones nacionales desagregadas por destino únicamente de Jamaica y de Trinidad y Tobago como representantes de la CARICOM, debido a la falta de datos en el resto de los casos.

Cuadro 1 (continuación)

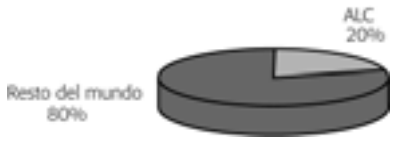
AMÉRICA LATINA Y CARIBE. COMERCIO INTRA-REGIONAL. PORCENTAJE EXPORTACIONES TOTALES

	Año	ALC	ALADI	Mercosur[1]	CAN[2]	MCCA[3]	CARICOM[4]	R. mundo
Panamá	1995	**19,7**	3,8	0,1	3,5	14,5	0,7	**80,3**
	2000	**23,2**	5,7	0,2	2,3	14,4	1,2	**77,8**
	2006	**20,6**	4,5	0,1	2,7	12,9	1,8	**18,4**
Paraguay	1995	**65,1**	64,9	57,5	3,9	0,1	0,1	**34,9**
	2000	**74,5**	74,3	63,5	5,1	0,1	0,0	**25,5**
	2006	**59,3**	59,1	48,1	3,8	0,1	0,0	**40,7**
Perú	1995	**17,3**	16,3	4,3	7,4	0,4	0,2	**82,7**
	2000	**18,1**	16,2	3,7	6,5	0,6	0,4	**81,9**
	2006	**20,0**	18,1	3,8	6	0,6	0,4	**80,0**
República Dominicana	1995	**2,6**	0,3	0,1	0,1	0,6	1,6	**97,4**
	2000	**15,5**	1,7	0,1	0,2	0,9	11,3	**84,5**
Trinidad y Tobago	1995	**35,2**	6,0	1,7	4,4	0,7	22,4	**64,8**
	2000	**35,8**	2,6	1,2	1,5	4,2	23,9	**64,2**
	2006	**23,7**	2,2	0,7	1,5	0,6	17,5	**76,3**
Uruguay	1995	**53,3**	53,0	47,1	3,2	0,2	0,0	**46,7**
	2000	**54,2**	52,8	44,5	2	0,3	0,5	**45,8**
	2006	**37,1**	34,6	23,8	3,2	0,1	1,1	**62,9**
Rep. Bol. de Venezuela	1995	**28,0**	22,1	9,1	9,9	2,0	3,2	**72,0**
	2000	**19,5**	13,5	4,2	5,1	2,4	2,6	**80,5**
	2006	**8,5**	6,0	1,4	2,3	1,2	1,2	**91,5**
Promedio	1995	**28,6**						**71,4**
	2000	**32,2**						**67,8**
	2006	**28,9**						**71,1**

Fuente: CEPAL.

Gráfico 1

DISTRIBUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES TOTALES LATINOAMERICANAS Y CARIBEÑAS EN 1995



Fuente: CEPAL.

Gráfico 2

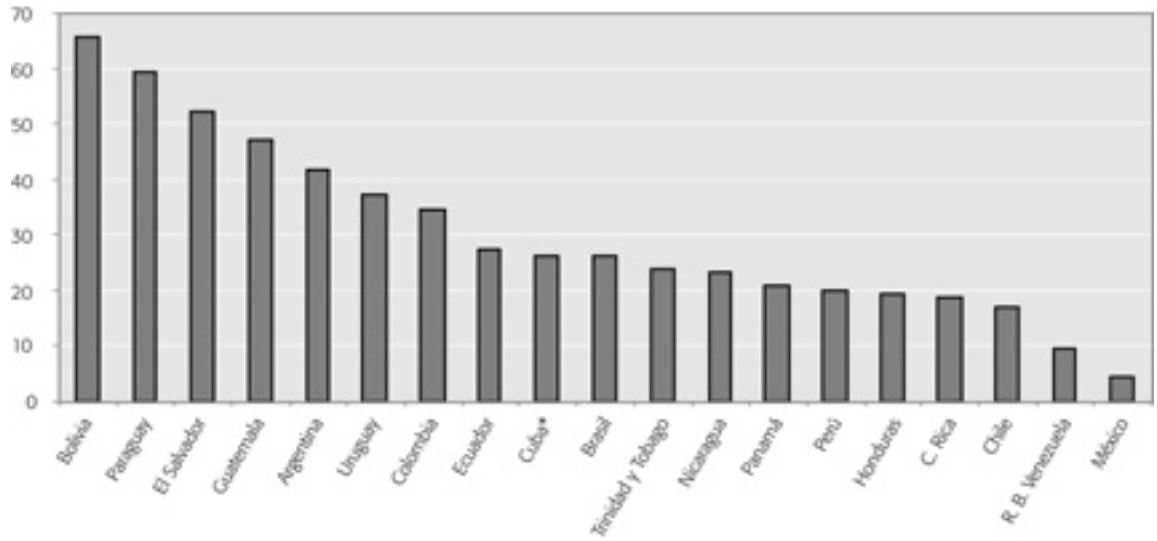
DISTRIBUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES TOTALES LATINOAMERICANAS Y CARIBEÑAS EN 2006

Fuente: CEPAL.

destinadas al mercado latinoamericano y caribeño representaban el 65,6 por 100 del total en Bolivia, o el 59,3 por 100 en Paraguay; frente al 5 por 100 de México y el 8,5 por 100 de Venezuela (gráfico 3). En cuanto al peso de las exportaciones nacionales sobre el total de la región, como cabría esperar, el tamaño desempeña un papel importante, sesgando el resultado, con lo que dos países, Brasil (con casi una tercera parte) y Argentina, son responsables de la mitad de las exportaciones intra-regionales.

Gráfico 3

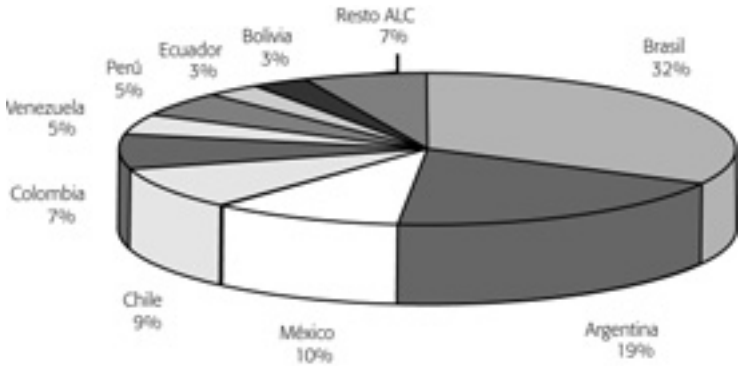
PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES TOTALES CON DESTINO LATINOAMÉRICA Y EL CARIBE EN 2006



Fuente: CEPAL.
* El porcentaje corresponde a 2005.

Gráfico 4

PARTICIPACIÓN EN EL TOTAL DE EXPORTACIONES INTRA-REGIONALES EN 2006



Fuente: CEPAL.

Tras lo visto, se puede afirmar que, salvo en el caso de un número reducido de países, Latinoamérica y el Caribe no ocupan una posición relevante en el comercio de los estados latinoamericanos, cuyas exportaciones se dirigen preferiblemente a otros mercados. De hecho, como refleja el cuadro 2, excluyendo a Argentina, Bolivia, Uruguay y Paraguay, cuyo socio principal se encuentra en la región (Brasil para los tres primeros y Uruguay para el último), el resto de países tienen su mercado más importante fuera, Estados Unidos en concreto, a excepción de Cuba. También, con un peso específico a destacar como principales destinos, ocupan posiciones ventajosas varias de las grandes economías asiáticas, concretamente China y Japón, junto con España y algunos otros países europeos. Esta circunstancia que caracteriza al proceso de integración latinoamericano, contrasta con lo que ocurre en otras experiencias. El ejemplo más obvio es el de la UE, en donde más del 60 por 100 del comercio de los países miembros se genera dentro de

Cuadro 2

PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES DE LAS EXPORTACIONES, 2006

Origen	1er destino	por 100	2º destino	por 100	3er destino	por 100	4º destino	por 100	5º destino	por 100
Argentina	Brasil	17,3	Chile	9,4	EE.UU	8,7	China	7,5	España	4,1
Bolivia	Brasil	37,7	EE.UU	9,8	Argentina	9,3	Japón	8,9	Perú	5,9
Brasil	EE.UU	18,0	Argentina	8,5	China	6,1	P. Bajos	4,2		4,1
Chile	EE.UU	16,0	Japón	10,8	China	8,8	P. Bajos	6,8	Corea del sur	6,1
Colombia	EE.UU	40,8	Venezuela	11,1	Ecuador	5,1	España	3,0	Perú	2,8
Costa Rica	EE.UU	42,5	China	7,7	China, Hong Kong	7,2	P. Bajos	6,9	Panamá	3,5
Cuba*	P. Bajos	27,7	Canada	20,9	Venezuela	15,7	España	7,5	Rusia	5,2
Ecuador	EE.UU	53,6	Perú	8,2	Colombia	5,6	Chile	4,4	Italia	3,4
El Salvador	EE.UU	28,6	Guatemala	16,3	Honduras	11,7	Nicaragua	6,6	Costa Rica	4,5
Guatemala	EE.UU	31,4	El Salvador	15,3	Honduras	9,7	México	5,4	Nicaragua	4,4
Honduras	EE.UU	34,7	El Salvador	11,0	Alemania	9,6	Guatemala	7,7	Bélgica	7,4
México	EE.UU	84,9	Canada	2,1	España	1,3	Alemania	1,2	Colombia	0,9
Nicaragua	EE.UU	46,5	México	6,2	Canada	6,0	España	4,5	Honduras	4,4
Panamá	EE.UU	39,0	España	7,7	P. Bajos	6,3	Suecia	5,2	Costa Rica	5,2
Paraguay	Uruguay	22,0	Brasil	17,2	Rusia	11,9	Islas Caimán	9,5	Argentina	8,8
Perú	EE.UU	24,0	China	9,5	Suiza	7,1	Canada	6,8	Chile	6,0
R. B. Venezuela	EE.UU	43,0	Sin especificar	18,4	A. L. sin especificar	18,1	Asia sin especificar	5,0	Colombia	1,8
R. Dominicana**	EE.UU	40,2	Sin especificar	15,4	Haití	8,8	Bélgica	8,2	Corea del Sur	3,7
Trinidad y Tobago	EE.UU	58,1	Jamaica	5,8	España	5,3	Barbados	3,3	Francia	3,1
Uruguay	Brasil	14,7	EE.UU	13,6	Argentina	7,6	Rusia	5,7	Zonas Francas	4,5

Fuente: CEPAL.
* Datos 2005.
** Datos 2001.

la propia región, pero también otros como la ASEAN, con unas relaciones comerciales intra-regionales menos intensas, pero que aún así suponen un tercio del total.

Pese a esta baja cifra de comercio intra-regional en Latinoamérica, conviene recordar, como señalan Baumann *et al.* (2002), que los mercados regionales son un destino importante para las exportaciones con mayor valor añadido, lo que les otorga un protagonismo más allá de su participación porcentual, siendo éste el caso de la experiencia que nos ocupa, pues los países latinoamericanos tienen, por lo general, unas exportaciones muy concentradas en productos básicos y manufacturas tradicionales. Y así se desprende del cuadro 3, que permite apreciar cómo, salvo excepciones como México, tres cuartas partes de las exportaciones que salen fuera de la región pertenecen a las categorías de productos primarios y manufacturas basadas en recursos naturales, frente a las que se quedan, con una composición algo más equilibrada por una mayor presencia de las manufacturas con cierto nivel de componente tecnológico.

Lo cierto es que, a pesar del panorama esbozado, en el ámbito latinoamericano han proliferado acuerdos de integración, si bien, con un grado de profundidad variable, orientados a intensificar las relaciones comerciales entre

Cuadro 3

COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES REALIZADAS A AMÉRICA LATINA Y CARIBE Y AL RESTO DEL MUNDO EN 2006

Exportador	Destino	Productos Primarios	Manufact. basadas recursos naturales	Manufact. baja tecnología	Manufact. media tecnología	Manufact. alta tecnología	Otras transacc.	Total
Argentina	ALC	28,8	24,0	7,0	**34,6**	4,2	1,4	100
	Resto del mundo	**54,7**	25,9	4,9	8,9	1,1	4,5	100
Bolivia	ALC	**85,8**	9,2	1,8	1,4	1,7	0,1	100
	Resto del mundo	**58,6**	16,2	10,9	2,8	2,8	8,8	100
Brasil	ALC	12,1	17,0	11,6	46,9	12,3	0,2	100
	Resto del mundo	**37,2**	25,9	8,3	19,3	6,0	3,3	100
Chile	ALC	23,2	**53,9**	6,1	12,9	1,5	2,5	100
	Resto del mundo	40,7	**52,3**	0,5	3,2	0,1	3,2	100
Colombia	ALC	12,1	25,3	21,9	**31,3**	5,5	3,9	100
	Resto del mundo	**61,4**	15,3	6,6	10,5	1,0	5,2	100
Costa Rica	ALC	7,8	**28,3**	22,7	27,4	12,8	1,0	100
	Resto del mundo	30,3	8,7	8,3	16,0	**35,8**	0,9	100
Cuba*	ALC	7,5	13,7	20,0	17,0	**32,0**	9,8	100
	Resto del mundo	**63,6**	33,3	0,3	0,9	1,7	0,2	100
Ecuador	ALC	**49,4**	27,2	6,5	14,2	2,5	0,2	100
	Resto del mundo	**88,2**	9,5	0,6	1,0	0,2	0,4	100
El Salvador	ALC	5,1	29,0	**34,2**	21,4	7,9	2,5	100
	Resto del mundo	**32,3**	29,7	10,2	24,8	1,3	1,4	100
Guatemala	ALC	12,9	**31,7**	23,1	25,3	5,5	1,4	100
	Resto del mundo	**67,9**	21,7	6,2	3,6	0,6	0,1	100
Honduras	ALC	21,3	**40,1**	21,0	15,2	2,5	0,3	100
	Resto del mundo	**61,3**	10,5	4,7	19,2	0,6	3,6	100
México	ALC	9,4	11,4	10,2	**37,6**	30,3	1,1	100
	Resto del mundo	18,0	7,8	11,3	**36,6**	25,2	1,1	100
Nicaragua	ALC	46,3	34,3	7,5	8,0	2,9	0,6	100
	Resto del mundo	**70,9**	15,1	1,5	1,9	0,5	10,1	100
Panamá	ALC	**45,7**	19,7	14,3	10,8	7,6	2,2	100
	Resto del mundo	**79,3**	11,2	5,8	1,2	1,2	1,4	100
Paraguay	ALC	**66,0**	16,5	11,4	4,0	2,0	0,1	100
	Resto del mundo	**77,9**	13,8	7,0	0,6	0,8	0,0	100
Perú	ALC	36,6	**42,1**	13,3	6,2	0,6	1,2	100
	Resto del mundo	**41,5**	30,2	6,7	0,4	0,1	21,1	100
Trinidad y Tobago	ALC	11,5	**70,2**	8,9	8,1	0,8	0,5	100
	Resto del mundo	**61,5**	25,6	0,9	11,7	0,1	0,0	100
Uruguay	ALC	**30,7**	27,3	19,6	18,1	3,7	0,7	100
	Resto del mundo	**61,8**	16,9	17,4	1,2	0,5	2,2	100
Venezuela	ALC	6,8	29,2	26,0	**34,1**	3,1	0,7	100
	Resto del mundo	**93,3**	2,3	0,4	3,7	0,1	0,2	100

Fuente: Elaboración propia a partir de datos procedentes de la CEPAL.
*Los datos hacen referencia a 2005.

los países participantes, y que ponen de manifiesto la existencia de intereses diversos en los distintos grupos de países que conforman dicha área geográfica. Algunos de estos acuerdos se revisan a continuación.

3. El Mercosur

El Mercosur nació en 1991 con la firma del Tratado de Asunción, que dio origen a la constitución de un Mercado Común entre Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay. Aunque desde entonces el Mercosur ha avanzado notablemente y constituye el mayor proceso de integración en América Latina, como indica Vaillant (2007), aún quedan importantes obstáculos por superar: excepciones sectoriales, barreras no arancelarias, insuficiente desarrollo del arancel exterior común y ausencia de un código aduanero común, o el llamado síndrome del Mercosur, por el que se aprueban normas que luego no entran en vigor. Por otra parte, es necesario avanzar en la puesta en marcha de políticas que afectan al grado de efectividad de la integración, como son las de competencia, infraestructuras, transporte o energía, y en este sentido, el Mercosur ha participado ya en la firma de distintos acuerdos a través de los que se pretenden trabajar en esta dirección.

Pese a todas estas dificultades, la popularidad del proceso entre los agentes sociales ha ido en aumento y aunque la voluntad inicial fue política, en la actualidad existe una masa crítica de intereses que convierten el coste del "no Mercosur" en elevado (Baumann et al, 2002). De hecho, el establecimiento del Parlamento del Mercosur y la realización de la Cumbre Social en 2006 han significado que el proyecto de integración haya ampliado sus vínculos con la sociedad civil (CEPAL, 2007).

En otro orden, cabe destacar que la adhesión de la República Bolivariana de Venezuela al Mercosur ha supuesto la primera ampliación del acuerdo. Tras establecerse tratados de libre comercio entre dos miembros de la Comunidad Andina de Naciones (CAN) y Estados Unidos, la República Bolivariana de Venezuela abandonó el esquema andino de integración y solicitó su adhesión al Mercosur, firmándose el Protocolo de Adhesión en julio de 2006. De acuerdo a dicho protocolo, Argentina y Brasil deben permitir la libre entrada en sus mercados de los productos venezolanos a partir del 1 de enero de 2010, mientras que Uruguay y Paraguay lo harán a partir de 2013. Por su parte, la República Bolivariana de Venezuela concederá libre acceso a los productos procedentes de todos los socios del Mercosur en 2012. Finalmente, se establece un plazo de cuatro años para la adopción del arancel exterior común. Asimismo, el 15 de diciembre de 2006, el Mercosur aprobó la solicitud de ingreso de Bolivia. Sin embargo, en lugar de formalizar dicha solicitud para convertirse en miembro de pleno derecho, Bolivia solicitó la constitución de un Grupo de Trabajo *ad hoc* para evaluar su adhesión plena. En la actualidad continúa siendo miembro asociado (junto a Chile, Colombia, Ecuador y Perú), aunque no se descarta que en el futuro acceda a la plena integración.

Cuadro 4

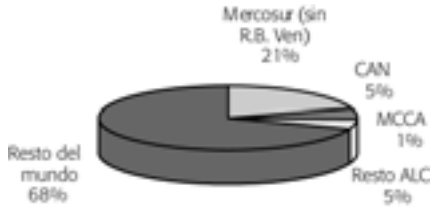
COMERCIO INTRA-REGIONAL EN EL MERCOSUR. PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES TOTALES

	Año	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Mercosur (sin R.B.Ven.)	R. B. Ven.
Argentina	1995		26,2	3,0	3,2	**32,4**	1,8
	2000		26,5	2,3	3,1	**31,9**	0,8
	2006		17,3	1,3	2,4	**21,1**	1,7
Brasil	1995	8,7		2,8	1,7	**13,2**	1,0
	2000	11,3		1,5	1,2	**14,0**	1,4
	2006	8,5		0,9	0,7	**10,1**	2,6
Paraguay	1995	9,1	44,7		3,7	**57,5**	2,3
	2000	10,7	38,6		14,1	**63,5**	1,1
	2006	8,8	17,2		22,0	**48,1**	0,5
Uruguay	1995	12,7	33,2		1,2	**47,1**	0,5
	2000	17,9	23,1		3,6	**44,6**	0,7
	2006	7,6	14,7		1,5	**23,8**	2,0
Rep. Bol. Venezuela	1995	0,2	8,9	0,0	0,1	**9,2**	
	2000	0,1	3,6	0,0	0,5	**4,2**	
	2006	0,6	0,8	0,0	0,0	**1,4**	

Fuente: CEPAL.

Gráfico 5

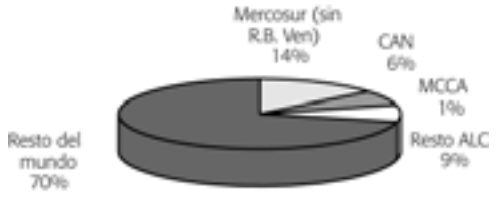
DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DEL MERCOSUR EN 1995



Fuente: CEPAL.

Gráfico 6

DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DEL MERCOSUR EN 2006



Fuente: CEPAL.

Más allá de la integración formal, lo cierto es que desde el punto de vista del comercio, la integración no es excesivamente intensa entre los miembros del Mercosur, como se desprende de los datos recogidos en el cuadro 4. En promedio, las exportaciones de los países del Mercosur al resto de países miembros representaban en 1995 el 37,5 por 100 del total, que se recortaría hasta el 25,8 por 100 en 2006, mientras que para el conjunto del área, dichas cifras ascendían al 20,5 por 100 y 13,5 por 100, respectivamente (gráficos 5 y 6). En realidad, el impulso al comercio intra-regional fue muy elevado en los primeros años del Mercosur, pues entre 1990 y 1998 aumentó desde el 8,9 por 100 al 25 por 100, lo que refleja un dinamismo muy superior al mostrado por otros esquemas de integración en América Latina (Baumann *et al*., 2002). Otra de las características de los intercambios durante ese periodo fue el peso relativamente importante en términos comparativos de las manufacturas (Porta, 2004). Sin embargo, posteriormente se ha acusado un descenso significativo y en ningún año del presente siglo ha vuelto a superar el 20 por 100. Por otro lado, cabe subrayar que existen importantes diferencias por países, pues para 2006, el peso del Mercosur en las exportaciones totales se sitúa entre el 10,1 por 100 de Brasil y el 48,1 por 100 de Paraguay. En el caso de la República Bolivariana de Venezuela, destaca la escasa importancia que tiene el Mercosur en su comercio exterior, apenas un 1,4 por 100 del total en 2006, alcanzando la participación de Venezuela en las ventas totales del Mercosur únicamente el 2,3 por 100.

En suma, la integración comercial real en el Mercosur es reducida en comparación con el nivel alcanzado por otros acuerdos de integración como la UE, aunque como señala Bouzas (2003), también es cierto que el comercio de bienes de mayor valor añadido es más intenso entre los socios del Mercosur que entre éste y el resto del mundo, en particular entre Argentina y Brasil. Ello es en parte consecuencia de que el Mercosur es un acuerdo tipo SUR-SUR, en el que aparece claramente lo que Venables (2003) denominó el fenómeno de ganadores y perdedores de este tipo de acuerdos. Así, según Vaillant (2007), el principal ganador sería Brasil, que concentra una buena parte de sus exportaciones al Mercosur en productos en los que no tiene ventajas comparativas globales, mientras que el fenómeno contrario sucede en Paraguay y Uruguay. De este modo, estos países sustituyen importaciones más eficientes del resto del mundo por productos más ineficientes de un socio regional. De hecho, ha sido tradicional la preocupación de estos dos países por sus resultados netos en el Mercosur y se han tomado determinadas medidas para compensar estas asimetrías, que vienen influyendo desde un principio en su evolución. No hay que pasar por alto el gran desequilibrio existente entre los distintos socios; baste decir que Paraguay y Uruguay tan sólo generan, respectivamente, un 1 por 100 y 2 por 100 de la producción del grupo.

Es el contexto descrito en el que a finales de 2004 se tomó la decisión de crear el Fondo para la Convergencia Estructural de Mercosur (FOCEM). Este fondo tiene como meta limar las asimetrías que han socavado la efectividad del proceso de integración y para ello, se prevé la financiación de proyectos que persigan una serie de objetivos concretos: la consecución de una mayor convergencia regional, el desarrollo de la competitividad, mejorar el grado de cohesión social, y fortalecer la estructura institucional del proceso de integración (Durán y Maldonado, 2005). Los recursos para llevar a cabo los proyectos proceden de las aportaciones realizadas por los propios socios, determinadas en función de su contribución al PIB subregional.

Respecto al comercio del Mercosur con el resto del área latinoamericana, en 2006 el peso de sus exportacio-

nes al área ascendía aproximadamente al 16 por 100 del total, de las cuales un 6 por 100 tenían como destino la Comunidad Andina. En este sentido, cabe subrayar que el Mercosur ha firmado, entre otros, acuerdos comunes preferenciales con Chile y Bolivia; acuerdos marco para desarrollar zonas de libre comercio con México y la CAN. Estos acuerdos han sido menos beneficiosos para los países pequeños del Mercosur, pues, por ejemplo, los acuerdos firmados con los países andinos incluían excepciones en el acceso a sus mercados, principalmente en los productos en que los socios de menor tamaño del Mercosur tienen sus ventajas comparativas. Por otro lado, también debe señalarse que el proceso que se está desarrollando en los últimos años con la firma de acuerdos comerciales entre Estados Unidos y países latinoamericanos, está generando un peligro de aislamiento del Mercosur, pues a raíz de éstos, sus productos entrarán en condiciones desfavorables, tanto en el mercado norteamericano como en el de muchos de sus socios comerciales. De hecho, este fenómeno, junto a las propias incertidumbres del Mercosur, ha precipitado que Uruguay haya iniciado un proceso de negociación bilateral con Estados Unidos (Vaillant, 2007).

4. La Comunidad Andina de Naciones

En 1969 se firmó el Acuerdo de Cartagena por el que se creo el Grupo Andino, una iniciativa encaminada a lograr una mayor integración comercial entre sus socios fundadores, Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú, a los que se sumó Venezuela en 1973, y que posteriormente daría lugar a la Comunidad Andina de Naciones. El proceso de integración se estancó hasta 1993, cuando entró en funcionamiento la zona de libre comercio entre los países miembros (a excepción de Perú que no se uniría plenamente hasta 2005), y que en 1995 se convertiría en una unión aduanera. Desde entonces se han registrado notables progresos en la liberalización del comercio de mercancías y servicios, en el libre movimiento de personas y en la dimensión social de la integración, así como en el desarrollo institucional (Pineda, 2005 y 2007; González, 2005).

No obstante, al igual que sucedía con el Mercosur, aún quedan importantes obstáculos por superar, como las excepciones sectoriales o el insuficiente desarrollo del arancel exterior común, que hacen que todavía la CAN se encuentre lejos de funcionar como una unión aduanera[1].

[1] Véase Durán y Maldonado (2005) y Vaillant (2007).

En realidad, la CAN se halla en la actualidad en un momento de redefinición por diversos motivos (CEPAL, 2007). En primer lugar, el abandono del acuerdo por parte de la República Bolivariana de Venezuela para adherirse al Mercosur, así como la aproximación que también está realizando Bolivia a este grupo en los últimos años. En segundo lugar, la firma por parte de Colombia y Perú de acuerdos bilaterales con Estados Unidos. Por último, la invitación a Chile para que sea miembro asociado.

Al margen de la integración formal, al igual que ocurría con el Mercosur, desde el punto de vista del comercio, la integración no es excesivamente intensa entre los miembros de la CAN. Las exportaciones de los países andinos al resto de socios representaban en promedio en 2006, sólo el 9,5 por 100 del total. En ningún caso, además, estas exportaciones tienen un peso elevado, pues el máximo lo registra Ecuador, con un 13,9 por 100 (cuadro 5). No obstante, si se tienen en cuenta los flujos comerciales con Venezuela, a pesar de que a día de hoy ya no forme parte de la CAN, sería Colombia el país que ocuparía el primer lugar dada la importancia de la República Bolivariana como segundo destino de las exportaciones colombianas. En el otro extremo, se encuentran Perú, en el que las ventas a sus socios ni siquiera superan el 5 por 100, y Venezuela, cuyas exportaciones fueron descendiendo progresivamente del 10 por 100 a mediados de la década de los noventa, a algo más del 2 por 100 en 2006.

En realidad, lo que ha ocurrido en la CAN ha sido un aumento de la participación del comercio intra-regional durante los años noventa, para disminuir posteriormente, en cierta medida debido al abandono del esquema de integración por parte de Venezuela, aunque incluso incluyendo a este país, el peso del comercio intra-regional ha permanecido más o menos constante desde principios de siglo. Sin embargo, pese a la reducida importancia del comercio intra-regional, también debe subrayarse que su peso se eleva en el caso de las exportaciones industriales, pues, por ejemplo, el 40 por 100 de las exportaciones de manufacturas de Colombia y el 31 por 100 de las de Ecuador se dirigen a la subregión andina (Pineda, 2005). Es decir, del mismo modo que sucedía en el Mercosur y en el conjunto de América Latina, los socios andinos tienen gran importancia para las exportaciones de mayor valor añadido, de modo que han servido como plataforma de aprendizaje hacia mercados más grandes y exigentes, en especial para las pequeñas y medianas empresas (Pineda, 2005; Moncayo, 2003).

Por lo que respecta al comercio con los demás países latinoamericanos, en 2006, el 15 por 100 de las exportaciones andinas iban a dicha región, de las cuales algo más del 3,7 por 100 se dirigían al Mercosur. Cabe subrayar, en

Cuadro 5

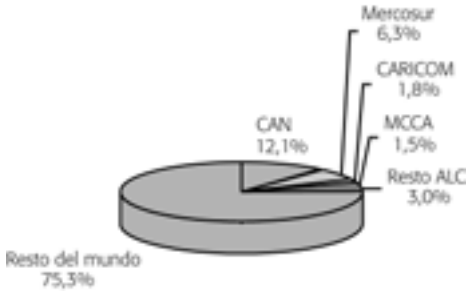
COMERCIO INTRA-REGIONAL EN LA CAN. PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES TOTALES

	Año	Bolivia	Colombia	Ecuador	Perú	CAN (sin R. B. V.)	R.B. Ven	CAN (con R. B. V.)
Bolivia	1995		5,5	0,6	12,2	**18,3**	0,5	**18,8**
	2000		13,3	0,4	4,2	**17,9**	3,5	**21,4**
	2006		3,7	0,3	5,9	**9,8**	4,8	**14,6**
Colombia	1995	0,2		4,2	5,6	**10,0**	9,5	**19,5**
	2000	0,3		3,5	2,8	**6,6**	9,9	**16,5**
	2006	0,2		6,3	3,4	**9,8**	9,9	**19,7**
Ecuador	1995	0,1	5,8		1,6	**7,4**	0,8	**8,2**
	2000	0,1	5,4		6,0	**11,5**	2,4	**13,9**
	2006	0,1	5,6		8,2	**13,9**	2,5	**16,4**
Perú	1995	1,4	2,2	0,9		**4,6**	3,0	**7,6**
	2000	1,4	2,1	1,4		**4,9**	1,6	**6,5**
	2006	0,8	2,2	1,4		**4,5**	1,8	**6,3**
Rep. Bol. de Venezuela	1995	0,0	7,5	1,1	1,3			**10,0**
	2000	0,0	2,8	0,6	1,7			**5,1**
	2006	0,0	1,1	0,4	0,8			**2,2**

Fuente: CEPAL.

Gráfico 7

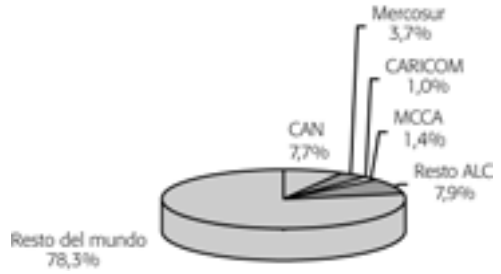
DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DE LA CAN EN 1995



Fuente: CEPAL.

Gráfico 8

DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DE LA CAN EN 2006



Fuente: CEPAL.

este sentido, que la CAN ha firmado un acuerdo con el Mercosur para la creación de una zona de libre comercio y de asociación con Chile.

Finalmente, en lo que se refiere a terceros países, destaca la fuerte presencia de Estados Unidos en el comercio de los países andinos. En 2006 el 10 por 100 de las exportaciones bolivianas se dirigieron a ese país, mientras que dicha cifra aumenta hasta el 24 por 100 en el caso de Perú, 41 por 100 en Colombia y 54 por 100 en Ecuador. De hecho, Estados Unidos es el principal socio comercial de todos los países de la CAN, excepto de Bolivia, para quien es su segundo mercado, tras Brasil. Dicho de otro modo, EE.UU. es un socio más relevante para todos ellos que la propia subregión. No es de extrañar, por tanto, el importante papel que los países andinos han otorgado a sus relaciones comerciales con Estados Unidos. Un elemento a destacar en estas relaciones ha sido la Ley Original de Preferencias Arancelarias Andinas (ATPA) y su ampliación en agosto de 2002 a la Ley de Promoción de Preferencias

Arancelarias Andinas y Erradicación de Drogas (ATPDEA), que otorga acceso preferencial al mercado estadounidense a Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú, y que posibilitó un fuerte crecimiento de las exportaciones andinas. Asimismo, en 2004 comenzaron las negociaciones de Tratados de Libre Comercio de Perú, Colombia y Ecuador con Estados Unidos. Los dos primeros se firmaron en 2006, mientras que Ecuador mantiene prorrogadas las negociaciones. Desde el origen de las negociaciones existió la preocupación de que la firma de dichos acuerdos erosionara la cohesión interna de la CAN y, de hecho, la conclusión de los mismos ha sido la razón esgrimida por la República Bolivariana de Venezuela para abandonar la CAN. En esta línea, un estudio elaborado por Durán *et al.* (2007) pone de manifiesto que los acuerdos con Estados Unidos dejan en una situación de vulnerabilidad a las exportaciones subregionales.

5. El Mercado Común Centroamericano

El Mercado Común Centroamericano (MCCA), al que pertenecen Costa Rica, El Salvador, Guatemala Honduras y Nicaragua, nació con en el Tratado General de Integración Centroamericana de 1960. Posteriormente, en 1993, se firmó el Protocolo al Tratado de Integración Económica o Protocolo de Guatemala. Su objetivo principal consistía en establecer la Unión Económica, que se alcanzaría de manera gradual, desarrollando la Unión Aduanera, perfeccionando el Arancel Exterior Común, facilitando la libre movilidad de factores productivos y, en última instancia, alcanzando la integración monetaria y financiera. Pese a lo ambicioso de sus objetivos, la realidad es que los resultados se han limitado básicamente al comercio intra-regional.

En fechas más recientes, un factor decisivo para el desarrollo del MCCA ha sido la firma del acuerdo de libre comercio entre sus miembros, Estados Unidos y la República Dominicana (CAFTA-RD). Dicho acuerdo ha dado lugar a una interacción estrecha entre la actividad derivada del mismo y los esfuerzos por desarrollar una unión aduanera en Centroamérica, pues ambos acuerdos generan sinergias para lograr una mayor agilidad y transparencia en el comercio regional y de Centroamérica con terceros países (CEPAL, 2007). En parte, las reglas comunes necesarias para ello se han elaborado en el seno de la propia región, mientras que otras lo han hecho a partir del CAFTA-RD, como las relativas a compras gubernamentales, inversiones, servicios o medio ambiente.

En lo referente al grado de integración comercial real de la región, las exportaciones de los países centroamericanos destinados al mercado subregional representaban en promedio, en 1995, el 28,8 por 100 del total y en 2006 el 33,1 por 100, siendo el peso total de las expor-

Cuadro 6

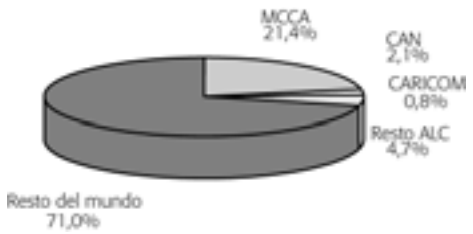
COMERCIO INTRA-REGIONAL EN EL MCCA. PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES TOTALES

	Año	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	MCCA
Costa Rica	1995		3,4	4,3	2,0	3,2	**12,9**
	2000		2,5	3,5	2,1	3,3	**11,3**
	2006		1,6	1,9	1,4	2,3	**7,3**
El Salvador	1995	7,9		20,7	7,1	6,5	**42,2**
	2000	6,4		24,0	16,8	8,0	**55,2**
	2006	6,3		23,8	14,8	8,8	**53,7**
Guatemala	1995	5,2	13,7		6,3	3,6	**29,2**
	2000	4,7	12,6		8,6	4,2	**30,2**
	2006	3,8	15,3		9,7	4,4	**33,1**
Honduras	1995	1,2	2,8	1,3		4,3	**5,6**
	2000	1,0	12,8	8,4		1,3	**27,5**
	2006	0,9	4,2	3,0		2,3	**10,5**
Nicaragua	1995	3,4	8,1	2,0	2,7		**16,3**
	2000	6,0	11,3	3,1	5,8		**26,1**
	2006	3,2	3,0	1,6	4,4		**12,2**

Fuente: CEPAL.

Gráfico 9

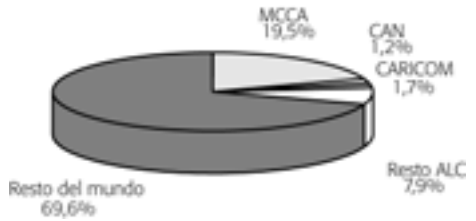
DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DEL MCCA EN 1995



Fuente: CEPAL.

Gráfico 10

DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DEL MCCA EN 2006



Fuente: CEPAL.

taciones intra-regionales el 21,4 por 100 y el 19,5 por 100, respectivamente (gráficos 9 y 10). Se trata, por tanto, de cifras superiores tanto a las del Mercosur como a las de la Comunidad Andina, aunque siguen hallándose muy lejos de las correspondientes a la Unión Europea. De nuevo, al igual que sucedía con dos acuerdos de integración vistos previamente, existe una alta variabilidad entre los diferentes países miembros. Así, mientras que en 2006, el peso de las exportaciones dirigidas al mercado centroamericano era del 7,3 por 100 para Costa Rica, dicha cifra se elevaba al 53,7 por 100 para El Salvador. Además, la evolución de los intercambios dentro del área sigue también un esquema similar, durante los años noventa la participación del comercio intra-regional se incrementó de forma notable, para después permanecer más o menos constante en el presente siglo, aunque con un repunte en 2006 y 2007, en parte gracias a los avances registrados en la eliminación de barreras al comercio (CEPAL, 2007).

En lo referente al comercio con los demás países latinoamericanos y caribeños, en 2006, sólo el 10,8 por 100 de las exportaciones centroamericanas iban a dicha región. En realidad, para todos los miembros del MCCA, el socio comercial más importante es Estados Unidos, que en promedio representaba en 2006 el 37 por 100 de las exportaciones totales de dichos países.

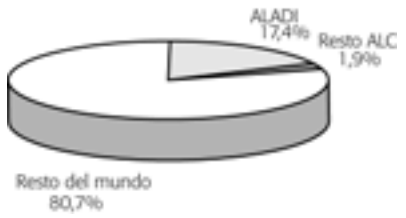
De hecho, Centroamérica ha tenido desde hace tiempo un acceso preferencial al mercado estadounidense. A la Iniciativa de la Cuenca del Caribe y su sucesora, la Caribbean Bassin Trade Preferences Act (CBTPA) de 2002, así como al Sistema Generalizado de Preferencias, le ha seguido, como se afirmaba anteriormente, la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos en enero de 2004, que permite una mayor solidez institucional en cuanto a condiciones de acceso y regulación de los mecanismos de solución de diferencias (Agosín y Rodríguez, 2006). Al acuerdo también se sumó la República Dominicana, con lo que se denomina DR-CAFTA, en sus siglas inglesas, y se trata de un acuerdo de los llamados de última generación, que cubre aspectos relacionados con los servicios, la propiedad intelectual, las compras gubernamentales o la inversión extranjera. Cabe subrayar que, junto a los potenciales beneficios del acuerdo, éste también ha suscitado temores en los países centroamericanos (CEPAL, 2007). Entre otros, las consecuencias fiscales de las desgravaciones arancelarias y la sustitución de comercio intra-regional por comercio con Estados Unidos. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la mayoría de los productos exportados hacia los restantes países del MCCA tienen mayor valor agregado que aquellos que se dirigen a Estados Unidos, que son principalmente bienes de maquila, con escaso valor añadido local. Por último, también cabe subrayar que en 2000 el llamado Triángulo Norte (El Salvador, Guatemala y Honduras) suscribió con México un Tratado de Libre Comercio, que entró en vigor en 2001.

6. Asociación Latinoamericana de Integración

La Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI) está formada por los países del Mercosur (incluyendo la R. B. de Venezuela), de la Comunidad Andina, México, Chile y Cuba. Se creó por el Tratado de Montevideo de 1980 y es el acuerdo matriz en el que se enmarcan los acuerdos preferenciales de la región. Para Opertti (2007), su actividad se centra, en definitiva, en conjugar tres elementos: profundizar en los acuerdos de libre comercio ya suscritos; promover negociaciones para suscribir este tipo de

Gráfico 11

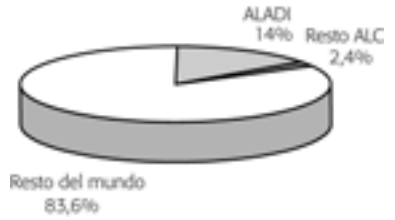
DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DE LA ALADI EN 1995



Fuente: CEPAL.

Gráfico 12

DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DE LA ALADI EN 2006



Fuente: CEPAL.

acuerdos; y armonizar e incorporar la normativa necesaria para ello. De hecho, respecto a este último punto, el informe de 2007 de la Secretaría General de la ALADI señala que una de las grandes asignaturas pendientes en el proceso de integración regional es la existencia de diferentes normativas en los acuerdos suscritos.

En realidad, según afirma Vaillant (2007), la región constituye un ejemplo de lo que se conoce en la literatura como "spaghetti bowl", una excesiva superposición de acuerdos preferenciales de comercio cuya complejidad y heterogeneidad generan efectos perjudiciales. Para este autor, el camino recorrido por la ALADI muestra que, dejando atrás los ambiciosos objetivos originales, se ha centrado en una agenda reducida de temas, intentando alcanzar resultados concretos, a la vista de los condicionantes políticos existentes.

En cualquier caso, lo cierto es que la integración real de los miembros de la ALADI no es demasiado profunda. En 1995, sólo el 17,4 por 100 de sus exportaciones se dirigían a la región y en 2006 dicha cifra había descendido al 14 por 100, aunque supone el 26 por 100 y el 21,4 por 100, respectivamente, si se excluye a México.

7. La Comunidad de Estados del Caribe (CARICOM)

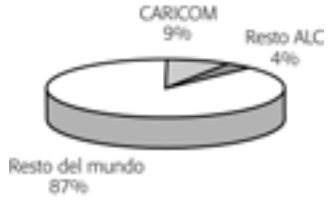
La firma del Tratado de Chaguaramas dio lugar a la creación de la Comunidad de Estados del Caribe, que comenzó a funcionar como tal el 1 de Agosto de 1973. En principio fue sólo suscrito por Barbados, Jamaica, Guayana, y Trinidad y Tobago, pero posteriormente se irían uniendo el resto de territorios que la componen; en total, quince países (enumerados en el cuadro 1), a los que se unen cinco asociados[2]. La CARICOM no pasa de ser una unión aduanera imperfecta, en la que se integran algunos elementos propios de un mercado común. Se trata de un proceso marcado por unas características especiales que parten de las asimetrías existentes entre sus miembros, su insularidad y el pequeño tamaño de casi todos ellos. No obstante, el objetivo principal de la CARICOM está marcado por el perfeccionamiento y la puesta en marcha del Mercado y Economía Únicos del Caribe (MEUC). La finalidad de esta iniciativa es eliminar las limitaciones y restricciones al libre desplazamiento de mercancías, servicios y capital en todos los países de la Comunidad y la creación de un espacio económico común. En este marco se inscribe el acuerdo del Mercado Único, que, firmado inicialmente por seis países (Barbados, Belice, Guayana, Jamaica, Surinam y Trinidad y Tobago) empezó a funcionar en 2006, siguiendo el patrón de la Unión Europea. El componente de la Economía Única se espera se ponga en marcha en 2008, aunque no será hasta 2015 cuando se tiene prevista su total operatividad.

Dentro del conjunto de territorios que conforman la CARICOM, Trinidad y Tobago es la economía más sobresaliente. Este país, cuyo comercio se basa fundamentalmente en el gas natural y el petróleo, es responsable de más de tres cuartas partes de las exportaciones que se producen dentro del propio esquema de integración. En general, el comercio dentro de la subregión carece de importancia y en la mayor parte de sus miembros, a excepción de Trinidad y Tobago, Guayana, Surinam y Belice, gira en torno a las actividades de servicios.

[2] Anguila, Bermuda, Islas Caimán, Islas Vírgenes Británicas, Islas Turcas y Caicos.

Gráfico 13

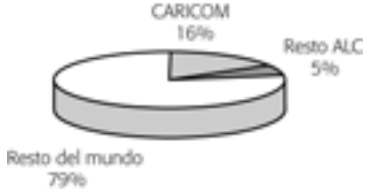
DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DE LA CARICOM EN 1995



Fuente: CEPAL.

Gráfico 14

DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DE LA CARICOM EN 2006



Fuente: CEPAL.

Los flujos comerciales de la CARICOM con el resto de América Latina y el Caribe son muy débiles, ya que en 2006 sólo el 5 por 100 de sus exportaciones se dirigían a este mercado. Mucho más intensas son las relaciones que se mantienen con EE.UU. y Europa.

8. La Comunidad Sudamericana de Naciones

Las Cumbres Sudamericanas se inician en 2000, celebrándose en Brasil la primera de las reuniones, que reúne al conjunto de países del subcontinente (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, Paraguay, Perú, Surinam, Uruguay y Venezuela). Los ejes centrales sobre los que se establecieron las futuras áreas de actuación fueron democracia, cuestión social, comercio, integración física, drogas ilícitas, tecnología e información. En dicha cumbre se crea el IIRSA, concebido como un marco de coordinación regional de inversión en infraestructuras, con el objetivo de mejorar las conexiones entre los países sudamericanos. Posteriormente, en la Cumbre de Cuzco de 2004 se creó la Comunidad Sudamericana de Naciones (CSN), iniciándose un nuevo proceso institucional en todo el subcontinente. En la Declaración de la Cumbre se afirma la voluntad de profundizar en el libre comercio entre el Mercosur, la Comunidad Andina y Chile, evolucionando posteriormente a etapas superiores de integración económica, social e institucional.

En 2006 tuvo lugar en Bolivia la segunda Cumbre de Jefes de Estado de la Comunidad Sudamericana de Naciones, ampliándose la agenda temática, con un énfasis especial en cuestiones relacionadas con las infraestructuras. Así, en 2007 se celebró en la República Bolivariana de Venezuela la primera Cumbre Energética Sudamericana, en la que se creó el Consejo Energético de Suramérica.

Sin embargo, pese a las declaraciones realizadas y la ambición de la agenda, lo cierto es que no tardaron en ponerse de manifiesto enfoques diferenciados sobre el proceso de integración, siendo los resultados concretos obtenidos hasta la fecha relativamente escasos (Vaillant, 2007). De hecho, la liberalización del comercio entre los miembros de la CASA se está produciendo con lentitud, pues, por ejemplo, no se espera que sea hasta 2018 cuando el comercio intra-regional libre de aranceles represente entre el 65 por 100 y el 95 por 100 del total (CSN, 2006). Además, para la creación efectiva de una zona de libre comercio sudamericana, será necesario lograr mayores avances en la eliminación de las barreras no arancelarias (CEPAL, 2007).

9. El Área de Libre Comercio de las Américas

La iniciativa de crear el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA) nació en la primera Cumbre de las Américas celebrada en Miami en 1994. El objetivo original consistía en crear una zona de libre comercio en todo el continente (excepto Cuba). Posteriormente, en la Cumbre Extraordinaria de las Américas celebrada en Monterrey, se decidió llevar a cabo una versión menos ambiciosa para 2005, presidiendo el proceso de forma conjunta Brasil y Estados Unidos. Sin embargo, en la Cumbre de ese año, celebrada en Mar del Plata, se puso de manifiesto el fracaso del ALCA.

En realidad, según afirma Vaillant (2007), nunca funcionó adecuadamente el eje fundamental entre Brasil y

Estados Unidos, lo que condicionó el resultado del proceso[3]. La negociación entre EE.UU y Mercosur es compleja, pues de ella se derivan importantes ganancias y pérdidas. Mientras que los primeros demandan un mayor acceso en productos químicos, electrónica, alta tecnología, bienes de capital, servicios y compras gubernamentales, así como limitar el acceso al mercado del acero, papel y celulosa, maderas y muebles, textiles, azúcar y tabaco, la posición del MERCOSUR es exactamente la inversa. En el caso de los países andinos, la situación es distinta, pues desean mantener las condiciones preferenciales de acceso al mercado estadounidense (Vaillant, 2007).

10. Alternativa Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América

La Alternativa Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América (ALBA) constituye una propuesta de integración promovida por la República Bolivariana de Venezuela como contrapartida al ALCA. Nació como un acuerdo entre este país y Cuba en 2004 para desarrollar espacios de integración. Posteriormente, en 2006 se firmó el Tratado de Comercio de los Pueblos (TCP) y ese mismo año se sumó Bolivia a la iniciativa, a la que más tarde también se unirían Nicaragua y Dominica.

El objetivo del ALBA consiste en promover una integración en América Latina basada en los TCP. Éstos son acuerdos de cooperación en temas como energía, sanidad y cultura, cuyos principios generales son la complementariedad, solidaridad, cooperación y el respeto a la soberanía de los pueblos. Se crean, además, fondos para financiar proyectos productivos o de infraestructura.

Pese a todo, el grado de integración comercial real entre los participantes del ALBA es muy bajo. En 2006, las exportaciones de Bolivia al área representaron el 5 por 100 del total de sus ventas exteriores, de las que prácticamente todas se dirigieron a la República Bolivariana de Venezuela. En los casos de este país y Nicaragua, el peso de sus exportaciones al área se situó en el 0,17 por 100 y 0,29 por 100, respectivamente.

11. Conclusiones

A pesar de los numerosos acuerdos firmados y de la existencia de proyectos de gran arraigo, la integración real entre los países de América Latina y el Caribe sigue siendo relativamente reducida. En 2006, el comercio intra-regional sólo fue capaz de absorber el 16 por 100 de las exportaciones totales, dado que la mayor parte de estos países tienen a sus principales socios comerciales en el exterior, con una marcada presencia de EE.UU. No obstante, existen varios factores que deben tenerse en cuenta a la hora de realizar un análisis más profundo y que contribuyen a matizar estos resultados. Por un lado, que pese a estas cifras, el comercio en productos de mayor valor añadido se realiza con mucha más intensidad dentro de la propia región, por lo que ésta puede desempeñar un papel importante como escenario de aprendizaje para aumentar la participación en mercados más desarrollados y lograr así un mayor grado de diversificación. Ello permitiría crear el caldo de cultivo adecuado para reforzar dinámicas innovadoras y estimular la adopción de nuevas tecnologías. Por otro, también conviene señalar que el perfil de los países latinoamericanos en cuanto a sus relaciones comerciales no es uniforme; en determinadas economías, como las de Bolivia, El Salvador o Paraguay, la relevancia del mercado latinoamericano es muy alta.

[3] Véase Lorenzo y Vaillant (2005)

Bibliografía

AGOSÍN, M. R. y RODRÍGUEZ, E. (2006): "Libre comercio en América Central: ¿con quién y para qué? Las implicaciones del Cafta". *INTAL-ITD*, nº 37.

BAUMANN, R.; BUSTILLO, I.; HEIRMAN, J.; MACARIO, C.; MÁTTAR, J.; y PÉREZ, E. (2002): "Los procesos de integración de los países de América Latina y el Caribe 2000-2001: avances, retrocesos y temas pendientes", *SERIE Comercio Internacional*, n. 25. CEPAL.

BOUZAS, R. (2003): "Mechanisms for Compensating the Asymmetrical Effects of Regional Integration And Globalization: Lessons From Latin America And The Caribbean The Case of Mercosur", Documento presentado en el seminario *Confronting the Challenges of Regional Development in Latin America and the Caribbean*, Milan, Italia, http://www.iadb.org/sds/doc/SOCPonenciaBouzasENG.pdf.

CEPAL (2007): *Panorámica de la inserción internacional de América Latina y Caribe*, 2006.

CSN (Comunidad Sudamericana de Naciones) (2006): "Convergencia de los acuerdos de integración económica en Sudamérica", http://www.comunidadandina.org/csn/Documento_Convergencia.pdf.

DURÁN, J. y MALDONADO, R. (2005): "América Latina y el Caribe: La Integración regional en la hora de las definiciones", *Serie Comercio Internacional*, No 62, CEPAL.

DURÁN, J. E. y MASI, F. (2007): *Diagnóstico de las asimetrías en los procesos de integración de América del Sur*, CEPAL.

DURÁN, J. E; DE MIGUEL, C. J. y SCHUSCHNY, A. R. (2007): "Acuerdos de libre comercio entre los países andinos y los Estados Unidos: ¿Cuánto se puede esperar de ellos?", *Serie Comercio Internacional*, 77, CEPAL.

GONZÁLEZ, F. (2005), "Logros y límites de la integración andina", Documento de discusión (DD/07/01), Lima, Centro de Investigación, Universidad del Pacífico.

LORENZO, F. y VAILLANT, M. (2004): "Mercosur and the creation of the Free Trade Area of the Americas", Woodrow Wilson International Center for Scholars", Latin American Program.

MONCAYO, E. (2003): *Geografía económica de la comunidad andina: las regiones activas en el mercado comunitario*, Informe final presentado a la Secretaría General de la Comunidad Andina www.comunidadandina.org/public/libro32.pdf

OPERTTI, D. (2007): "El Estado actual del proceso de integración en el marco de la ALADI", documento presentado en el marco del seminario "Diálogo Político de Alto Nivel: Redes de Acuerdos Comerciales Regionales de los Países en Desarrollo", UNCTAD, Ginebra, marzo.

PINEDA, S. (2005): "Treinta y cinco años de integración andina: un balance de los cambios estructurales", en J. L. Machinea y A. Uthoff (compiladores): *Integración económica y cohesión social: lecciones aprendidas y perspectivas*. CEPAL.

PORTA, F. (2004): "Una nueva racionalidad: la importancia de la coordinación macroeconómica". En *Evaluación del desempeño y aportes para un rediseño del Mercosur. Una perspectiva desde los sectores productivos argentinos.* CEPAL.

VAILLANT, M. (2007): "Convergencias y divergencias en la integración sudamericana". *Serie Comercio Internacional*, 83. CEPAL.

VENABLES, A.J. (2003): "Winners and losers form regional integration agreements", *Economic Journal*, 113, 747-761.

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 de otoño de la Comisión Europea.

2. Perspectivas económicas mundiales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

3. Informe de los Cinco Sabios sobre la economía alemana y mundial.

1. Perspectivas económicas de otoño de la Comisión Europea.

Según la Comisión Europea (CE) la Unión Europea (UE) se ve azotada por la presente crisis financiera, agravada desde el otoño, que afecta a la confianza de empresas y consumidores, y a la economía real. Es necesaria una coordinación europea para sostener la economía, similar a la del sector financiero. La CE ha redactado un cuadro de medidas en los estados miembros para aumentar las inversiones, y mantener el empleo y la demanda.

El crecimiento económico mundial se debilitará hasta un 3,75 por 100 este año y un 2,25 por 100 el que viene a causa de la crisis financiera, la caída de precios de los inmuebles en algunas economías y la pasada subida de precios de los productos básicos (materias primas industriales y alimentos que entran en el comercio internacional). Las economías industriales resultarán más afectadas que las emergentes. La CE no es del todo pesimista: al contrario que el Fondo Monetario Internacional (FMI), que pronostica una recesión de las grandes economías con una caída del 0,3 por 100 en 2010, la CE espera que el crecimiento se recuperará gradualmente en 2010 al estabilizarse los mercados financieros, aumentando la confianza y el comercio internacional.

Hay mucha incertidumbre respecto a quiénes acabarán sufriendo las pérdidas y su cuantía. Las condiciones crediticias se han endurecido notablemente y, a pesar de la reciente recapitalización de muchos bancos, el sector bancario seguirá reduciendo su apalancamiento, frenando así el aumento del crédito.

El producto interior bruto (PIB) bajará en el tercer trimestre de 2008 en la UE y en la Eurozona. Las perspectivas siguen siendo lúgubres y varios países miembros entrarán en recesión o estarán muy cerca de ella. La inversión, factor clave en las pasadas recuperaciones unida a las exportaciones, se está desacelerando rápidamente y en 2010 será una rémora para el crecimiento. La desaceleración se debe a varios factores: unas condiciones crediticias más rigurosas y una menor disponibilidad de crédito, que refleja la necesidad de reducir el apalancamiento en el sector financiero, y una considerable caída en la confianza de los inversores y expectativas de recuperación de la demanda. La inversión en bienes de equipo, que aumentó más del 6 por 100 en 2007, se estima que bajará

alrededor del 3 por 100 en la Eurozona. La pérdida de pulso en la construcción tiene como consecuencia la reducción de los precios excesivos de los inmuebles en varios países de la Eurozona; se prevé, asimismo, que baje un 10 por 100 o más, en España, Irlanda, Dinamarca, Estonia y Lituania, y más del 5 por 100 en Francia y Reino Unido.

El consumo privado, ya más débil en esta fase que en las anteriores, bajó ligeramente en la primera mitad de 2008 reflejando unos menores ingresos reales de las familias debido a la fuerte inflación y una caída rápida en la confianza de los consumidores. A pesar de la recuperación de la renta real de las familias al bajar las tensiones inflacionistas, el consumo privado seguirá poco animado, creciendo en 2008 solo alrededor de 0,25 por 100 en la UE y 0,5 por 100 en la Eurozona. En algunos países miembros más directamente afectados por las crisis financiera y/o inmobiliaria, el consumo privado incluso bajará. Se prevé una recuperación moderada en 2010 hasta un 1 por 100.

Las exportaciones netas (es decir, menos las importaciones) contribuirán al crecimiento del PIB comunitario en un 0,25 por 100 en 2009-2010, aunque se debilitarán rápidamente en más de dos tercios desde 2007 a 2009, al reducirse el comercio mundial. Sin embargo, como la desaceleración de las importaciones será más fuerte, la balanza comercial contribuirá positivamente al crecimiento.

El desempleo aumentará considerablemente en 2009, afectando a muchos sectores de la economía haciendo que el empleo baje alrededor del 0,5 por 100 en la UE y en la Eurozona, aunque se irá recuperando algo en la mayoría de los estados miembros en 2010; subiendo hasta un 8 por 100, aunque con notables diferencias entre los estados miembros. Como consecuencia, las presiones a la subida de los salarios se debilitarán. Las diferencias en el crecimiento de los salarios persistirán, a veces yendo más allá de lo que justificarían las diferencias en el crecimiento de la productividad, lo que hace temer que algunos estados miembros pierdan competitividad.

Este año, la inflación llegará al 3,9 por 100 en la UE (3,5 por 100 en la Eurozona) aumentando un punto y medio desde 2007, pero en 2009 bajará a 2,4 por 100 en la UE (2,2 por 100 en la Eurozona) y seguirá bajando, si bien lentamente, en 2010. Una menor presión sobre los precios de los productos básicos y un crecimiento económico mundial modesto harán que la subida de los salarios se debilite. Al mismo tiempo, la productividad se irá recuperando y las expectativas de inflación, que han bajado notablemente en los últimos meses, no se estima que vayan a subir por ahora.

El déficit por cuenta corriente pasará del 1 por 100 del producto interior bruto (PIB) de la UE en 2008 a alrededor de 0,5 por 100 en 2010, siendo prácticamente inexistente en la Eurozona en ambos años. Habrá notables diferencias entre los déficit de los estados miembros; así, los países bálticos, Bulgaria y Rumania, y Grecia y Chipre tendrán déficit de dos dígitos, mientras que Alemania, Holanda, Luxemburgo y Finlandia lograrán un notable superávit. Aunque unos déficit por cuenta corriente considerables pueden facilitar el acercamiento de la renta per cápita de los países miembros más pobres a los más ricos, el crecimiento de la productividad y el porcentaje de inversión sobre el PIB son relativamente bajos en muchos países miembros con grandes déficit corrientes.

Los diez años de experiencia de la Unión Monetaria Europea (UME) hacen pensar que los desequilibrios entre los países miembros continuarán. Esto puede ser especialmente dañoso en estos momentos, en que varios de los países con fuertes déficit externos, que reflejan en parte una pérdida continuada de competitividad, están sufriendo severos ajustes en sus mercados inmobiliarios.

La presente crisis tendrá un impacto negativo sobre los presupuestos estatales en 2008-2010. Se prevé que el déficit público agregado de la UE subirá de un 0,9 por 100 del PIB en 2007 a un 1,6 por 100 en 2008. En la Eurozona esas cifras serán, respectivamente, 0,6 y 1,3. Un empeoramiento gradual tendrá lugar en 2009 y 2010 si las políticas económicas de los estados miembros no cambian, llegándose a un déficit de 2,6 por 100 en la UE y un 2 por 100 en la Eurozona en 2010. En ésta la ratio deuda publica /PIB subirá más de un punto entre 2007 y 2009 y, en el conjunto de la UE más de dos puntos, esto sin tener en cuenta el impacto negativo sobre los presupuestos de las medidas de ayuda a los bancos que se están tomando para salir de la crisis.

La ratio deuda pública/PIB subirá en 2008-2010 algo menos de un punto en la Eurozona y más de un punto en la UE. La ratio ingresos públicos/PIB bajará alrededor de medio punto en ambas. Un crecimiento más lento de las bases tributarias, mayor peso de la demanda externa y menor de la interna en la composición del crecimiento, continuada caída de los precios de los activos y rebajas de impuestos en algunos países constituyen los factores principales de la menor ratio ingresos públicos/PIB.

Hay peligros importantes de que estos pronósticos no se cumplan por: 1) El panorama macroeconómico mundial, 2) La incertidumbre respecto al impacto de los cambios en la composición del crecimiento y de la caída de precios de los activos sobre los ingresos públicos, y 3) El posible impacto sobre los ingresos públicos de las medi-

das tomadas o por tomar para restaurar la estabilidad financiera. En especial, las recientes operaciones de socorro a los bancos en crisis pueden hacer que la deuda pública suba. Sin embargo, teniendo en cuenta que los gobiernos adquieren acciones de los bancos en crisis y/o les conceden créditos, haciendo así que los activos de los gobiernos suban, estas operaciones no supondrían un aumento de sus pasivos netos. Por otra parte, los pasivos contingentes de los gobiernos (es decir, que pueden surgir en el futuro si, por ejemplo, se utilizan las garantías estatales por los bancos) han aumentado considerablemente a causa de este proceso.

El deterioro previsto de las posiciones presupuestarias en 2008 y 2009 está afectando a la mayoría de los países miembros. Es especialmente fuerte en Irlanda, donde el déficit público será un 5,5 por 100 del PIB en 2008 y casi un 7 por 100 en 2009. En España también tendrá lugar un fuerte deterioro de las cuentas públicas de 5 puntos del PIB, pero es menos peligrosa al partir de una posición de superávit. En 2009, siete estados miembros (Irlanda, Francia, Letonia, Lituania, Hungría, Rumania y Reino Unido) superarán el límite del 3 por 100 fijado por el tratado de Maastricht. El déficit de Hungría bajará a menos del 3,5 por 100 del PIB y el del Reino Unido subirá al 4,25 por 100 en 2008 y a más del 5,5 por 100 en 2009.

Muchos de los peligros identificados por la CE en la pasada primavera no sólo se han materializado, sino que se han agravado dramáticamente, en especial la crisis financiera que ha aumentado y se ha extendido a otros países, acentuando la baja de precios de los inmuebles en varios países. El repunte de la inflación acentúa la desaceleración mundial. A fines de octubre, la situación sigue siendo frágil, con gran incertidumbre y riesgos considerables a la baja.

Es posible que la presente crisis se agrave aún más, se alargue y tenga un impacto en la economía real mayor que el previsto, refuerce la corrección en curso de los mercados inmobiliarios y aumente las tensiones en los balances, haciendo más difícil el desapalancamiento en curso en el sector financiero y que sus efectos negativos sobre la confianza y los precios de los activos, reduzcan el consumo privado. Además, es posible que se produzcan cambios abruptos en las preferencias de riesgo, lo que podría hacer que los países con déficit exteriores y deuda externa considerables [como España] pudiesen encontrar dificultades en asegurar su financiamiento. Incluso un moderado aumento del déficit y/o de la deuda exteriores podría aumentar la prima de riesgo y causar un endurecimiento en la disponibilidad de crédito para las familias y una recesión (en 2009 con caída del 1 por 100 del PIB) en la Eurozona.

Aunque reduciéndose, los desequilibrios globales siguen siendo importantes y podrían provocar cambios perjudiciales en los tipos de cambio de las monedas. Además, no podemos descartar que vayan a tomarse medidas proteccionistas o que produzcan distorsiones en el comercio internacional, causadas por la presente debilidad de la actividad económica en vez de por la subida de precios de los alimentos duraderos, como ocurrió al principio de este año. Por último, aunque las economías emergentes, hasta hace poco más resistentes a la crisis que las industriales, sus perspectivas se han deteriorado, e incluso podrían verse más afectadas por la crisis financiera (y por la considerable desaceleración de las economías industriales) que estas últimas. Esto tendría un notable impacto negativo sobre el crecimiento económico global, ya que la contribución a este de las economías emergentes fue un 70 por 100 en 2007.

El futuro desarrollo de los precios de los productos básicos podría tener efectos negativos y positivos. Al empeorar las perspectivas del crecimiento mundial, los precios de los productos básicos y la inflación total podrían bajar más deprisa que lo esperado, aumentando la renta real disponible de las familias.

El peligro de un aumento de la inflación se ha reducido notablemente desde la pasada primavera. Dejando aparte la posibilidad de que suban los precios de los productos básicos, el peligro de que la inflación provoque aumentos de salarios y, en consecuencia, una mayor inflación (los llamados "efectos de segunda vuelta") se han evitado hasta ahora en gran medida y se harán menos probables al reducirse notablemente las presiones a la subida de los salarios. Las expectativas de inflación han bajado en los últimos meses a los niveles anteriores al comienzo de la crisis financiera el año pasado.

En suma, los peligros que acosan a la economía mundial han aumentado considerablemente, apuntando a una continuada bajada de la actividad. Por otra parte, eso ha reducido las presiones inflacionistas, lo que induce a pensar que el riesgo de repunte de la inflación ha bajado.

2. Perspectivas económicas mundiales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

La mayoría de las economías de la OCDE han entrado, o van a hacerlo, en una recesión de una magnitud no experimentada desde principios de los años setenta. El número de parados en la OCDE podría alcanzar los 8

millones en los dos años próximos. La inflación bajará en todos los países miembros y en algunos, incluso, podría haber deflación, aunque débil.

Las perspectivas han empeorado. Las turbulencias financieras que aparecieron en EE.UU. en agosto de 2007 se han ampliado afectando a instituciones financieras no bancarias y se han extendido rápidamente al resto del mundo. Después del colapso de Lehman Brothers a mediados de septiembre, la falta de confianza generalizada entre las instituciones financieras ha provocado reacciones que se aproximan a una paralización en los mercados financieros globales. Los *spreads* en los mercados de crédito han subido a niveles muy altos, paralizando los mercados monetarios y de crédito. Parece que la acción rápida y conjunta de las autoridades para restaurar la confianza y suministrar liquidez ha conseguido limitar el periodo de pánico, pero las instituciones financieras siguen obligadas a operar con menos apalancamiento y a restaurar sus balances. Ese ajuste llevará tiempo dificultando el flujo de crédito y es el factor decisivo para determinar la actividad futura.

Existe una enorme incertidumbre sobre el futuro, especialmente sobre cuánto tiempo durará la crisis financiera. La OCDE estima que la fase álgida que empezó a mediados de septiembre no durará mucho, pero parece que será seguida de un periodo de escasa actividad que se mantendrá hasta finales de 2009, mejorando luego gradualmente. Si es así, y si los tipos de cambio y los precios del petróleo se mantienen en los niveles actuales, el desarrollo de la economía puede ser el siguiente:

1º) La producción estadounidense disminuirá en la primera mitad de 2009 y luego se irá recuperando gradualmente al debilitarse los efectos de la escasez de crédito, tocar fondo la crisis inmobiliaria y empezar a sentirse el estímulo de una política monetaria menos rigurosa. Sin embargo, probablemente la recuperación será lánguida, porque el consumo estará frenado por las grandes pérdidas de renta de las familias. La inflación bajará notablemente al sentirse los efectos de las recientes caídas de los precios de los productos básicos y a causa de la presión a la baja de los precios debida a la debilitación de la actividad económica.

2º) La actividad económica en la Eurozona también disminuirá en los próximos seis meses debido a unas condiciones financieras más rigurosas, el escaso crecimiento de los ingresos y la caída en el precio de las viviendas y acciones debilitarán la inversión y el consumo. La actividad económica se irá recuperando gradualmente al moderarse las condiciones monetarias y disiparse los efectos de la turbulencia financiera global. La inflación disminuirá notablemente, alcanzando a principios de 2009 un nivel compatible con el objetivo de inflación del Banco Central Europeo. (BCE)

3º) Japón no ha estado en el epicentro de la crisis financiera, pero aún así, después de un breve periodo de crecimiento a principios de 2009, gracias al estímulo fiscal, la producción se estancará en la segunda mitad de ese año, ya que la debilidad económica mundial y la reciente apreciación del yen reducirán la demanda exterior.

4º) Otros países de la OCDE cuyas economías se debilitarán notablemente serán España, Reino Unido, Irlanda, Islandia, Luxemburgo, Hungría y Turquía. Son los más afectados por la crisis financiera, que en algunos de ellos ha puesto de manifiesto su vulnerabilidad, y también los que sufren una fuerte crisis inmobiliaria.

5º) En muchos de los grandes países no miembros de la OCDE la economía está perdiendo impulso, como consecuencia de los efectos de unas condiciones crediticias internacionales más rigurosas, endurecimiento de la política monetaria, pérdida de ingresos debida a la disminución de los precios de los productos básicos y a una demanda más débil procedente de otros países de la OCDE. Sin embargo, la desaceleración parte de unos altos niveles de actividad económica.

La crisis financiera no es el único factor que determina los pronósticos de la OCDE. Otro factor importante es el ajuste a la baja que se está produciendo en los mercados inmobiliarios, y que en muchos países miembros, entre ellos España, dista mucho de haber acabado. Además, sus efectos negativos se añaden a los de la fuerte caída de las cotizaciones bursátiles. Esos factores negativos están siendo compensados parcialmente por un considerable estímulo monetario, que incluye medidas no tradicionales, -como inyecciones de capital en bancos en dificultades en EE.UU-, introducidas recientemente y el aumento de los ingresos reales de las familias debido a la fuerte caída de los precios de los productos básicos.

Es posible que los pronósticos de la OCDE para 2009 resulten demasiado optimistas si pasa más tiempo antes de que se normalicen las condiciones financieras y también si las economías de mercado emergentes se ven más afectadas de lo previsto por un menor comercio mundial y por una percepción del riesgo más negativa por parte de los inversores extranjeros. Por otra parte, también es posible, pero menos probable, que los pronósticos resulten demasiado negativos si el ajuste en los balances de los bancos es más rápido que lo esperado gracias a unas medidas de política económica de los gobiernos más suaves. También es posible que los gobiernos tomen medidas de estímulo más intensas que las previstas en estas perspectivas.

En este contexto de profunda debilidad económica en el que nos encontramos es necesario un estímulo macroeconómico adicional. En situaciones de estabilidad, la política monetaria más que la fiscal es el instrumento apropiado para recuperar la estabilidad económica. La situación actual de turbulencia financiera extrema ha debilitado el mecanismo monetario de transmisión. Además, en algunos países la posibilidad de reducciones adicionales de los tipos de interés es limitada. En estas condiciones extraordinarias, el estímulo fiscal, además del apoyo que dan los estabilizadores automáticos, debe jugar un papel importante.

Los paquetes de medidas de estímulo fiscal, sin embargo, han de ser evaluados individualmente según la situación presupuestaria. Es necesario que cada acción se tome a su tiempo, que sea temporal y que esté diseñada para asegurar la máxima eficacia. A menudo se dice que la inversión en infraestructura es la más apropiada. Aunque aumenta tanto la oferta como la demanda, tarda largo tiempo en completarse y, una vez comenzada es difícil de reducir o interrumpir si la actividad económica se recupera. Es posible que ciertas alternativas como rebajas de impuestos o transferencias a familias con bajos ingresos y con dificultades crediticias sean más eficaces para aumentar la demanda.

Una vez que se aprecien señales de recuperación hay que empezar a reducir el estímulo macroeconómico para evitar que surjan presiones inflacionistas. Al mismo tiempo, con demasiada deuda pública en muchas economías, hay que decretar un cuadro fiscal que asegure la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, especialmente ante las presiones sobre el gasto debidas al envejecimiento de la población.

Aunque parece que los esfuerzos conjuntos para estabilizar los mercados financieros están surtiendo efecto, los gobiernos deben estar dispuestos a modificarlos si resultan poco eficaces. El apoyo debe limitarse a los sectores o empresas de importancia sistémica. Además, el ámbito global de la actual crisis subraya la necesidad de una coordinación internacional para evitar medidas que dañen la competencia o trasladen el problema a otros países. Es igualmente importante que las medidas excepcionales estén diseñadas de modo que permitan su supresión cuando se normalicen las condiciones en los mercados financieros. Los países, actuando de forma individual, pueden encontrar que es difícil, suprimir las medidas excepcionales adoptadas, subrayando así la necesidad de cooperación. Al mismo tiempo, habría que contemplar la conveniencia de medidas para reducir las ventas de inmuebles que no pagan los plazos de sus hipotecas agravando así las condiciones de los mercados financieros.

Hay que reformar la supervisión y regulación de los mercados financieros para hacer el sistema financiero más resistente a *shocks*. Hay que identificar las imperfecciones del mercado que incentivan los riesgos excesivos y/o un apalancamiento excesivo, y corregir los fallos en la regulación actual que han causado la presente crisis financiera global. Esto comprende, entre otras cosas, reforzar y simplificar la supervisión prudencial de los mercados financieros y de capitales, suprimiendo las omisiones e inconsistencias de los sistemas actuales. Exige también aumentar la transparencia de los instrumentos del mercado, de las transacciones y de las reglas sobre incentivos y decisiones de las sociedades. Hay que corregir también la tendencia procíclica de los mercados financieros hasta hacerla anticíclica cuando sea posible.

La reciente reunión del grupo G20 inició un plan de acción y un proceso para encontrar soluciones a los múltiples y difíciles problemas que existen. El plan es muy amplio y llevará mucho tiempo llevarlo a cabo. Es importante, pues, el centrar la atención en el objetivo de reforzar la arquitectura financiera global. Aunque la necesidad de una intervención estatal en los mercados financieros es evidente, dada la importancia sistémica de los mismos, el hacerlos menos competitivos y abiertos sería un error y las presiones para moverse en esa dirección deben evitarse. En realidad, la experiencia del año pasado ha demostrado la importancia de continuar las reformas estructurales que fomenten el crecimiento y refuercen la resistencia de nuestras economías para resistir y absorber mejor eventuales *shocks*. A este respecto, el éxito de las negociaciones de la Ronda Doha contribuiría a apoyar el crecimiento global, aumentar la confianza y demostrar el propósito de los países de mantener los mercados abiertos y competitivos.

En suma, este informe refleja el consenso entre los economistas más importantes según el cual la presente crisis continuará - quizá incluso agravándose – todo el año 2009 y solo empezará a mejorar gradualmente lo más pronto en 2010, y que este pronóstico sufre de un alto grado de incertidumbre.

3. Informe de los Cinco Sabios sobre la economía alemana y mundial

El informe anual que el llamado vulgarmente Comité de los Cinco Sabios debe presentar al Gobierno alemán goza de una bien merecida reputación por su imparcialidad y certeros análisis, especialmente interesentes en la presente crisis. Es, quizás, el más negativo desde la fundación del Comité. Pero dejémosle hablar:

Las turbulencias en el sistema financiero global aparecidas en julio de 2007 se han agravado desde septiembre de 2008. La sorprendente insolvencia de Lehman Brothers ha perjudicado la confianza en la estabilidad de bancos y compañías de seguros, de un modo tan masivo que, sin intervención del Estado, la consiguiente crisis sistémica hubiese causado el derrumbe del sistema financiero global. No sólo el crédito interbancario sino también el concedido a las empresas y familias se hubiese interrumpido con peligro de que los ahorradores decidiesen retirar de golpe sus depósitos. Como los créditos son en general de más larga duración que aquellos, los bancos no pueden hacer frente a una retirada masiva de fondos. Si eso ocurre, la confianza en el sistema bancario se derrumba y la financiación de la economía real se interrumpe.

No hay pues alternativas a un paquete coordinado de medidas amplias, y en parte muy heterodoxas, de bancos centrales y gobiernos. Mediante inyecciones de liquidez y bajadas de tipos de interés los bancos centrales han hecho posible en las últimas semanas que las entidades de crédito hayan podido cumplir sus obligaciones de pago. La tarea de los gobiernos consiste, pues, en encontrar soluciones a los a veces difíciles problemas de solvencia de los bancos, especialmente mediante inyecciones de capital. Gracias a medidas de socorro estatales y a la decisión de los gobiernos de actuar como prestamistas de última instancia se ha conseguido establecer una base estable para los sistemas financieros de las economías nacionales más importantes. Así, se ha eliminado el peligro de derrumbe de los sistemas financieros, aunque desde luego eso no excluye que, en algunos bancos, se vayan a producir situaciones muy difíciles.

Tras un *shock* del sistema financiero tan fuerte como el actual es inevitable que la economía real sufra también, tanto más cuanto tras una fase de expansión muy fuerte y duradera se ha entrado en una fase cíclica de debilidad. A la vista de las fuertes volatilidades de los tipos de cambio, cotizaciones bursátiles y precios de las materias primas, es muy difícil pronosticar sobre el futuro desarrollo económico, aunque se pueden excluir soluciones extremas.

Es decir, no vamos a entrar en una crisis como la de los años treinta. Ahora, al revés que entonces, los bancos centrales del mundo entero pueden reaccionar rápida y masivamente con una bajada coordinada de los tipos de interés, ya que no se ven constreñidos por un patrón oro que no existe. También los gobiernos han aprendido de sus errores pasados. Saben que sería erróneo y peligroso seguir una política fuertemente restrictiva en una fase de debilidad cíclica como la actual.

También es inverosímil una fuerte subida de la inflación, que algunos creen posible a causa de las medidas de apoyo a la economía tomadas por los bancos centrales. Desde luego es cierto que los bancos centrales han puesto a disposición de los bancos mucha liquidez adicional, pero con ello no hacen sino reemplazar los circuitos de liquidez que en tiempos normales, pero no ahora, existen entre los bancos. En realidad, la cantidad de dinero que las familias y empresas mantienen en ellos y que se considera decisiva para determinar la inflación, ha subido menos en los últimos meses que en la fase anterior a la actual crisis financiera.

Auque se puedan excluir escenarios extremistas, no hay que concluir por ello que vaya a ocurrir muy pronto una reanimación de la coyuntura. Muchos países se enfrentan a una fuerte crisis inmobiliaria. Como muestra la experiencia alemana de los años noventa, el exceso de capacidad (demasiados pisos sin vender) solo desaparece lentamente. También frenan la recuperación los problemas del sector bancario. Después de la excesiva aceptación de riesgos en los últimos años, ahora es necesario ser mucho más prudente en la concesión de créditos. Además, muchas entidades no tienen suficientes capitales propios para poder seguir una política más expansiva. Entre los factores restrictivos figuran, en especial, las fuertes pérdidas de patrimonio de las familias americanas. Por culpa de su excesiva propensión a endeudarse, en los últimos años han sido el gran impulso del aumento de la demanda mundial. Eso ha sido el necesario contrapeso a la fuerte creación de activos monetarios en países como Alemania, Rusia, China y Japón, y varios países productores de petróleo. Los tan discutidos desequilibrios globales han hecho que, en el pasado, la economía mundial haya podido desarrollarse dinámicamente a pesar de tan grandes diferencias en el ahorro nacional de los diferentes países. Tras años con una cuota de ahorro de casi cero, y de caídas de precios en inmuebles y acciones, las familias americanas se ven ante la necesidad de ahorrar y, en consecuencia, consumir menos. Con una participación del consumo en el producto interior bruto (PIB) americano de alrededor del 70 por 100 no se puede contar con que la economía americana (como en la fase de debilidad de 2001-2002) vaya a ser de nuevo la locomotora de la economía mundial. Muchos países de Europa meridional y oriental se enfrentan con problemas semejantes a los de EE.UU. Los fuertes déficit de cuenta corriente de esos países reflejan una fuerte y difícilmente sostenible propensión al endeudamiento. En Alemania, hay que contar con un empeoramiento de la economía real causado por unas condiciones exteriores desfavorables, (es decir, menor demanda exterior). En 2008, el PIB alemán sólo crecerá un 1,7 por 100 y en 2009 se estancará, pero gracias a una caída en los precios del petróleo y de los tipos de interés del Banco

Central Europeo (BCE) durante 2009, la economía alemana se irá recuperando paulatinamente.

La crisis financiera global ha reavivado la eterna discusión sobre la aptitud o no del sistema de libre mercado para dirigir la economía. Se habla de nuevo de un capitalismo depredador en el que los beneficios se privatizan y las pérdidas se nacionalizan, y ciertos críticos no sólo cuestionan la conducta de los gerentes de los bancos sino el propio sistema de libre mercado preconizando su sustitución por una intervención del Estado en la economía más intensa e incluso dominante, o al menos una regulación más estricta y una protección de las grandes empresas nacionales frente a la competencia exterior.

Esos críticos olvidan que la intervención reguladora del Estado en los mercados financieros es ya una práctica corriente que se distingue por ser mucho más intensa. En general, las intervenciones del Estado son necesarias cuando se prevén fallos del mercado y el Estado puede regularlo mejor que la competencia. Hay que comparar, pues, el peligro de fracaso de la intervención del Estado con el fracaso de la libre competencia. Los fallos del sistema de mercado pueden tener muchas causas. La causa principal en los mercados financieros son los problemas de información entre los que conceden crédito y los tomadores (información asimétrica), en especial con productos financieros titulizados y estructurados, pero también se dan en otros, como en el de coches de segunda mano. Sin embargo, los fallos de información en otros mercados afectan sólo a ellos mientras que en los mercados financieros son mucho más peligrosos porque en casos extremos la quiebra de una entidad bancaria incluso puede causar el colapso del sistema financiero global.

La crítica de unos supuestos mercados financieros "salvajes" no tiene en cuenta el fondo del problema. Nadie discute la necesidad de una regulación, pero ésta debe ser más inteligente que la actual. No se trata de suprimir todos los riesgos posibles, ya que unas mayores ganancias en los mercados financieros van en general unidas a mayores riesgos, sino evitar una regulación excesiva y el proteccionismo frente al exterior.

La opinión de la mayoría es que los culpables de la crisis financiera son sobre todo las autoridades responsables de la política monetaria, de la vigilancia estatal de los mercados financieros y de las agencias calificadoras de solvencia (*rating*). En EE.UU, una política monetaria expansiva ha permitido la aparición de una burbuja inmobiliaria y las autoridades han animado a conceder hipotecas a personas incapaces de pagar los plazos en un vano intento de extender el acceso a la propiedad del hogar a los menos pudientes. A veces, las peticiones de desregulación se han aceptado con ligereza, por ejemplo con el mínimo de capital propio exigible a los bancos de inversión. En casi todos los países se han ampliado las facultades de los bancos de evaluar y asegurarse contra riesgos, con el consiguiente peligro de valorarlos a la baja haciendo más procíclico el sistema. La supervisión de los bancos, tanto internacional como nacional, ha sido a veces deficiente y sus directivos responsables al olvidar que unas mayores ganancias sólo se consiguen corriendo mayores riesgos.

Ante la gravedad de la crisis, la tarea de la política económica es especialmente difícil. Ante todo hay que evitar una crisis sistémica en los mercados financieros y luego reestructurar las instituciones financieras mundiales para que lo antes posible vuelvan a funcionar estable y rentablemente. Las crisis bancarias de las últimas décadas muestran que eso sólo se consigue si la autoridad estatal concentra sus esfuerzos en ayudar a las instituciones con perspectivas de éxito. Sería un error mantener a cualquier precio al mayor número de bancos posible. A este respecto, en la crisis bancaria sueca de los años noventa se aplicó un paquete de medidas muy exitoso. Por el contrario, la pasividad de las autoridades japonesas retrasó la recuperación de la competitividad internacional de sus bancos.

El gobierno alemán promulgó el 18 de octubre 2008 un plan para salir de la crisis creando un "Fondo de estabilización del mercado financiero", de hasta 480 millardos de euros, para asegurar la estabilidad de los bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y demás instituciones financieras. Además ayudará a las que lo soliciten mediante la recapitalización de sus recursos propios perdidos a causa de la crisis. Por último, les da la facultad de transmitir o asegurar posiciones de riesgo, tales como los créditos hipotecarios titulizados antes del 13 de octubre. Se aprobaron también otras medidas puntuales al efecto. Los Cinco Sabios no están nada satisfechos con el paquete, calificándolo como "una colección de medidas inconexas sin un concepto central", y preconizan, además de las medidas del plan, un estímulo fiscal a la economía de al menos el 0,5 por 100 del PIB, 25 millardos de euros aproximadamente.

El objetivo de las medidas no es evitar pérdidas a los accionistas y gerentes de las sociedades financieras sino asegurar que el sistema financiero pueda desempeñar su función haciendo posible un desarrollo económico estable. Sólo esa función legitima el enorme gasto de recursos públicos y el riesgo moral que suponen los programas de salir de la crisis.

Es demasiado pronto para juzgar la eficacia del plan alemán. Lo esencial es congratularse de que este, en vez de ser un tratamiento caso por caso, se basa en que puede aumentar la confianza de los agentes económicos.

Para que el plan tenga éxito es indispensable que el recién creado Fondo disponga en las próximas semanas y meses de un concepto persuasivo y realizable. Si no es el caso, hay peligro de que, en los necesarios procesos de reestructuración que emprenda, el Fondo juegue un papel meramente pasivo y adquiera fuertes participaciones en el capital de bancos sin un modelo de negocio convincente. Eso podría dañar a largo plazo el funcionamiento del sistema financiero y la dinámica de la economía real. Otro peligro es que el Fondo acabe interviniendo durante largo tiempo en el negocio diario de los bancos. La experiencia de la banca estatal no hace prever nada bueno sobre el resultado de tal intervención. Es decir, el Estado, tras realizar una estabilización y reestructuración exitosas del sistema financiero, debe acabar con ese papel y concentrarse en sus tareas fundamentales.

Al discutir sobre una posible creación de una inspección global de los mercados financieros, en primer lugar, habría que aclarar qué tareas deberían realizarse a nivel supranacional. Una básica sería crear un sistema internacional de aviso de aparición de peligros futuros que no sólo suministrase informaciones macroeconómicas sino también informase sobre los datos microprudenciales de las grandes instituciones financieras. Más tarde, debería asumir funciones más extensas, tales como la evaluación de sistemas nacionales de inspección, la vigilancia de las grandes instituciones financieras internacionales o la gestión de futuras crisis globales. La institución más apropiada para desempeñar esas tareas es el Fondo Monetario Internacional. Además de lo que puede realizarse en el plano internacional, sigue siendo necesario crear estructuras eficientes como, por ejemplo en la Unión Europea.

Resumen de prensa
Comentario de actualidad

Ramon Boixareu

La ya larga crisis financiera y económica que sufre el mundo está resultando, en muchas de sus fases, de difícil seguimiento, por lo que se hace necesario acudir, no sólo a las mejores fuentes de información, sin que basten, frecuentemente, los extractos de prensa que aparecen regularmente en estas páginas, sino versiones *in extenso* de, por lo menos, algunos de los textos seleccionados.

Valga esta explicación para justificar la trascripción a continuación, y bajo el epígrafe de *Comentario de actualidad*, de dos artículos, el primero de Lesley Wroughton y el segundo de Mark Lander, ambos aparecidos el 13 de noviembre en *The International Herald Tribune*, y con seguridad, también en la misma fecha, en *The New York Times*:

Tras la reunión de los líderes mundiales, cuyo objetivo era apuntalar el sistema financiero mundial, uno de los arquitectos originales del mismo ha dicho que el sistema, establecido 64 años atrás, no es el problema.

Jacques Polak, el último superviviente conocido de los delegados que asistieron a los debates de Bretton Woods, en 1944, afirma que es la inadecuada supervisión de los bancos —no el mismo sistema financiero— la causa de la crisis crediticia global.

«La tarea, ahora, no es construir un sistema completamente nuevo, lo cual es políticamente atractivo, pero no es esto lo que recomiendan los médicos», dice Polak, a sus 94 años, que fue a Bretton Woods formando parte de la delegación de Holanda.

Entre los veinte líderes que se reunieron en Washington figuraba el primer ministro británico, Gordon Brown, que, junto a otros líderes europeos, desea llegar a un acuerdo que suponga una reforma del sistema establecido en Bretton Woods. Por su parte, Estados Unidos, en plena transición presidencial, se ha mostrado reticente ante esta idea.

Polak reconoce que los problemas con los que se enfrentan los líderes hoy son muy diferentes de los de 1944, cuando el objetivo era la creación de un nuevo sistema después de la Segunda Guerra Mundial.

Bretton Woods quiso evitar una repetición de la Gran Depresión de los años 1930, creando el Banco Mundial para reconstruir Europa, y el Fondo Monetario Internacional para supervisar un sistema económico basado en tipos de cambios fijos.

Las reuniones de Bretton Woods duraron tres semanas y tuvieron lugar un año antes de que terminara la guerra. En ellas participaron 44 países, en un momento en que el comercio exterior y la cooperación financiera habían cesado casi por completo.

Según Polak, la crisis de hoy requeriría alcanzar un consenso sobre regulaciones a escala mundial y supervisión de los mercados financieros, por una parte y, por otra, debería darse a las economías emergentes un mayor papel en el FMI y Banco Mundial.

La actual conferencia debería distribuir el trabajo sobre esos controles, tan importantes, dice también Polak, hoy residente en Washington. El otro papel es definir el que debe darse a China, Rusia e India.

Polak recuerda perfectamente hasta qué punto los 700 delegados que se reunieron en 1944 en el lujoso hotel

Mount Washington, en New Hampshire, fueron conscientes de la importancia del momento.

«Existió la convicción entre todos nosotros que queríamos crear un nuevo proceso, y todas las delegaciones estaban dispuestas a hacer sacrificios y compromisos en relación con las propuestas que se iban presentando, y esto porque todo el mundo estaba convencido de que debía crearse un nuevo sistema. En pocas palabras: «no se podía fracasar» y así lo entendieron todas las delegaciones».

Hay alguna similitud entre la situación en 1944 y la de hoy, ha dicho el historiador del FMI James Boughton, quien ha hecho observar que reunir veinte líderes mundiales en pocos días significa que la crisis se ha tomado muy en serio.

«Como ocurrió en Bretton Woods, el hecho de que todos los participantes conocían y conocen las consecuencias graves que podían resultar de un fracaso crea una voluntad política susceptible de conducir a importantes acuerdos. Estamos ante una gran oportunidad, que se debe aprovechar para introducir grandes cambios».

El sistema de Bretton Woods, basado, como se dijo, en unos tipos de cambio fijos y en la creación de reservas en oro y dólares de EE.UU., se vino abajo cuando los países industrializados adoptan el sistema de divisas flotantes. A partir de ese momento creció la influencia de los mercados de capitales.

Polak, un veterano economista del FMI, ha insistido en su punto de vista sobre las economías emergentes, que deberían disponer de más poder de voto en el consejo de 24 miembros. Los países de la zona euro deberían consolidar sus ocho votos en uno solo, dando lugar a que se incorporaran nuevos miembros.

Según Polak, «la actitud general de la actual administración norteamericana fue creer que estas cosas se resolverían por si mismas, razón por la cual el gobierno debería mantenerse al margen, cosa que resultó fatal. Estados Unidos fue uno de los pocos países que no quiso una evaluación (*apraisal*) de su sistema bancario».

El Fondo Monetario Internacional no está libre de culpa, por no escuchar todo el asesoramiento que ha obtenido, dice Polak, que sigue yendo a su oficina de la institución cuatro días a la semana.

Se le espera en el Fondo el jueves y el viernes, con ocasión de la asamblea anual del FMI, para homenajearle por su contribución a la investigación económica. Sus aportaciones incluyen el Polak Model, que explica la balanza de pagos de un país en términos monetarios y que contribuyó a la definición de los préstamos del FMI durante más de diez décadas.

En cualquier caso, Polak no espera de la pasada reunión de Washington un interés especial por conocer la perspectiva histórica de la actual crisis financiera.

Mark Landler, en su artículo, (*Challenges rather than solutions, at summit. Thorny questions are left for Obama after G-20 talks*) se expresaba en los siguientes términos:

«Los líderes del Grupo de 20 países regresaron a sus casas el domingo, para proseguir su labor dirigida a la recuperación de sus economías, dejando sin definir la espinosa cuestión de la reforma del sistema financiero de la que deberá hacerse cargo el presidente electo de Estados Unidos, Barack Obama.

Si bien el grupo ofreció el sábado una imagen de fortaleza y unidad, dejó para más adelante cualquier decisión importante.

En cualquier caso, el grupo estableció la fecha de su próxima reunión: el próximo 30 de abril, tres meses después de que Obama haya tomado posesión de su cargo.

La reacción en el mundo después de la reunión varió entre prudentemente dubitativa y discretamente optimista. El periódico francés *Le Monde* sugirió el domingo que los líderes mundiales habían formulado una «declaración de principios», dejando el trabajo difícil para sus ministros de Hacienda.

Para el *Toronto Star,* lo más importante de la reunión fue la decisión de volverse a reunir, «lo que indicaba que el mundo dispone ya de un nuevo órgano: el que habrá de cuidar el buen orden de la economía capitalista internacional».

El primer ministro británico, Gordon Brown, cuyo país presidirá la próxima reunión de los veinte, ha distribuido ya una hoja de ruta, hacia la recuperación, una recuperación que reduciría las miserias de millones de seres de todo el mundo.

«Las acciones que adoptemos —dijo Brown después de la reunión— han de servir, después de que hayamos asegurado el valor de los ahorros, para que la gente esté en condiciones de conservar sus empleos y no deba preocuparse por la seguridad de sus viviendas. Estos son tiempos extraordinarios que requieren medidas extraordinarias».

Algunas dudas permanecen. El mecanismo que haga posible una mayor y más coordinada regulación del sistema bancario ha consumido a las autoridades monetarias durante muchos años, y su mejora no resultará fácil. Dicho esto, lo cierto es que la mayoría de los participantes en la reunión de Washington dejó constancia de que ésta constituyó un primer paso importante hacia una mayor y más amplia coordinación y armonización de los *standards*. […]

La Información Económica en la Prensa Internacional

Sumario

Crisis	77
Otros temas	83

Crisis

Chris Giles y George Parker, en *Financial Times* de 23/10.
Editorial: (*US to host G20 world summit over crisis*)

Las divisas europeas bajaron frente al dólar y al yen ayer, en la medida en que los agentes llegaron a la conclusión de que los países del Viejo Continente procederían a una reducción de los tipos de interés como medida contra la temida recesión.

El euro registró en Londres un mínimo (1,28 dólares) de dos años.

También las bolsas previeron, con sus caídas, la anunciada recesión […].

Atendiendo a los llamamientos de líderes europeos como Gordon Brown y Nicolas Sarkozy, la Casa Blanca anunció que estaba preparando una reunión de los jefes de Estado y de gobierno del grupo G20, reunión prevista para el 15 de noviembre.

En la citada reunión, los líderes de los países del grupo pasarán revista a los progresos que se han estado realizando para contener la crisis financiera e intentarán conseguir un consenso sobre las causa de la misma y, con el fin de evitar su repetición, tratarán de llegar a un acuerdo sobre un conjunto de principios para la reforma de las reglamentaciones y de los regímenes institucionales para el sector financiero a escala mundial.

Se entiende que la reunión del día 15 del próximo mes debería ser la primera de otras, destinadas todas ellas a reformar el sistema financiero internacional a través de una mejor regulación y de una mejor supervisión de todas las operaciones, a fin de evitar que crisis como la presente se repitan.

[…]

Virginie Malingre, en *Le Monde* de 23/10. (*Le gouvernement britannique opte pour unes relance keynésienne*)

En Gran Bretaña, Keynes vuelve, indiscutiblemente. En un momento en que el gobierno anuncia una contracción del PIB del país en el tercer trimestre después de un crecimiento cero en el segundo, y en que el país se dispone a caer en una recesión, Downing Street acude al economista nacido en Cambridge para tranquilizar a los ciudadanos británicos. El primer ministro, Gordon Brown, y su equipo, no cesan de afirmar que el Estado estará donde debe estar para ayudarles a superar esta fase difícil, poniendo en marcha una política expansionista de tipo keynesiano. «Es la buena política», dijo Brown delante de los diputados, hace escasos días.

En una entrevista publicada en el *Sunday Telegraph* del domingo, Alistair Darling había declarado querer «sostener la economía» y «cambiar las prioridades presupuestarias» para ayudar mejor a la energía, a la vivienda y a las pequeñas empresas. En el caso de los dos últimos, el ministro de Hacienda cuenta también con los bancos nacionalizados (Northern Rock, Bradford & Bingley, HBOS, Lloyds TSB y Royal Bank of Scotland) para levar a cabo una política del crédito estimulante para la economía, al mismo nivel que en 2007.

El martes Peter Mandelson, ministro de Comercio, anunció un plan de ayuda de la pequeña y mediana empresa de 350 m. de libras (444 millones de euros). Sobre todo, el Estado se compromete en ese plan a pagar sus facturas a los diez días, frente a los treinta días actuales.

Por lo demás, el Estado se compromete también a construir más viviendas sociales, así como hospitales. Por otra parte, Mandelson confirmó la compra de dos portaviones por un importe de 4 m.m. de libras, que serán objeto de contratos que supondrán el empleo de 10.000 trabajadores.

Otra inversión: los 9'3 m.m. de libras que debían gastarse para los Juegos Olímpicos de Londres de 2012 serán incrementados substancialmente, lo que supondrá la ocupación de otros 5.000 trabajadores.

[…]

Claire Gatonois, en *Le Monde* de 23/10. (*Les perspectives de recession en Europe font plonger l'euro*)

El deterioro de la economía europea, cada día más evidente, hace bajar el euro. El miércoles 22 de octubre, la moneda única se cambió a 1,27 dólares. Es decir, una caída de más del 20 por ciento en relación con su apreciación máxima de 1,60 dólares alcanzada el 15 de julio.

La caída de la moneda europea es en principio una buena noticia para las empresas de la zona euro, severamente penalizadas por la gran subida de la moneda única en los últimos años. Pero el descenso de la divisa europea traduce una realidad bastante inquietante. La crisis financiera venida de Estados Unidos afectó tarde a Europa. Pero hoy, el Viejo Continente parece sufrir más que otras regiones. Ningún país europeo parece haberse librado de la crisis.

Para yugular la recesión, los inversores están cada día más convencidos de que el Banco Central Europeo reducirá pronto el nivel de su tipo de cambio, lo que contribuirá a la debilitación del euro.

Ahora bien, si los operadores venden más masivamente euros y vuelven a comprar dólares es tal vez porque creen dudar de la capacidad de las autoridades europeas de actuar eficazmente contra la crisis.

[…]

Brian Knowlton y Michael M. Grynbaum en *Herald Tribune* de 24/10. (*Greenspan makes rare admission of fallibility*)

Frente a una larga lista de preguntas de los legisladores de Washington. Alan Greenspan, un día considerado el infalible «maestro» de la economía norteamericana, admitió el pasado jue-

ves que se equivocó el confiar en la libertad de mercado financiero sin necesidad de una fuerte intervención de la administración.

Un ferviente adepto de la desregulación durante los 18 años que ocupó el puesto de presidente de la Reserva Federal ha tenido que afrontar una severa crítica últimamente, por haberse resistido a controlar los créditos derivativos, un mercado que funcionó sin limitaciones y cuyos excesos condujeron en parte a la presente crisis financiera.

«He encontrado un fallo en la teoría de la libertad de mercado» dijo Greenspan ante incisivas preguntas por el representante Henry Waxman, el presidente demócrata del Government Oversight Committee de la Cámara de Representantes. «Ignoro cuán significativa o permanente es», añadió Greenspan, «pero he estado muy afectado por esa circunstancia».

En su testimonio, Greenspan rechazó la moción de que él fuera personalmente responsable de lo que llamó «un tsunami crediticio que se presenta una vez cada siglo».

Greenspan defendió el uso de derivativos en general, pero admitió ante Waxman que, él, Greenspan, había estado parcialmente equivocado al no haber intentado regular el mercado por los *swaps* en créditos fallidos.

[…]

Le Monde de 31/10. Editorial: (*Oligarchies*)

Oligarquía: régimen político en el que la soberanía pertenece a un pequeño grupo de personas, a una clase restringida y privilegiada. La palabra ha sido adaptada al gusto presente para definir el capitalismo de cosacos que se ha apoderado del poder en Rusia desde hace algunos años. Pero, en el fondo, los amigos de Vladimir Putin, ¿no se han inspirado en el modelo norteamericano?

La encuesta que publicamos hoy sobre Goldman Sachs invita a pensarlo. En efecto, la encuesta ilumina las relaciones estrechísimas, casi incestuosas, que unen el banco más poderoso del mundo y el poder político de la primera potencia mundial.

Así, el secretario del Tesoro no es otro que el antiguo patrón de Goldman Sachs, Henry Paulson. Sus principales colaboradores, en su mayoría, han salido de «GS», empezando por Noel Kashkari, responsable del gigantesco plan de salvamento de la banca establecido hace un mes para contener la crisis financiera. La lista es larga, desde el presidente del consejo de la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, hasta el del Banco Mundial.

Por supuesto, las relaciones de consanguinidad entre Wall Street y Washington, entre la banca y los centros del poder son tan viejas como el capitalismo norteamericano. Ciertamente, si los viejos de Goldman Sachs son con frecuencia elegidos para ocupar puestos neurálgicos, es, simplemente, como dicen ellos, porque son los mejores monjes–soldados de las finanzas ayer, y del servicio público hoy.

The Economist de 1/11. Editorial: (*The next front is fiscal*)

Las buenas noticias dicen que parece que el mundo ha evitado un catastrófico colapso bancario. El pánico en este terreno va siendo menor.

Las noticias malas señalan que la economía mundial se está debilitando rápidamente. La eventualidad de una larga y grave recesión se hace cada día más patente.

Por consiguiente, la actuación de los gobiernos debe dirigirse a la superación de una débil demanda privada.

El mecanismo adecuado, en estos casos, son los tipos de interés. Pero sería un error confiar en la eficacia de los recortes de éstos. En algunos casos, por otra parte, los tipos ya no pueden bajar más, lo que obliga a pensar en otros instrumentos, como, v.g., una sacudida fiscal. Una disminución de impuestos pone dinero directamente en los bolsillos de los consumidores, estimulando la demanda. Sin embargo, puede ocurrir que el dinero de los consumidores se destine al ahorro o a la compra de importaciones. […]

Sea como fuere, la escala y la compensación de los estímulos variarán según los países. En Estados Unidos, la ayuda federal a los Estados de la Unión puede resultar eficaz. En Europa se puede pensar en una reducción del impuesto sobre el valor añadido, etcétera.

Hasta ahora los gobiernos han luchado valientemente contra la catástrofe financiera. La oscura perspectiva económica significa que los gobiernos han de mostrar la misma decisión ante el terror recesionista, acudiendo, posiblemente, al arma fiscal.

[…]

Le Monde de 2-3/11. Editorial: (*L'euro protecteur*)

La crisis financiera tiene un ganador indiscutible: el euro. Siete años después de ser puesta en circulación, la moneda única ha permitido que los europeos resistieran juntos la tormenta financiera. Sin ella, con toda seguridad, el Viejo Continente se habría visto azotado por las turbulencias de otros tiempos, sin que los distintos países pudieran resistir, uno a uno, los azotes de la crisis. El desastre económico habría conducido a la crisis política. La evidencia se impone: permanecer fuera del euro resulta caro.

Nicolas Sarkozy, al principio de su presidencia, habló «de una Europa que protege», y lo cierto es que el euro lo ha hecho, acudiendo a soluciones comunes.

Todo esto no habría sido posible sin la determinación del presidente del Banco Central Europeo, Jean Claude Trichet. Sobre todo, Trichet se hizo cargo, ya en agosto de 2007, de la magnitud de crisis, y ha vencido todos los obstáculos, con la idea clara de salvar el sistema. Después de la quiebra de Lehman Brothers, Trichet presionó acertadamente a los gobiernos europeos para que intervinieran para evitar la catástrofe financiera. Todavía es posible algún sobresalto, pero Europa no ha estado nunca mejor armada.

Hubert Védrine en *Le Monde* de 6/11: (*La bataille de la régulation*)

Sin llegar a exigir un libro negro de la desregulación, no se debe obligar, en el momento en que va a empezar una difícil batalla a favor de la regulación, la acción y los argumentos de aquellos que, sean los que fueren, desde hace treinta años no han cesado de desreglamentar. Para «liberar el crecimiento», pero también ante la perspectiva de ganancias fabulosas, han dejado transformar impunemente la economía mundial real en un gigantesco casino.

Ahora hace falta volver a dar reglas sanas al capitalismo y a la economía de mercado. Evidentemente, no para asfixiarlos, sino para salvar su capacidad creadora, organizándolos.

Habiendo fracasado la pretendida autorregulación, las nuevas reglas de prudencia y esos mecanismos de control deberán ser impuestos a todos los actores de la actividad bancaria y financiera que han sido irresponsables, así como a todos los organismos, incluidos los de supervisión, que han sido a la vez demasiado numerosos y demasiado complacientes.

[…]

El momento es verdaderamente histórico. No debe desperdiciarse. Reguladores de todos los países, ¡uníos!

Reporteros de *Financial Times*, en *Financial Times* de 9/11: (*Obama urges early economic stimulus*)

Ayer, Barack Obama, utilizó sus primeros comentarios públicos desde que fue elegido para pedir un rápido estímulo para la sufrida clase media norteamericana, diciendo que la ayuda se le debe desde hace mucho tiempo.

En su primera conferencia de prensa, Obama puso también de relieve la importancia de ayudar a la industria automovilística, añadiendo que desea revisar (*review*) los programas de ayudas financieras ofrecidos a los bancos.

Obama, sin embargo, puso de relieve que él no será presidente efectivo hasta el 20 de enero, y que el presidente, por el momento, sigue siendo Bush.

[…]

F. Guerrera y J. Birchall en *Financial Times* de 11/11. (*Casualties increase as crisis spreads*)

La tormenta crediticia azotó Wall Street y Main Street con renovada virulencia ayer, cuando AIG y Fannie Mae dieron cuenta de enormes pérdidas, acompañadas de la suspensión de pagos de un importante banco comercial (*retailer*) y cuando multinacionales muy importantes como Nortel y DHL dieron cuenta de muy substanciales reducciones de sus plantillas.

Las malas noticias, procedentes de los campos financiero y empresarial, subrayaron la expansión de una crisis que tuvo sus primeras víctimas entre la comunidad bancaria y las firmas del sector seguros, pero que se ha ido extendiendo al resto de la economía global.

Todo ello se ha visto acompañado de unas caídas substanciales de las cotizaciones bursátiles, y esto a pesar de un incremento del 10 por ciento de AIG, después de que la firma aseguradora confirmara detalles de otros 150 m.m. de dólares recibidos de la administración en concepto de ayuda al rescate de aquella.

Las noticias sobre esa nueva aportación al salvamento de AIG llegan menos de dos meses después de que la Reserva Federal acudiera con 85 m.m. de dólares a una primera fase de la ayuda a esa firma, para evitar su colapso. Todo ello ensombreció las informaciones según las cuales AIG sufrió pérdidas de hasta 24,5 m.m. en el tercer trimestre.

[…]

Michael Flaherty, en *Herald Tribune* de 14/11: (*Private equity stars foresee lean times ahead*)

Altos directivos de las mayores *private equity firms* han pronosticado un futuro pesimista para Estados Unidos y para todos los países, aunque subrayando que Asia se recuperará antes que el resto del mundo.

Según el cofundador de Carlyle Group David Pubenstein, él espera una recesión para Estados Unidos más larga que la media de todas las anteriores (nueve meses). La cifra de paro, por otro lado, alcanzará un 10 por 100, mucho más elevada, por consiguiente, que la registrada el pasado mes de octubre (6,5 por 100), que fue la más alta de los últimos catorce años. A las dificultades propias de la crisis presente se añaden, en esta ocasión, las limitaciones propias de un cambio de gobierno.

El director ejecutivo de Bain Capital, Paul Edgerley, predijo una recesión profunda en Estados Unidos, «la peor de mi vida». Otros países tienen problemas análogos, o peores. Así, «Gran Bretaña, España e Irlanda podrían pasarlo peor que Estados Unidos ahora».

Según David Bonderman, uno de los fundadores de TPG Capital y una de las principales figuras del sector, una recesión en las circunstancias actuales sería larga y profunda. «El mercado de las viviendas en Norteamérica seguirá bajando.»

[…]

Le Monde de 15/11. Editorial: (*Vive le G20*)

Un presidente norteamericano al fin de su mandato; unos europeos divididos; una discutida lista de los participantes. Nada sería más fácil criticar por adelantado la cumbre que se reúne el sábado 15 de noviembre en Washington para buscar respuestas a la crisis económica y financiera. En realidad, esa reunión no será un nuevo *Bretton Woods*, por la simple razón, sobre todo, que

aquella conferencia mítica de poco antes del fin de la guerra había durado tres semanas y había sido preparado durante más de dos años.

No soñemos. El domingo no nos despertaremos en un mundo idílico, con unas finanzas mundiales sin problemas y al servicio de un crecimiento duradero.

Sin embargo, esta cumbre es una buena noticia, y pone fin a un período de cerca de 40 años durante el cual los Estados Unidos creyeron que el dólar era su moneda y el problema del resto del mundo. También supone el fin de tres decenios durante los cuales un buen número de países occidentales juzgaron que el Estado era el problema y no la solución.

[…]

Financial Times de 17/11. Editorial: (*G20 mark a shift in economic power*)

Nada es tan difícil de determinar como la importancia histórica de los eventos cuando estos están teniendo lugar. Sin embargo, la reunión de los jefes de gobierno del Grupo de 20 en Washington, el pasado fin de semana, parece tan histórico como la crisis que la ha motivado. Incluso puede resultar ser la única brillante luz en la oscuridad que nos envuelve.

Si bien el G20 incorpora países poco representativos, el caso es que incluye a todos los importantes, entre los que figuran los mayores emergentes. El hecho de que ese grupo pudiera reunirse y obligarse a respetar un orden del día, así como a establecer la fecha de una segunda reunión para abril de 2009, muestra en qué medida ha cambiado la balanza del poder económico.

[…]

Si el mundo actúa conjuntamente, puede incluso salir más fuerte de la presente crisis. Si no lo hace, ni siquiera los países de mayor peso podrán hacerse escuchar. La situación es esta: tan simple —y tan brutal— como eso.

[…]

Jon Hilsenrath, en *Wall Street Journal* de 19/11: (*Obama aids say economy in US needs a big boost*)

Lawrence Summers y Robert Rubin, ambos *senior* asesores económicos del presidente electo Barack Obama recomendaron un estímulo fiscal substancial, lo que puede dar a entender que la próxima administración norteamericana procederá agresivamente a la reactivación de la economía del país.

Summers, de quien se habla como próximo secretario del Tesoro, subrayó que la economía se ha deteriorado acentuadamente en los meses recientes, pidiendo un rápido y sostenido estímulo fiscal. «Vamos a necesitar ímpetus para la economía durante los próximos dos o tres años».

Summers no quiso citar cifras de lo que haya de ser el estímulo, pero aludió a estimaciones de Wall Street que éste deberá situarse entre 500 m. m. y 700 m. m. de dólares. Rubin secundó las palabras de Summers.

[…]

Le Monde de 19/11. Editorial: (*Course contre la crise*)

El mundo acaba de atravesar 60 días que han sacudido las finanzas planetarias. Ahora entra en otro período de 60 días de elevados riesgos: los que nos separan de la instalación en la Casa Blanca del nuevo presidente norteamericano, toda vez que la onda de choque de la crisis financiera no esperará la entrada en funciones, y en acción, de Barack Obama para seguir causando serios males.

La carrera contra la crisis no ha hecho más que empezar. Ayer fueron los patronos de las mayores firmas industriales europeas reunidos en Estambul los cuales juzgaron la situación como «extremadamente peligrosa» dirigiéndose a los gobiernos del Viejo Continente pidiendo una acción presupuestaria de urgencia para sostener la demanda. La alarma no es menor en el otro lado del Atlántico: El inmobiliario está por los suelos, y General Motors, Ford y Chrysler, un día las joyas del automóvil norteamericano, se encuentran al borde de la quiebra, mientras Wall Street destruye empleos por docenas de millares.

[…]

Queda lo más delicado: restaurar la confianza de los inversores y de los consumidores, sin el restablecimiento de la cual la recuperación del crecimiento no será más que palabras vanas.

Le Monde de 20/11: (*Et maintenant, la déflation*)

Y ahora, la deflación. He ahí cómo evoluciona la crisis.

Hace apenas tres meses, la inflación era el principal motivo de inquietud en el campo de la economía. Los precios del petróleo alcanzaban niveles astronómicos y los economistas temblaban ante la posibilidad de que los salarios estallaran, situando la inflación en las nubes.

Con la crisis financiera, esos temores desaparecieron, y de algunos fenómenos aparatosos, hoy es la deflación la que amenaza. Se trataría de una fase generalizada y duradera de retroceso de los precios, como la que Japón conoció en el curso de los años 1990, tras el estallido de su burbuja inmobiliaria. La deflación tiene por efecto el de agravar las crisis acentuando la disminución de la actividad.

Según las estadísticas más recientes, los precios de la producción retrocedieron un 2,8 por ciento en octubre en Estados Unidos, un record desde que esa estadística fue creada en 1947.

La caída espectacular, histórica, de los precios agrícolas y energéticos explica el descenso de la inflación.

El fenómeno poco frecuente de la deflación, al revés que el familiar de la inflación, merecerá ser observado atentamente. Científicamente, puede resultar materia de interesante observación. En la realidad diaria de los agentes económicos, en cambio, puede resultar catastrófica.

[…]

Michael Mackenzie, en *Financial Times* de 21/11: (*Fear stalks big economies*)

El temor de una severa recesión se apoderó de los mercados financieros (*gripped financial markets*) ayer, en que cifras desastrosas del desempleo en Estados Unidos se convirtieron en unos tipos de interés a largo plazo en registros record.

Las informaciones procedentes de todas partes del mundo fueron uniformemente pesimistas, dando cuenta del empeoramiento de las exportaciones de Japón, que hacen pensar en la probabilidad de una recesión, y de la sorprendente disminución de los tipos de interés en Suiza en un punto porcentual como respuesta a la crisis.

En China, las autoridades advirtieron que las perspectivas del empleo van siendo cada día más negativas, en la medida en que la crisis mundial está dando lugar al cierre de las fábricas dedicadas preferentemente a la exportación.

En Estados Unidos, los tipos de interés a dos años se situaron por debajo del 1 por ciento, en medio de la convicción de que la Reserva Federal los recortará nuevamente el mes próximo.

«Esto es todo sobre desinflación y deflación», ha dicho un estratega de RBS Greenwich Capital. «Los tipos pueden bajar y permanecer ahí durante largo tiempo.»

Por encima del anuncio por Washington de una caída récord el índice de los precios al consumo, el creciente peligro de una situación deflacionista dio también lugar a una venta generalizada de acciones, y a que el precio del petróleo se situara por debajo de los 50 dólares, en medio de señales de fractura de la OPEC, el cartel de los exportadores de crudo.

Por lo demás, todas las impresiones concuerdan en apreciar que la deflación que se espera será del tipo maligno.

[…]

Jonathan Weisman y otros, en *The Wall Street Journal* de 24/11: (*Obama's stimulus plan to exceed 500 m. m. de dollars*)

El presidente electo Barack Obama está elaborando un nuevo plan para estimular una doliente economía con más de 500 m. m. de gastos federales y recortes fiscales.

Asesores y ayudantes de Obama dijeron ayer domingo que el plan iba a resultar mucho más agresivo que cualquiera de los que se habían previsto durante la campaña presidencial.

Los colaboradores de Obama están trabajando con los líderes democráticos del Congreso con el fin de tener una ley preparada para que pueda ser firmada por el nuevo presidente pocos días después de su toma de posesión, el 20 de enero.

En otras palabras, el estímulo es parte de un intensificado esfuerzo destinado a convencer a los mercados de los deseos firmes de Obama de poner término a la crisis, poniendo así fin al vacío que se ha creado con el relevo presidencial.

Dentro de pocos días, el futuro presidente aparecerá en público para presentar a su equipo económico y para prometer una acción rápida. El mensaje será que «este es un momento extraordinario que exige una actuación extraordinaria»

[…]

Jim Packard y otros en *Financial Times* de 25/11: (*UK acts alone to cut VAT as part of 20 bn. pounds fiscal stimulus package*)

Gran Bretaña dio a conocer ayer un paquete de estímulo fiscal de 20 m. m. de libras destinado a reactivar su renqueante economía, en una operación que verá aumentar la solicitud de préstamos y un incremento de los impuestos en los próximos años.

Alistar Darling, el canciller británico, manifestó que eran necesarias unas medidas excepcionales para hacer frente a una situación difícil y que incluirían un recorte del IVA, que de 17,5 por 100 pasaría a ser del 15 por 100, y esto hasta finales de 2009.

Francia y Alemania descartaron que fueran a seguir el ejemplo del Reino Unido por lo que al IVA se refiere, con lo que pusieron fin a las esperanzas que pudieran existir de un rápido y coordinado esfuerzo fiscal por parte de las principales economías europeas.

Como dijo Sarkozy, «¿debemos utilizar el espacio de maniobra de que disponemos reduciendo precios cuando estos están cayendo?»

Angela Merkel, por su parte, se declaró partidaria de un esfuerzo común, que no debería incluir recortes fiscales, a favor de los cuales se han manifestado no pocos economistas. «La rebaja del IVA puede convenir a otros países, pero no a Alemania y Francia.»

[…]

Roman Kessler, en *The Wall Street Journal* de 25/11: (*German confidence dives as global demand falls*)

La confianza de las empresas ha caído en Alemania notablemente en noviembre, registrando el menor nivel de los últimos dieciséis años, según una muy respetada encuesta, cuya publicación coincide con una estimación del FMI que prevé para 2009 una importante crisis en dicho país.

El índice del IFO ha bajado por sexto mes consecutivo. Alemania vive ya una recesión que muchos economistas creen que durará hasta 2009, por lo que la contracción puede resultar la más duradera desde la Segunda Guerra Mundial.

Según el FMI, el PIB alemán se contraerá un 0,8 por ciento en 2009, para recuperarse un 0,5 por ciento en 2010.

Alemania sufre la menor demanda global para sus coches, su maquinaria y sus servicios de ingeniería. La actividad se contrajo ya en los dos últimos trimestres, y la recesión alemana afecta negativamente al crecimiento de toda Europa.

Greg Farell, en *Financial Times* de 25/11: (*City soars on $30 bn. bail-out*)

Las acciones de Citygroup subieron más de un 60 por 100 al comienzo de la sesión de bolsa, ayer, después de que el gobierno norteamericano decidiera poner 300 m. m. de dólares a disposición del grupo, en una operación que supuso una substancial subida general de la bolsa.

Las acciones de City, que habían bajado a 3,77 dólares el viernes, después de una caída de cinco días que amenazó a la primera institución financiera mundial, reaccionaron un 62 por 100, alcanzando un valor de 6,14 dólares.

El paquete salvador del gobierno, que acabó de negociarse el domingo a medianoche, después de dos días de negociaciones ininterrumpidas, despertó el interés de otros bancos, por si la operación podía significar un trato similar para sus acciones respectivas.

Pero la principal preocupación de Washington fue apuntalar al City, una entidad global que define el término *too big to fail*.

[…]

Jon Hilsenrath, en *Wall Street Journal* de 26/11: (*Fed to pump $800 m. m. into markets*)

Las autoridades norteamericanas se comprometieron a poner a disposición del mercado de créditos una cantidad adicional de 800 m. m. de dólares, esta vez con dinero, en su mayor parte, procedente directamente de la Reserva Federal, un cambio que transforma el banco central en un prestamista de cada rincón del país.

En los próximos meses, la Reserva Federal comprará hasta 600 m. m. de dólares de deuda emitida o respaldada por Fannie Mac, Freddie Mac, Ginny Mae y bancos del Federal Home Loan, entidades, todas ellas, financiadas con hipotecas con estrechas relaciones con el gobierno. Las autoridades esperan que la operación reduzca los tipos de las hipotecas, ayudando así al sector inmobiliario. Por otra parte, la Reserva Federal, con el apoyo del Tesoro, proporcionará hasta 200 m. m. de dólares a los inversores, para que puedan adquirir bonos relacionados con préstamos a estudiantes, préstamos para la compra de automóviles y préstamos a las pequeñas empresas.

[…]

Bertrand Benoit y otros en *Financial Times* de 27/11: (*Merkel hits at US over crisis*)

Angela Merkel, la canciller de Alemania, respondió ayer a sus críticos internacionales acusando a Estados Unidos y otros gobiernos de crear «dinero barato», haciendo de él la pieza central de su gestión económica, plantando así la semilla de otra crisis similar para dentro de cinco años.

«Demasiado dinero barato en Norteamérica condujo a la crisis de hoy» dijo Merkel ante el Parlamento alemán. «Estoy muy preocupada por la posibilidad de que se esté fortaleciendo esa política con medidas adoptadas en otros países, haciendo probable otra crisis parecida a la presente para dentro de poco».

Se han producido llamadas desde fuera de Alemania para que este país acentuara el soporte fiscal, pero Merkel se ha resistido a dedicar dinero público a estimular la demanda, por el temor de que los ingresos extra puedan incrementar la tasa de ahorro alemán, que es ya elevada.

La canciller, por otra parte, defendió el modesto estímulo fiscal de su gobierno —por un importe de 12 m. m. de euros, de dos años de duración— como «una respuesta adecuada y proporcionada, a la medida de la situación».

[…]

The Wall Street Journal, en edición de 27/11: (*EU urges member states to pony up $260 m. m.*)

El brazo ejecutivo de la Unión Europea dio a conocer a los países miembros su decisión de destinar 200 m. m. de euros (260 m. m. de dólares a la reactivación de la tambaleante economía continental)

Sin embargo, la mayor parte de esa cantidad no representaría nuevos gastos, toda vez que incluye estímulos económicos ya anunciados por algunos estados miembros. Los veintisiete países estudiarán el plan en una cumbre que se reunirá en Bruselas los días 11 y 12 de diciembre.

La UE no establece la política fiscal de sus miembros, y sus recomendaciones no obligan.

El peso pesado de la Unión, Alemania, ha hecho subir inmediatamente que no está dispuesta a ofrecer nuevas medidas más allá de los 32 millones que ha anunciado ya, por lo que existen dudas sobre el impacto de aquel anuncio.

El total del paquete supone aproximadamente un 1,5 por 100 del PIB europeo. El PIB de la UE fue de alrededor de 16,9 billones el pasado año.

Los mercados de valores no mostraron reacción positiva alguna ante la iniciativa.

[…]

Otros temas

Le Monde de 27/10. Editorial: (*Un pétrole moins cher*)

La caída del precio del petróleo es una buena noticia. Es un factor favorable a un crecimiento mayor, o menos débil.

Pero si el petróleo es menos caro, es justamente porque los mercados prevén una recesión y, por consiguiente, una reducción del consumo, que permitirá que los *stocks* se reconstituyan. La baja de los precios es un indicador de una tendencia negativa de la coyuntura económica, cosa que es menos reconfortante.

No debe perderse de vista, en cualquier caso, que si el barril baja demasiado, las inversiones del sector se resentirán y disminuirán, por lo que descenderán también los proyectos de exploración y de explotación, como será el caso, v.g., de las arenas bituminosas de Canadá, el petróleo de las profundidades de la costa de Brasil, o las reservas del Ártico. Ahora bien, si se invierte menos hoy se dispondrá de menos petróleo más tarde, incrementándose su precio.

Que nadie se engañe. El destino de la energía fósil es ser más cara y menos abundante.

[…]

Florence Beauge, en *Le Monde* de 6/11: (*La France arrache un accord global sur l'Union pour la Méditerranée*)

Victoria difícil, pero positiva, la que ha conseguido Francia, el martes 4 de noviembre, en Marsella, en el segundo y último día de la conferencia de ministros de asuntos extranjeros sobre el *Processus de Barcelone: Union pour la Méditerranée.* Se ha alcanzado un acuerdo global sobre tres puntos clave: Barcelona será la sede del secretariado de la UPM; la Liga árabe es admitida en el seno de la nueva organización (con un estatuto, sin embargo, bastante vago); e Israel obtiene un puesto de vicesecretario adjunto.

[…]

Alistair MacDonald, en *Wall Street Journal* de 12/11: (*Fall of pound fails to give U. K. exports needed lift*)

Los datos más recientes muestran que la caída de la libra no se ha traducido hasta ahora en un incremento de las exportaciones británicas.

Normalmente, una moneda a la baja favorece a los exportadores, en la medida en que los productos del país afectado resultan más competitivos en el exterior.

Esta vez, la economía del Reino Unido no se ha beneficiado de la depreciación de su divisa como se podía esperar, cosa que puede explicarse por el hecho de que sus exportaciones de bienes y servicios en los últimos tiempos (productos farmacéuticos, música, libros) son menos sensibles a las variaciones de los precios.

Las crisis que sufren, en general, los países tradicionalmente importadores de productos británicos (UE, EEUU), pueden explicar también dicha situación.[…]

The Economist de 15/11. Editorial: (*Redesigning global finance*)

Resulta tentador referirse a la inminente reunión del G20 en Washington como una representación de teatro político. También se ha dicho, en el otro extremo, que dicha reunión hace pensar en un segundo Bretton Woods. Ni aquello ni esto.

Tres razones permiten razonar que la reunión, aunque modesta, puede resultar oportuna y positiva. La primera es que puede marcar el principio de un mejor sistema económico multilateral. La segunda es que el mundo puede adquirir conciencia de cómo gestionar la crisis. El tercero es que el cónclave puede y debe significar una manifestación a favor de la libertad de comercio, en el sentido de que los líderes hicieran méritos y se comprometieran a sacar adelante la Ronda Doha de negociaciones comerciales multilaterales. […]

Objetivos modestos, sí, y ninguno de los asistentes hará méritos como para figurar en los libros de historia del futuro, como lo hicieron, v.g., John Maynard Keynes y Harry Dexter White. Pero la reunión, sin duda, debería significar el inicio de los trabajos de reforma del sistema monetario internacional.

[…]

Le Monde de 22/11. Editorial: (*Pourquoi la baisse du pétrole n'est pas qu'une bonne nouvelle*)

El barril de petróleo, a mediados de julio, se cotizaba a más de 147 dólares, un record histórico. La mayor parte de los especialistas especulaba entonces sobre un barril a 200 dólares. La crisis económica cambió el curso de ese producto. El petróleo, hoy, se vende —y se compra— a 50 dólares, como en enero de 2007. La caída de los mercados financieros, así como la degradación más rápida de lo previsto del empleo en Estados Unidos explican esta baja de las cotizaciones.

Hoy, los expertos especulan sobre un barril a 40 dólares…

Para los países productores, este cambio, es, evidentemente, una mala noticia. Paradójicamente, la Agencia Internacional de la Energía (AIE), que representa a los países consumidores, se muestra también inquieta. Un precio del crudo demasiado bajo va a disuadir a las firmas petrolíferas y a los países productores, frenando las inversiones. Consecuencia: cuando la demanda au-

mentará, la oferta podría ser insuficiente, lo que haría un nuevo incremento de los precios.

A corto plazo, pues, la caída actual de los precios es una magnífica noticia para los consumidores, entre los que se cuentan no pocas industrias. Pero a medio y largo plazo, la situación podría volver a ser preocupante.

Stephen Castle, en *Herald Tribune* de 23/11.
Editorial: (*Sarkozy's Club Med looking for progress*)

Lo que un día describió Nicolas Sarkozy como un «sueño mediterráneo», un plan para unir Europa a sus vecinos del sur, fue apoyado por no menos de 43 países en una reunión en la cumbre celebrada en un espléndido palacio de París el pasado mes de julio.

Cuatro meses después, la Unión para el Mediterráneo se halla en un punto muerto, pendiente de decidir su sede, quien debería acudir a las reuniones y quien debería ocupar los principales cargos.

El lunes, en Marsella, los ministros de exteriores de los veintisiete países de la UE y de sus vecinos mediterráneos (más Jordania y Mauritania) darán comienzo a una serie de reuniones para ver la manera de salir adelante.

Las reuniones resultarán cruciales para valorar la credibilidad de los planes para la cooperación de Europa con sus vecinos del sur, y para el allanamiento de problemas tales como la inmigración y la energía, el medio ambiente y el transporte.

[…]

The Wall Street Journal de 26/11: (*BHP ends Rio Tinto bid, citing a global downturn*)

BHP Billiton, de repente, ha cesado de ir tras su rival, la también minera firma Río Tinto, después de dieciocho meses de tenaz forcejeo para conseguir la adquisición de ésta. La razón ofrecida por BHP ha sido la caída reciente de los precios de las materias primas y el empeoramiento de la economía mundial, que había hecho peligrosa una operación de 60 m. m. de dólares.

Aunque BHP manifestó que podía intentar la adquisición de otras empresas debilitadas por la crisis global, el colapso de la operación Río Tinto podría ser el último clavo del ataúd que constituyó el gran período de fusiones y adquisiciones que fueron los años 2004-2007.

[…]

The Economist de 29-5/11-12: (*Barack Obama economic team*)

Cuando *The Economist* preguntó a economistas universitarios (*academic*) en septiembre qué candidato presidencial reclutaría el mejor equipo económico, la respuesta casi unánime fue: Barack Obama.

Las políticas de Obama puede que no consigan más éxitos en el combate contra la crisis que las de George Bush. Pero todo da a entender que la economía representará un mayor papel en la elaboración de dichas políticas. Sólo uno de los cuatro altos cargos a los que van a sustituir los hombres del nuevo presidente cuentan con un historial académico tan brillante como los elegidos por Obama. Todos figuran entre los mejores de la profesión. Su coeficiente intelectual se sale del marco. Se dice que Henry Kissinger dijo en cierta ocasión de uno de aquellos cuatro, el que tendrá despacho en la misma Casa Blanca como director del National Economic Council, Larry Summers, que deberían tenerlo siempre a su lado todos los presidentes de Estados Unidos.

[…]

Ahora bien, una gran competencia de ideas puede conducir al caos. Por lo demás, los economistas de la administración Obama, obviamente, no serán sólo cuatro. Entre los restantes figurará, con un importante cargo, nada menos que Paul Volcker, ex presidente del consejo de la Reserva Federal, en la que se ganó un reconocido prestigio. ¿Podrían tantos economistas estropear la recuperación?

[…]

Crisis financiera: tiempo de intervenciones y reformas

Santiago Carbó Valverde
*Francisco Rodríguez Fernández**

1. Introducción

La crisis financiera ha venido marcada a finales de 2008 por la velocidad e intensidad con que se han producido los acontecimientos, tanto en el sector financiero, como en las medidas e intervenciones públicas que se han barajado para atajarla, no solo en el ámbito bancario sino también destinadas a la economía real. En este artículo se repasan algunos de los principales acontecimientos recientes que, por su trascendencia, nos permiten extraer algunas importantes lecciones de esta crisis. Asimismo, se analizan las principales medidas que el Gobierno español ha adoptado en el ámbito financiero y se realiza una descripción del escenario probable de reforma de la arquitectura financiera internacional, y de la posición de España y sus entidades financieras en este contexto[1].

Si bien el análisis se centra principalmente en el sector financiero, no podemos olvidar, en cualquier caso, que aunque la raíz del problema esté precisamente en el sistema financiero, otras actividades como, fundamentalmente, la inmobiliaria han sido un catalizador fundamental para llegar a la situación actual y sus efectos se han manifestado con especial intensidad en algunos países y, entre ellos, España.

Los costes de la crisis son tan elevados como, aún imprevisibles, puesto que la mayor parte de los analistas y responsables de política económica coinciden en afirmar que los riesgos no han desaparecido y que las medidas adoptadas hasta el momento no tienen necesariamente que tener un calado más allá del corto plazo. En este sentido, el debate se está trasladando paulatinamente hacia las posibilidades de una reforma significativa de la arquitectura financiera internacional. Mientras esto se produce, existe un cierto consenso en el diagnóstico, la evaluación global de los grandes factores determinantes de esta crisis y podría afirmarse que los problemas que estamos viviendo en la crisis financiera global surgen al olvidar que:

- La innovación financiera no puede hacerse a espaldas del riesgo que conlleva.
- La economía tienen un componente cíclico que determinadas políticas pueden exacerbar. Así, por ejemplo, numerosos analistas consideran que la política monetaria posterior al 11-S ha sido demasiado laxa y ha engordado algunas burbujas financieras e inmobiliarias.
- El crédito no puede crecer indefinidamente.
- La liquidez no siempre es abundante y barata, y algunos países, como España y Estados Unidos, son especialmente dependientes del ahorro externo.

¿En qué punto nos encontramos? ¿En qué medida hemos olvidado estas premisas? Para tratar de contestar a estas cuestiones en el escenario actual, el presente artículo se divide en cuatro apartados siguiendo a esta introducción. En el apartado dos se analizan los principales acontecimientos recientes en la esfera internacional y su relevancia en el devenir de la crisis. Las principales medidas adoptadas por el Gobierno de España, principalmente en lo financiero, se analizan en el apartado tres. El apartado cuatro examina los principales ejes sobre los que gira el

* *Universidad de Granada y FUNCAS*

[1] En este artículo se cubren los principales eventos nacionales e internacionales relativos a la crisis hasta la entrega de este artículo a edición.

análisis de la reforma de la arquitectura financiera internacional y el artículo se cierra en el apartado cinco con un resumen de las principales implicaciones.

2. La crisis financiera global y el sector bancario: una evaluación de urgencia

El análisis desarrollado en este apartado es una "evaluación de urgencia" dado que, como se señaló anteriormente, la velocidad con que se precipitan los acontecimientos en esta crisis financiera va en aumento y es difícil extraer conclusiones definitivas en un entorno en el que existen numerosos frentes abiertos, amenazas aún no controladas y decisiones unilaterales de política económico-financiera con implicaciones globales. Los últimos meses de 2008 se convertirán en páginas importantes de la historia económica contemporánea. Entre todos los acontecimientos, el 15 de septiembre de 2008 marca un punto de inflexión sobre el que convendría reflexionar. En esta fecha, el Gobierno de Estados Unidos decide no intervenir y no rescatar al banco Lehman Brothers, presuponiendo que la caída de Lehman no iba a generar una crisis sistémica y que se sentaría un precedente sobre qué puede y qué no puede hacerse para apoyar a la banca. Esta caída, sin embargo, disipó, no sin consecuencias, las dudas respecto a la conveniencia de rescatar o no a las entidades bancarias en problemas y reveló que en el contexto actual de la crisis la respuesta debe ser siempre un pleno apoyo (incluido el rescate, al menos de aquellas instituciones que suponen un riesgo sistémico), porque las consecuencias de no hacerlo son mucho más duras que los costes de estas intervenciones. Lehman Brothers era el cuarto banco de inversión norteamericano y gestionaba 46.000 millones de dólares en hipotecas. Las consecuencias de su caída no se hicieron esperar y la quiebra de este banco se esparció como un reguero de pólvora por todo el sector bancario internacional. Hasta pocos meses antes de esta quiebra, los productos de inversión de Lehman contaban con la mayor reputación y con un calado significativo en numerosas carteras y productos de inversión de todo el mundo. Desde aquel mismo momento, la perspectiva respecto a los rescates bancarios cambió. Solo un día después, el 16 de septiembre, la aseguradora American International Group (AIG) termina siendo rescatada por el sistema de la Reserva Federal. La propia Reserva Federal y el Tesoro norteamericano propiciaron días después la compra de Merrill Lynch —prácticamente en quiebra— por parte del Bank of America. El 22 de septiembre, de nuevo, la Reserva Federal de Estados Unidos actuó para aprobar la conversión de los dos últimos bancos de inversión independientes que quedaban en Estados Unidos, Goldman Sachs y Morgan Stanley, en bancos comerciales, lo que permitió un mayor control y regulación por parte de las autoridades. En conjunto, todas estas intervenciones marcan lo que constituye, en términos cuantitativos, la mayor quiebra bancaria de la historia de los Estados Unidos. En el mismo mes de septiembre de 2008, los temores en Estados Unidos alcanzaron incluso a los fondos del mercado monetario. Se observó con preocupación que algunos de los valores de estos fondos —considerados los más seguros— habían rebasado, a la baja, el límite psicológico de un dólar de valor por título, lo que en la terminología anglosajona se denomina "break the bucket".

Ante la gravedad de la situación, el Tesoro norteamericano presenta, en colaboración con la Reserva Federal, un plan de rescate que pretendía inyectar hasta 700.000 millones de dólares a cargo de los contribuyentes, para la compra a los bancos de activos financieros inmobiliarios contaminados por las hipotecas basura, y poder mantenerlos fuera de sus cuentas hasta que la economía se recuperara, siendo la mayor intervención de la historia económica del país. Tras varios intentos y no pocas reticencias, el plan de rescate es aprobado finalmente el 3 de octubre con la novedad respecto a la propuesta inicial de incrementar los límites de los depósitos bancarios garantizados por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC) que pasaron de 100.000 a 250.000 dólares asegurados a los depositantes si un banco quiebra.

Sin embargo, incluso tras el plan de rescate las bolsas de todo el mundo continuaron su tendencia fundamentalmente bajista. Tras varias caídas históricas en las bolsas, se hace público que la segunda hipotecaria alemana (Hypo Real Bank) es intervenida por el Estado para evitar su posible quiebra. Desde ese momento, gran parte del protagonismo de las intervenciones es asumido desde Europa. Con el fin de evitar el pánico bancario, numerosos gobiernos europeos, como Irlanda, Portugal o Alemania, se disponen a seguir unilateralmente algunas iniciativas similares a las del plan de rescate norteamericano para garantizar sin límites los depósitos bancarios o, al menos, elevar los fondos de garantía de forma significativa. En el caso de Islandia, especialmente grave, se procede a una nacionalización de facto de toda la banca privada. Ante la sucesión de medidas unilaterales y teniendo en cuenta los desequilibrios y posibilidades de arbitraje financiero que estas asimetrías y falta de coordinación podrían producir, el 8 de octubre el ECOFIN acuerda ampliar el límite por individuo y entidad de los fondos de garantía de depósitos de los países miembros, al menos hasta los 50.000 euros. Algunos países, como Alemania, Dinamarca y Suecia fueron más lejos, uniéndose a Irlanda y Portugal y garantizando el 100 por 100 de los depósitos. El Gobierno español deci-

dió aumentar la garantía individual y por entidad a 100.000 euros. Ese mismo día, los principales bancos centrales (entre ellos la Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Canadá, Banco de Inglaterra, Banco de Suecia y Banco de Suiza) acordaron bajar sus tipos de interés de referencia en medio punto porcentual. Para muchos analistas, la reacción de estas autoridades monetarias llegó tarde, cuando la crisis mostraba su cara más dura. El 9 y 10 de octubre las bolsas europeas seguían presas del pánico —tras el derrumbe de Wall Street y los mercados asiáticos— y registraron caídas de entre el 6 por 100 y el 10 por 100. Ante la gravedad de la situación, el 12 de octubre, los jefes de Estado y de Gobierno de los 15 países que forman la zona euro, reunidos en París, deciden lanzar un plan de refinanciación para proteger a todo el sistema bancario mediante medidas específicas para el apoyo nacional a los institutos financieros. El plan contempla garantizar los préstamos interbancarios durante un periodo de tiempo limitado e incluso el recurso a la recapitalización de las entidades con graves problemas.

Desde entonces, se suceden varios acontecimientos de gran relevancia entre los que cabe destacar las medidas adoptadas por los gobiernos nacionales —que en el caso español se analizan de forma independiente en el apartado tres de este artículo—, las elecciones presidenciales norteamericanas, la primera reunión del G-20 en Washington para iniciar el plan de reforma de la arquitectura financiera internacional y el rescate de Citigroup en Estados Unidos. Estos acontecimientos, junto con algunos de los anteriores, se recogen en el gráfico 1 en relación al cambio observado en la evolución diaria del índice bursátil IBEX-35 como diferencia en la cotización de cierre respecto al día anterior. De este modo, se puede observar que no pocas de estas medidas y acontecimientos han sido recibidos, a corto plazo, con cierta tibieza en los mercados de valores, que parecen estar más dominados por la incertidumbre aún presente y, por lo tanto, por los movimientos especulativos derivados de las llamadas "posiciones cortas". La elección de Barack Obama el 4 de noviembre como futuro presidente de Estados Unidos, por ejemplo, estuvo seguida por una caída importante en las bolsas el día siguiente a la elección. Nada que ver, por ejemplo, con la positiva acogida que los mercados dieron a medidas más concretas como la elección del equipo económico del nuevo Gobierno estadounidense, entre los que se contaba con reputados expertos que ya se encontraban lidiando con la crisis desde sus respectivas responsabilidades anteriores y sobre los que a la postre habrá de recaer el diseño del esperado segundo plan de ayuda a la economía norteamericana.

Tras las elecciones presidenciales norteamericanas, los días 14 y 15 de noviembre se produce la primera cumbre internacional del G-20 para marcar los grandes objetivos y el calendario hacia una reforma financiera internacional, con la participación de España. En la cumbre se aprobaron acuerdos generales globales para continuar los esfuerzos tanto en el ámbito nacional, como el internacional, apoyar los mercados financieros y usar medidas fiscales para estimular de forma rápida la demanda interna y reforzar el papel del Fondo Monetario Internacional. Asimismo, se llegó a compromisos generales para fortalecer la transparencia y la responsabilidad en los mercados financieros y mejorar la regulación con mayor vigilancia sobre las agencias de crédito, con el desarrollo de un código de conducta internacional. En general, puede afirmarse que ante la falta de concreción, tampoco esta cumbre consigue marcar un cambio de orientación en la errática tendencia de los mercados bursátiles o, lo que es lo mismo, en el restablecimiento de la confianza, pero al menos marca un calendario de actuación en el que los países europeos contarán con un marcado protagonismo.

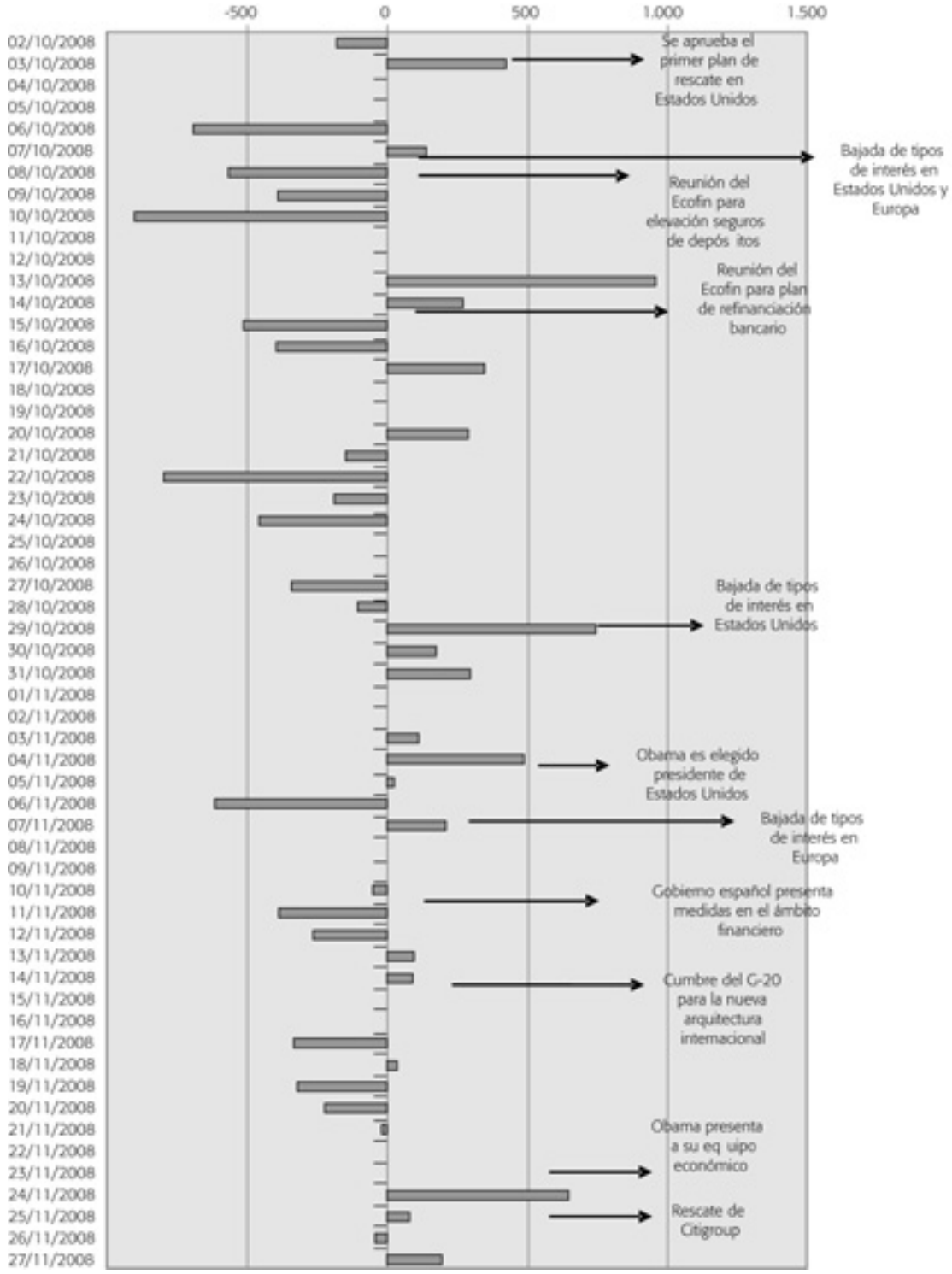
Asimismo, entre los acontecimientos más recientes —y, por su concreción y relevancia entre los que mejor acogida han tenido en los mercados— destaca al rescate de Citigroup en Estados Unidos, el 24 de noviembre. Se trata del segundo banco de EEUU por activos. La operación sobre Citigroup se materializará en dos partes y supondrá una movilización de recursos públicos que, como máximo, ascenderá a 326.000 millones de dólares. Este importe se repartirá entre garantías que el Gobierno concederá para respaldar activos de baja calidad de la entidad (por 306.000 millones) e inyecciones de capital por 20.000 millones. Los activos garantizados por el Tesoro serán préstamos y deuda respaldada por hipotecas residenciales y comerciales, principalmente. Estos títulos permanecerán dentro del balance de Citigroup. Este rescate, de proporciones tan significativas, supone la definitiva confirmación de la necesidad de no dejar caer a las entidades financieras en este contexto de crisis, como condición necesaria para gestionar los riesgos y reducir la incertidumbre.

Con el conjunto de acontecimientos analizado, puede afirmarse que se ha pasado por diferentes fases desde la crisis *subprime* en agosto de 2007 hasta los planes de rescate e intervención generalizados en 2008, llegando a un escenario de recesión en muchos economías avanzadas, con fenómenos tan temidos como ya palpables de racionamiento de crédito y de *negative* equity (tenencia de activos, fundamentalmente inmobiliarios, cuyo valor es menor que la deuda, principalmente hipotecas, que financia esos activos). La evolución por los distintos escenarios de crisis se muestra en el Diagrama 1, donde podría decirse que la economía mundial se ha adentrado dentro del tercer nivel señalado en este diagrama. En este sentido, nos encontramos en un momento crítico, en un cruce de

Gráfico 1

EVOLUCIÓN DIARIA BURSÁTIL (DIFERENCIA IBEX-35 RESPECTO A DÍA PRECEDENTE) Y ACONTECIMIENTOS Y MEDIDAS INTERNACIONALES ANTE LA CRISIS FINANCIERA

El gráfico muestra la ganancia o pérdida en puntos del IBEX-35



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME) y elaboración propia.

Diagrama 1

LAS FASES DE UNA CRISIS FINANCIERA GLOBAL. SITUACIONES REALES Y POTENCIALES

Fuente: elaboración de los autores.

caminos en el que hay que elegir nuevas actuaciones y, sobre todo, reformas. Las tensiones financieras no han desaparecido y los efectos sobre la economía real se están dejando sentir con crudeza —en particular, en la destrucción de empleo— y es muy probable que se sientan con mayor intensidad en 2009.

3. Las medidas del Gobierno español ante la crisis financiera

Las principales medidas adoptadas por el Gobierno español ante la crisis en el ámbito financiero surgen, en parte, de las acciones coordinadas anteriormente señaladas en el ámbito del ECOFIN el 8 y 12 de octubre de 2008, si bien cuentan con sus propias peculiaridades. Estas medidas se han hecho efectivas a través de tres reales decretos:

— REAL DECRETO 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se *fijan los importes garantizados del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito*. Con esta medida, España, en primer lugar, asume la propuesta de la Comisión Europea de llevar a cabo urgentemente una iniciativa adecuada para promover la convergencia de los sistemas de garantía de depósitos y elevar su umbral mínimo de cobertura hasta 50.000 euros. Sin embargo, el Gobierno español, en atención a las referidas recomendaciones, decidió fortalecer el sistema español de garantía de depósitos y de inversiones, elevando la protección a 100.000 euros por titular y entidad. Con esta medida se pretende mantener e incrementar la confianza de los depositantes e inversores en un entorno en el que las decisiones unilaterales podrían haber producido importantes desequilibrios.

— REAL DECRETO-LEY 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el *Fondo para la Adquisición de Activos Financieros*. En este Decreto-Ley, aun cuando se parte de la

consideración de que las entidades de crédito españolas cuentan con "una posición sólida, gracias a su elevada solvencia, su amplia base de depósitos y la supervisión del Banco de España" se establece la necesidad de que, al menos con carácter preventivo y para evitar restricciones en el acceso a la financiación, se cree un Fondo adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda a través de la Secretaría de Estado de Economía, con cargo al Tesoro, que contará con una aportación inicial de 30.000 millones de euros ampliables hasta 50.000 millones de euros. Este Fondo adquirirá de las entidades financieras, con carácter voluntario por parte de las mismas y con criterios de mercado, activos españoles de máxima calidad. Para garantizar que, a través de ellas, y con un horizonte temporal suficiente, la financiación llegue a empresas y ciudadanos, el Fondo primará la adquisición de activos respaldados por nuevo crédito, entendiendo como tal el otorgado con posterioridad al 7 de octubre de 2008.

Para la realización de sus operaciones, se prevé que el Fondo recurrirá a procedimientos competitivos para la selección de activos y realizará adquisiciones de acuerdo con los mecanismos habituales en los mercados financieros. Con el objeto de fomentar la financiación a empresas y particulares residentes en España, se prevé que el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros invertirá en instrumentos financieros emitidos por entidades de crédito y Fondos de Titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras. Se prevé además, que el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros podrá realizar cuantas actuaciones instrumentales sean necesarias para el cumplimiento de sus funciones, pudiendo ostentar la condición de miembro de cualquier mercado o sistema multilateral de negociación.

— REAL DECRETO-LEY 7/2008, de 13 de octubre, de *Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro*. Este Decreto-Ley responde a los compromisos asumidos por España en el ECOFIN que incluyen la actuación coordinada con el Banco Central Europeo para "asegurar condiciones de liquidez apropiadas para el funcionamiento de las instituciones financieras; facilitar acceso a financiación por parte de las instituciones financieras; establecer mecanismos que permitan, en su caso, proveer recursos de capital adicional a las entidades financieras que aseguren el funcionamiento de la economía; asegurar que la normativa contable es suficientemente flexible para tomar en consideración las excepcionales circunstancias actuales de los mercados; y reforzar y mejorar los mecanismos de coordinación entre los países europeos."

Para hacer este compromiso efectivo se prevé que todos los gobiernos europeos, hasta el 31 de diciembre de 2009, proporcionen, directa o indirectamente y en condiciones de mercado, avales, seguros o instrumentos similares que permitan garantizar las nuevas emisiones de deuda bancaria a medio plazo. Además, los gobiernos se han comprometido a garantizar la liquidez de las instituciones financieras, a reforzar su estructura de capital allí donde sea necesario y a facilitar la financiación del sistema financiero en el medio plazo. En este sentido, este Decreto-Ley autoriza el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España. Para ello, se establece que durante el año 2008 se podrán conceder avales hasta un importe máximo de 100.000 millones de euros. Se entiende por operaciones de financiación las emisiones de pagarés, bonos y obligaciones admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales españoles. El aval se podrá extender, en su caso, a otros instrumentos bancarios, tales como los depósitos interbancarios, en el marco de un esquema concertado y coordinado entre los gobiernos de la zona euro. El plazo máximo de vencimiento de las operaciones a que se refiere el apartado anterior será de cinco años. El plazo de otorgamiento de avales finalizará el 31 de diciembre de 2009. Asimismo, es importante señalar que los títulos que adquiera el Estado no estarán sometidos a las limitaciones establecidas para la computabilidad de los recursos propios.

Si bien aún es pronto para conocer la incidencia de las diferentes medidas adoptadas en estos reales decretos, sí pueden establecerse algunas consideraciones generales. En primer lugar, se trata de medidas, por lo general, de carácter preventivo —dado que en España no se han vivido, de momento, episodios de quiebra bancaria como los ocurridos en otros países europeos durante esta crisis— y que deben dotar de cierta estabilidad al sistema. En segundo lugar, puede afirmarse que con estas medidas se está sustituyendo de forma efectiva y temporal a los mercados de liquidez, en tanto en cuanto se restablece la confianza. En este punto, y en lo que a la subastas de liquidez se refiere, aun cuando las entidades no acudieron masivamente a la subasta del 20 de noviembre, éstas son necesarias precisamente porque sustituyen al mercado. La no concurrencia a las mismas solo significa que, incluso con liquidez, el riesgo de crédito sigue siendo elevado y que la predisposición de las entidades financieras a prestar sigue siendo, ante tales riesgos, limitada. En tercer lugar, las operaciones de emisión de deuda y recapitalización habrán de concretarse aún más para evitar confusiones respecto a su uso y su incidencia, sobre todo en la medida en que puedan ser (en algunos casos erróneamente) interpretadas como rescates implícitos.

Junto con las actuaciones puramente en materia financiera, cabe citar algunas de las medidas que el Gobierno español está arbitrando con una orientación más hacia la

economía real, como la inversión de 11.000 millones de euros en sectores económicos estratégicos y en realización de obras a través de los ayuntamientos. Para esta última medida se creará un Fondo de inversión municipal, dotado con 8.000 millones de euros, para la "realización de actuaciones urgentes en materia de inversiones especialmente generadoras de empleo". Del mismo modo, el Gobierno ha aprobado medidas urgentes para las familias hipotecadas con dificultades y para favorecer la creación de empleo. En particular, se facilita una moratoria temporal parcial en el pago de las cuotas hipotecarias a los desempleados, a los autónomos con bajos ingresos y a quienes cobran pensión de viudedad. Por último, destacan los 29.000 millones de euros orientados a la financiación de las PYME, de los cuales 19.000 millones podrán destinarse a circulante y 10.000 se sumarán a la línea del Instituto de Crédito Oficial-PYME.

4. Hacia una nueva arquitectura financiera: los pilares de la red de seguridad bancaria como referencia

Como se señaló anteriormente, la cumbre del G-20 en Washington el 14 y 15 de noviembre de 2008 marcó el calendario para la reforma de la regulación financiera mundial. Aún cuando en esta primera cita no se realizaran avances prácticos significativos, para España resulta de suma importancia el poder haber acudido a esta cita finalmente por, al menos, tres razones. En primer lugar, por propia necesidad, dada su representatividad en la economía mundial. En segundo lugar, porque la regulación financiera española y la solvencia de sus entidades bancarias ha sido frecuentemente citada como una referencia desde todas las instancias internacionales ante esta crisis. En tercer lugar, porque se han sentado las bases para una presencia permanente de España en el G-20 y en otros grupos de representación internacional.

En cualquier caso, ¿en qué consistirá esta nueva arquitectura financiera internacional? Aun cuando no pueda definirse de forma exhaustiva, existe un cierto consenso respecto a algunas premisas sobre las que se asentará la nueva regulación financiera:

— En general, aumentarán las exigencias de recursos propios a las entidades bancarias, si bien debe definirse bajo qué principios y con qué criterios, sobre todo para servir de contrapunto al componente cíclico de la economía.

— Es precisa una regulación específica y exigente de los vehículos estructurados de inversión.

— La supervisión internacional debe realizarse en base consolidada.

— Es necesaria una reorientación del Acuerdo de Basilea II sobre adecuación de recursos propios para reconsiderar las operaciones fuera de balance.

Entre los principales elementos que se debaten, destacan cómo articular los nuevos (y más exigentes) requisitos de capital a las entidades financieras. Una de las alternativas es precisamente seguir el modelo español de las provisiones anticíclicas, mediante las cuales las entidades bancarias, al margen de sus provisiones específicas, deben dotar provisiones adicionales durante las fases alcistas del ciclo para, de este modo, atenuar las pérdidas asociadas al crecimiento de los impagos durante la recesión económica. Con este modelo, el Banco de España se ha convertido en una referencia internacional y son muchos los países, entre ellos el Reino Unido, que cuentan ya con iniciativas para adoptar este tipo de medidas en un futuro cercano. Junto a esta alternativa, existe otra, no necesariamente excluyente respecto a la primera, que es crear los llamados "seguros de capital". Las redes de seguridad bancarias en todo el mundo cuentan con dos componentes fundamentales, la regulación de solvencia y los seguros o fondos de garantía de depósitos. Los seguros de capital son primas que habrían de pagar las entidades financieras para su aplicación durante épocas de estrés financiero o crisis financiera. Estas primas pueden ser gestionadas por cualquier tipo de fondo privado o público y se aplicarían de forma cíclica, exigiendo más cuando los riesgos aumentan. De este modo, aunque se ejerce mayor presión sobre las entidades en épocas de dificultad, se relajan las exigencias (probablemente menos necesarias) en épocas de expansión, lo que les permite una mayor flexibilidad para distribuir sus recursos a lo largo del ciclo.

Sea cual sea la alternativa regulatoria, o la combinación de alternativas, la regulación bancaria que viene incluirá una valoración de las entidades a partir de su contribución y aportación a las redes de seguridad. En particular, las entidades financieras tendrán que ser valoradas, en alguna medida, a partir de su contribución a los seguros de depósitos y a los seguros de capital. Las entidades bancarias españolas parten con ligera ventaja en este escenario dado que cuentan con uno de los sistemas más consolidados de garantía de depósitos y con una regulación y una disciplina de solvencia de gran reputación. En este sentido, en un nuevo entorno financiero en el que la deuda y el capital bancario se verán sometidos a un escrutinio regulatorio más exigente, los títulos emitidos por las entidades bancarias españolas deberían contarse entre los más demandados o, al menos, entre los más seguros.

5. Conclusiones y perspectivas para el sector bancario español

En este artículo se han analizado, por su relevancia, algunos de los principales acontecimientos que han marcado el devenir de la crisis financiera a finales de 2008. Entre estos eventos, se ha mostrado que acciones como los rescates bancarios o las medidas concretas de actuación sobre el sector financiero o sobre la economía real son los que mayor calado y mejor acogida tienen en los mercados. En este punto, es aún pronto para determinar en qué medida las actuaciones que ha emprendido el Gobierno español en materia financiera puedan tener una incidencia significativa sobre la estabilidad financiera y la recuperación económica. Lo que sí parece conferir una ventaja a España es el carácter preventivo que tienen estas medidas en un entorno en el que, aunque las dificultades sean generalizadas en todo el sector bancario europeo, las entidades financieras españolas no parecen haber acusado, al menos hasta ahora, en la misma medida que otras instituciones europeas los envites de la crisis. En todo caso, habría que esperar al menos hasta 2009 para conocer el alcance definitivo de los efectos de la crisis de la actividad inmobiliaria, donde el sistema bancario español tiene una elevada exposición. Asimismo, este conjunto de medidas ha permitido establecer los mecanismos suficientes para generar "mercados artificiales de liquidez", que suplan temporalmente a los mercados interbancarios y de bonos hasta que pueda restablecerse la confianza. Los ajustes, previsiblemente a la baja, en los tipos de interés pueden hacer que alternativas como las subastas de liquidez o los avales puedan tener aún una mayor incidencia en los próximos meses.

En cuanto a la nueva arquitectura financiera internacional, en este artículo se muestran algunas alternativas que se barajan para hacer efectivo un esperado aumento de las exigencias de solvencia. Sea cual sea la configuración del futuro modelo bancario —que difícilmente podrá tener tasas de crecimiento y asunción de riesgos como en la última década—, se requiere una regulación prudencial que, sin estrangular la innovación financiera, evite situaciones como la actual. En la supervisión macroprudencial, las medidas preventivas y las reglas deben incorporar, junto con la inflación, otras variables como la estabilidad del mercado inmobiliario, la deuda de los hogares y la liquidez en los mercados bancarios. Asimismo, la regulación debe ir acompañada de una contabilidad más exhaustiva que afecte a los productos tanto dentro como fuera de balance para aproximar el *fair-value*. Finalmente, debe recordarse que junto a estos aspectos estructurales, existen otros debates abiertos respecto a aspectos prácticos, como las exigencias relativas a la protección del inversor y, en general, del cliente bancario o la utilidad misma de los tipos de referencia empleados en las operaciones hipotecarias, los "ibor" (ej. Euribor) en entornos como el actual en los que los mercados interbancarios se encuentran estancados y sus tipos no resultan siempre representativos.

La crisis bursátil de 2008

*Pablo Fernández**

1. El IBEX 35 y el IGBM

La figura 1 muestra la evolución del IBEX 35 que pasó de 3.000 puntos el 31 de diciembre de 1989 a 15.182,3 puntos en diciembre de 2007 y a 7.905 puntos el 28 de octubre de 2008. El máximo fue 15.945,7 (8 de noviembre de 2007). También muestra la evolución del IBEX 35 con la del IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid), que pasó de 296,8 por 100 el 31 de diciembre de 1989 a 848,4 por 100 el 28 de octubre de 2008. El máximo fue 1.724,95 por 100 (8 de noviembre de 2007).

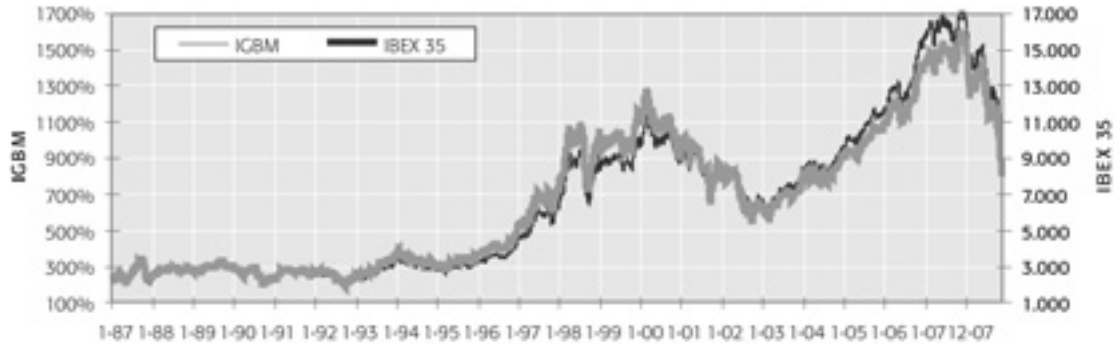
La figura 2 muestra la evolución del IBEX 35 y la magnitud de sus descensos (su valor con respecto al máximo histórico). El mayor descenso del IBEX 35 (**58 por 100**) se produjo entre el 6 de marzo de 2000 (12.816,8 puntos) y el 1 de octubre de 2002 (5.368,6 puntos). El descenso entre el 8 de noviembre de 2007 y el 28 de octubre de 2008 (de 15.945,7 a 7.905 puntos) supuso un **50,4 por 100.**

La figura 3 compara la evolución del IBEX 35 con la de los tipos de interés a diez años. Permite comprobar que ascensos sustanciales de los tipos de interés (en 1992 y 1994) provocaron descensos sustanciales del IBEX (del 32 por 100 y del 28 por 100) y que descensos sustancia-

Figura 1

EVOLUCIÓN DEL IBEX 35 Y DEL IGBM

Datos diarios.



Fuente de los datos: Sociedad de Bolsas y Bolsa de Madrid.

* Profesor del IESE.

Figura 2

IBEX 35 RESPECTO A SU MÁXIMO HISTÓRICO Y EVOLUCIÓN DEL IBEX 35

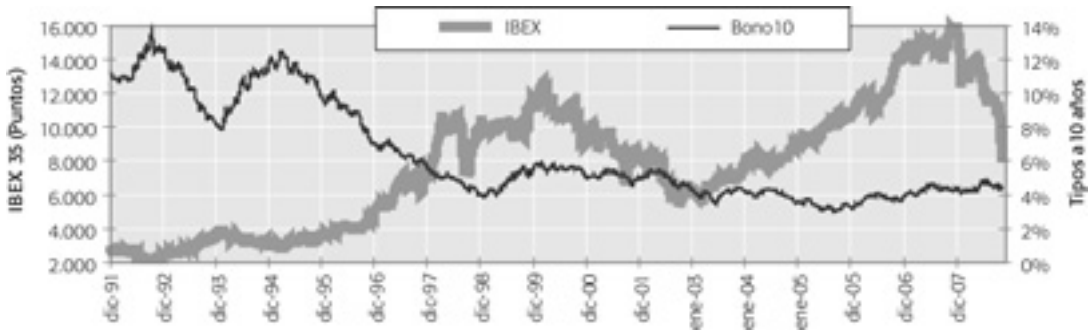
Datos diarios.

Fuente de los datos: Sociedad de Bolsas y elaboración propia.

Figura 3

EVOLUCIÓN DEL IBEX 35 Y DEL TIPO DE INTERÉS A 10 AÑOS

Datos diarios.



Fuente de los datos: Sociedad de Bolsas y Datastream.

les de los tipos de interés (en 1993 y 1995-1998) provocaron ascensos sustanciales del IBEX.

La figura 4 muestra la evolución intradía del IBEX 35 en una semana de octubre de 2008. Es muy sorprendente la oscilación intradía del IBEX 35 (que, por otro lado, ofrece muchas posibilidades a inversores que conservan la calma) y que se debe al nerviosismo con el que se comportan algunos inversores. Más sorprendente todavía es que muchos de ellos ya han vivido varias crisis bursátiles. Tras contemplar la figura 4, ¿alguien mantiene que la cotización en bolsa es siempre el mejor indicador del valor de las acciones?

La tabla 1 muestra que en octubre de 2008 se produjo el mayor descenso y ascenso (diarios) del IBEX. Otras variaciones relevantes se concentran en cinco periodos: septiembre-octubre de 2008 (5), enero de 2008 (2), julio

Tabla 1

MAYORES ASCENSOS Y DESCENSOS DIARIOS DEL IBEX 35. 1991-MARZO 2008

10-oct-08	**-9,1%**	29-jul-02	5,7%
22-oct-08	-8,2%	29-oct-97	5,7%
21-ene-08	-7,5%	05-jul-02	5,9%
01-oct-98	-7,1%	06-oct-98	5,9%
10-sep-98	-7,1%	24-sep-01	6,0%
13-ene-99	-6,9%	04-ene-99	6,0%
06-oct-08	-6,1%	23-sep-98	6,5%
27-ago-98	-5,8%	24-ene-08	7,0%
14-sep-01	-5,8%	19-sep-08	8,7%
21-ago-98	-5,8%	13-oct-08	**10,6%**

Figura 4

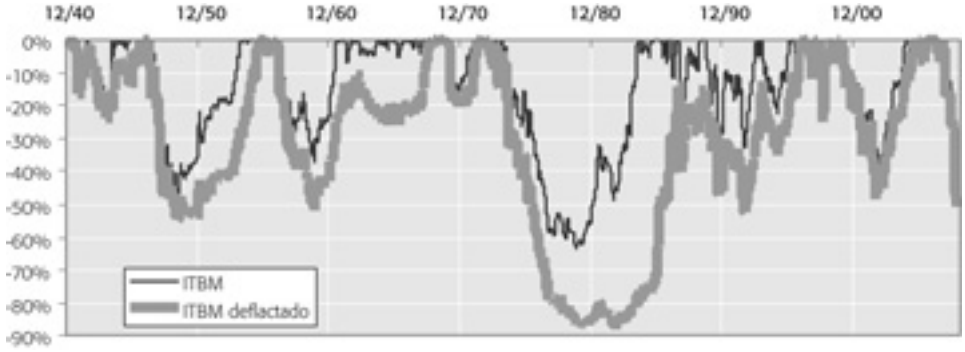
EVOLUCIÓN INTRADÍA DEL IBEX 35 EN TRES SEMANAS DE OCTUBRE DE 2008

Fuente de los datos: http://www.invertia.com.

Figura 5

ITBM. PORCENTAJE CON RESPECTO AL MÁXIMO HISTÓRICO ANTERIOR

(ITBM – Máximo histórico anterior) / Máximo histórico



de 2002 (2), septiembre de 2001 (2), enero de 1999 (2) y agosto-octubre de 1998 (6).

El mayor descenso del IBEX 35 (**58 por 100** entre el 6 de marzo de 2000 y el 1 de octubre de 2002) o el más reciente (**50,4 por 100** entre diciembre de 2007 y el 28 de octubre de 2008) puede parecer elevado, pero en años anteriores a 1991 hubo mayores descensos, tal como se muestra en el siguiente apartado.

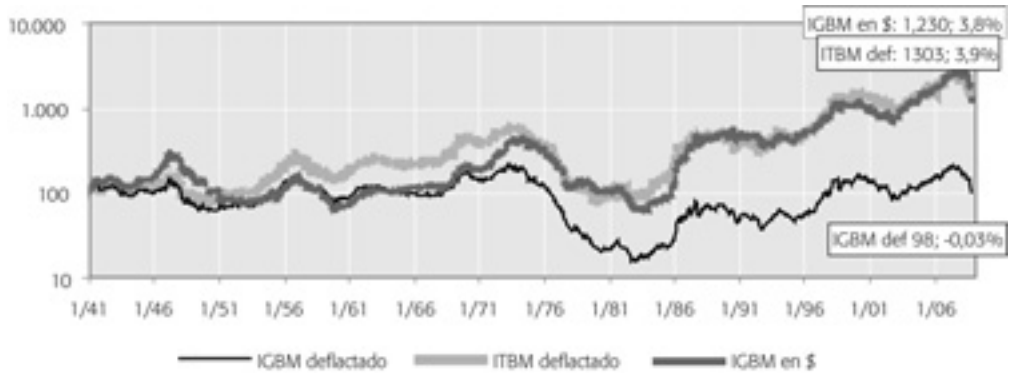
Analizamos a continuación el IGBM (el Índice General de la Bolsa de Madrid) porque el IBEX no se calculaba antes de 1987. La figura 5 muestra los descensos del ITBM[1] desde diciembre de 1940 hasta octubre de 2008. Tras el máximo de abril de 1973, el ITBM descendió un **63,7 por 100** hasta noviembre de 1979. Por su parte, el ITBM deflactado descendió un **87 por 100** hasta septiembre de 1982 y no alcanzó el nivel de abril de 1973 hasta 1996, 23 años después.

[1] El Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM) es el IGBM ajustado por los dividendos que reciben las acciones que lo componen.

Figura 6

EVOLUCIÓN DEL IGBM Y DEL ITBM DEFLACTADOS (EN TÉRMINOS REALES) Y DEL IGBM EN DÓLARES

Diciembre de 1940 = 100



Fuente: Bolsa de Madrid, Datastream y elaboración propia.

Tabla 2

MAGNITUDES FUNDAMENTALES. DICIEMBRE 1940 - MARZO 2008

	IGBM	ITBM	ITBM deflactado	IGBM deflactado	Senda inflación España	Senda inflación USA	Inflación diferencial	Ptas/$	IGBM en $	S&P 500
31/dic/1940	100,00	100,00	100,00	100,00	1,00	1,00	1,00	10,95	100,00	100,00
28/octubre/2008	14.985,53	199.425,02	1.302,90	97,90	153,06	15,12	10,12	133,38	1.230,30	97.901,93
Incremento anual	7,7%	11,9%	3,9%	-0,03%	7,7%	4,1%	3,5%	3,8%	3,8%	10,7%

	IGBM	ITBM	ITBM deflactado	IGBM deflactado
Máximo descenso en 1940-2008	-72,9%	-63,7%	-87,0%	-92,6%
Periodo	Abr 73 - Abr 80	Abr 73 - Nov 79	Abr 73 - Sep 82	Abr 73 - Feb 83

Tabla 3

MAYORES ASCENSOS Y DESCENSOS MENSUALES DEL IGBM. 1940-OCTUBRE 2008

oct-87	**-28,40%**	ago-90	-12,30%	ago-86	12,30%	ago-48	15,00%
oct-08	**-27,80%**	jul-77	-11,90%	ago-93	12,30%	feb-00	15,30%
ago-98	-19,40%	sep-74	-11,70%	abr-86	12,70%	feb-51	15,90%
sep-90	-18,60%	oct-97	-11,70%	feb-91	13,60%	jul-87	16,10%
sep-08	-14,00%	feb-48	-11,40%	jun-81	13,60%	feb-86	16,30%
ene-08	-13,80%	mar-48	-11,30%	ene-85	14,20%	ene-87	17,30%
sep-77	-12,40%	nov-73	-11,30%	mar-98	14,70%	mar-86	**23,80%**

La figura 6 muestra la evolución del IGBM y del ITBM deflactados, esto es deduciendo la inflación, y del IGBM en dólares. El IGBM deflactado ha pasado de 100 en diciembre de 1940 a 98 en octubre de 2008 (rentabilidad anual media del -0,03 por 100). El ITBM (IGBM + dividendos) deflactado, ha pasado de 100 en diciembre de 1940 a 1.303 en octubre de 2008 (rentabilidad anual media del 3,9 por 100). El dividendo anual promedio a lo largo de estos 68 años fue el 3,9 por 100 y la inflación anual media española entre 1940 y 2008 fue 7,7 por 100. El IGBM en dólares ha pasado de 100 en diciembre de 1940 a 1.230 en octubre de 2008 (rentabilidad anual media del 3,8 por 100).

La tabla 2 contiene algunas magnitudes que aparecen en las figuras anteriores.

La tabla 3 muestra que el mayor descenso mensual del IGBM se produjo en octubre de 1987 y el segundo en octubre de 2008

2. El Índice S&P 500. 1926 – 2008

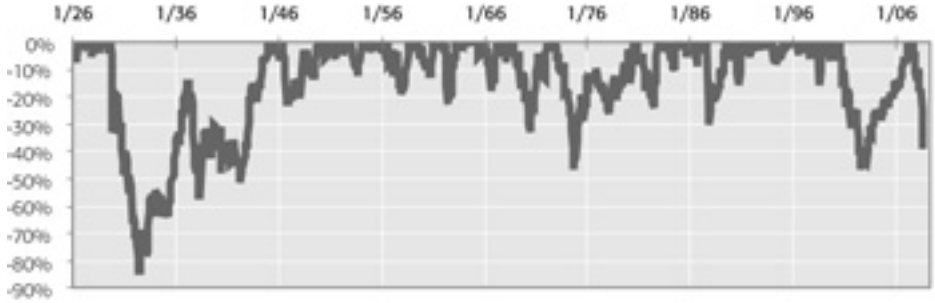
La figura 7 muestra los descensos del S&P 500 desde 1926 hasta octubre de 2008. Tras el máximo histórico de agosto de 1929, el S&P 500 descendió un **84,8 por 100** hasta junio de 1932. El S&P 500 no consiguió recuperar el nivel de agosto de 1929 hasta septiembre de 1954. Con la crisis del petróleo, tras el máximo histórico de enero de 1973, el S&P 500 descendió un **43,3 por 100** hasta diciembre de 1974 y no consiguió recuperar el nivel de enero de 1973 hasta julio de 1980. En la crisis de Internet, tras el máximo histórico de agosto de 2000 (1.485,4) el S&P 500 descendió un **43,6 por 100** hasta febrero de 2003. El nivel de agosto de 2000 no se alcanzó hasta mayo de 2007. En los periodos julio 1920-septiembre 1922 y diciembre 1929-marzo 1933 hubo una fuerte deflación (inflación negativa) en USA. El nivel de precios de julio de 1920 no se alcanzó hasta octubre de 1946. En el periodo 1926-2008 la inflación anual media entre fue del 3,0 por 100, la ren-

Figura 7

S&P 500. PORCENTAJE CON RESPECTO AL MÁXIMO HISTÓRICO ANTERIOR

(IGBM – Máximo histórico anterior) / Máximo histórico

Realizado con datos mensuales



Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.

Tabla 4

MAYORES DESCENSOS MENSUALES DEL S$P 500. 1926-OCTUBRE 2008

Sep-31	**-29,7%**	Apr-32	**-20,0%**	Aug-98	**-14,6%**	Sep-30	**-12,8%**
Mar-38	**-24,9%**	Oct-29	**-19,7%**	Sep-37	**-14,0%**	May-31	**-12,8%**
May-40	**-22,9%**	**Oct-08**	**-19,4%**	Dec-31	**-14,0%**	Nov-29	**-12,5%**
May-32	**-22,0%**	Feb-33	**-17,7%**	Oct-32	**-13,5%**	Nov-73	**-12,2%**
Oct-87	**-21,8%**	Jun-30	**-16,3%**	Mar-39	**-13,4%**	Sep-74	**-11,9%**

tabilidad media del S&P 500 deflactado 5,4 por 100 y la rentabilidad por dividendos media 4,2 por 100.

La tabla 4 muestra que los 20 mayores descensos mensuales del S&P 500 se concentraron en los periodos 1929-32 (10), 1937-39 (3) y 1973-74 (2).

3. Caídas de índices bursátiles internacionales

La tabla 5 muestra las mayores caídas de las bolsas mundiales desde 1926 hasta 1996 en términos reales. En España, el mayor descenso mensual se produjo en octubre de 1987 (-28,6 por 100), el mayor anual entre octubre de 1976 y septiembre de 1977 (-52,4 por 100), el de un periodo de cinco años, entre mayo de 1975 y abril de 1980 (-84,3 por 100), y el mayor descenso en un periodo de 10 años, entre marzo de 1973 y febrero de 1983 (-91 por 100).

Otros descensos reseñables fueron:

– Londres 2000-2003: **52 por 100.** Colapso de la burbuja de internet y de empresas tecnológicas.

– Hong Kong 1997-98: **64 por 100.** Sobrevaloración previa y abandono de los inversores de acciones asiáticas.

– Londres 1973-74: **73 por 100.** Aumento de los precios del petróleo, huelga de mineros y caída del gobierno de Heath.

– Japón 1990-2003: **79 por 100.** Colapso de la burbuja japonesa y deflación.

– Nasdaq 2000-2002: **82 por 100.** Colapso de la burbuja de internet y de empresas tecnológicas.

4. Origen de la crisis: la falta de sentido común de algunos directivos

El oficio de directivo presupone una combinación de sensatez, experiencia y algunos conocimientos. La falta de sensatez de un directivo siempre acaba teniendo consecuencias dolorosas para otras personas; un ejemplo: la crisis actual. Y todavía es más perniciosa la falta de sensatez mezclada con el orgullo de una falsa sabiduría.

El valor de un activo financiero depende de los flujos que se espera obtener de él. Esto es muy obvio, pero periódicamente hay inversores que olvidan esto y surgen las llamadas *burbujas* (situaciones en las que el precio de las acciones no se corresponde con los flujos que razonablemente se puede esperar que generen las empresas). Aunque ha habido muchas burbujas, una grande y reciente fue la de Internet.

Peores efectos para la sociedad surgen cuando los que olvidan esa obviedad son directivos de empresas y, peores aún, cuando los que se olvidan son directivos de instituciones financieras. Éste es el momento actual: el inicio de una crisis que afectará a muchas personas y familias, pero ¿afectará a los que se han olvidado de algo tan obvio en sus decisiones? También hay que tener en cuenta que ese "olvido" ha reportado a varios de ellos sustanciosos *bonuses*.

Otra falta de sentido común: algunas empresas piden que se prohíban las posiciones cortas (la venta a crédito) sobre las acciones porque —según manifiestan— son las responsables de las caídas de las cotizaciones.

La cotización de las acciones se fija (al igual que casi todos los precios) por el acuerdo entre los que las venden y los que las compran. Cuando hay más acciones a la venta que a la compra, las cotizaciones caen y cuando sucede lo contrario, suben. Entre los que venden acciones, hay vendedores de acciones que son propiedad suya y otros que las han tomado prestadas (venta a crédito). Entre los que compran, los hay que compran con su dinero o a crédito. Afirmar que la culpa de que bajen las cotizaciones la tienen los vendedores a crédito tiene tanto fundamento como afirmar que la culpa es de los vendedores naturales de Murcia. Obviamente, la culpa de que bajen las cotizaciones se reparte entre:

a) Todos los vendedores, los que poseían acciones y los que lo hacen a crédito.

b) Todos los compradores, por no haber comprado más.

c) Todas las personas restantes por no haber comprado acciones.

d) Los directivos de la empresa que no han comprado.

e) Los consejeros de la empresa que no han comprado.

f) La propia empresa que no ha comprado sus propias acciones.

Tabla 5

MAYORES DESCENSOS DE LAS BOLSAS MUNDIALES DESDE 1926 HASTA 1996 EN TÉRMINOS REALES
(eliminando la inflación)

País	Mayor descenso				Mes final			
	1-Mes	*1 año*	*5 años*	*10 años*	*1-Mes*	*1 año*	*5 años*	*10 años*
España	-28,6%	-52,4%	-84,3%	-91,0%	10/87	9/77	4/80	2/83
US	-24,0%	-55,9%	-56,4%	-60,7%	11/29	6/32	9/34	8/82
Canada	-22,9%	-45,6%	-60,9%	-55,6%	10/87	6/82	3/42	6/82
UK	-22,8%	-65,6%	-74,7%	-68,7%	11/87	11/74	12/74	12/74
Austria	-21,8%	-73,5%	-89,6%	-83,2%	6/49	8/48	7/51	7/51
Belgium	-22,6%	-45,5%	-70,3%	-70,0%	11/87	11/47	12/47	5/51
Denmark	-16,9%	-48,8%	-49,2%	-51,8%	11/73	8/74	7/51	6/49
Finland	-20,1%	-51,0%	-86,6%	-89,5%	3/48	10/45	8/48	10/48
France	-25,4%	-53,4%	-83,5%	-84,8%	3/82	10/45	6/49	1/53
Germany	-92,4%	-89,7%	-92,0%	-89,1%	7/48	6/49	7/48	7/48
Ireland	-29,1%	-59,0%	-63,7%	-72,5%	11/87	1/75	1/75	2/83
Italy	-32,9%	-73,0%	-87,3%	-87,3%	7/81	4/46	4/46	6/77
Netherlands	-20,3%	-44,2%	-61,4%	-71,5%	4/32	4/32	3/49	2/53
Norway	-34,6%	-53,8%	-76,8%	-61,8%	11/87	1/75	6/78	8/82
Portugal	-26,0%	-67,9%	-97,8%	-94,7%	10/87	9/88	11/78	12/83
Sweden	-27,5%	-56,7%	-51,2%	-56,1%	3/32	6/32	2/33	4/40
Switzerland	-22,0%	-45,8%	-65,4%	-56,3%	11/87	10/74	12/66	8/82
Austrialia	-32,9%	-49,8%	-68,2%	-63,1%	11/87	8/74	12/74	7/78
New Zeland	-30,4%	-52,1%	-65,1%	-70,6%	11/87	12/87	12/91	1/80
Japan	-47,1%	-92,7%	-98,4%	-99,0%	7/47	8/46	11/47	4/50
India	-24,3%	-50,5%	-73,2%	-80,2%	11/87	4/93	6/50	10/49
Pakistan	-12,7%	-42,6%	-66,4%	-66,8%	7/96	3/95	2/75	8/74
Philippines	-27,2%	-65,8%	-85,6%	-93,5%	5/86	9/74	1/85	9/83
South Africa	-28,4%	-46,4%	-65,3%	-73,2%	2/93	10/74	5/53	6/79
Brazil	-67,9%	-82,0%	-89,4%	-92,2%	3/90	5/87	10/90	6/81
Chile	-68,3%	-67,4%	-76,9%	-80,8%	10/73	9/74	6/85	4/50
Colombia	-20,5%	-48,3%	-78,8%	-82,9%	3/71	6/47	2/76	2/81
Mexico	-46,5%	-73,2%	-84,9%	-78,2%	11/87	5/82	4/84	4/83
Venezuela	-37,2%	-84,3%	-84,3%	-92,3%	2/89	7/89	9/82	7/89
Israel	-34,2%	-67,4%	-54,6%	-63,6%	10/83	12/83	6/68	1/75
Promedio	-32,3%	-60,1%	-74,7%	-76,0%				
Mediana	-27,4%	-54,9%	-75,8%	-75,8%				
Mundo	-20,1%	-43,2%	-51,4%	-54,0%	11/29	10/74	6/49	6/49
No - USA	-22,7%	-39,7%	-59,2%	-58,3%	7/48	10/74	6/49	6/49

Fuente: Jorion, P. (2003), "The Long-Term Risks of Global Stocks Markets", Financial Management, Winter, pg. 5-26.

g) Los directivos de la empresa por no haber sido capaces de transmitir a compradores potenciales el atractivo de sus acciones o de convencer a los vendedores de que las mantengan.

Afirmar que las posiciones cortas son las responsables de las caídas de las cotizaciones supone un importante desconocimiento de los mercados financieros y una falta de sentido común, pero pedir que se prohíban es una aspiración caciquil y un atentado a la libertad de mercado.

Para justificar la petición de prohibición, manifiestan que la SEC estadounidense y la FSA prohibieron las posiciones cortas en todos los valores financieros[2]. Tal vez sea este afán por copiar lo que hacen otros países lo que introdujo en nuestro país algunas modas, entre otras:

a) Relajar las condiciones de concesión de hipotecas.

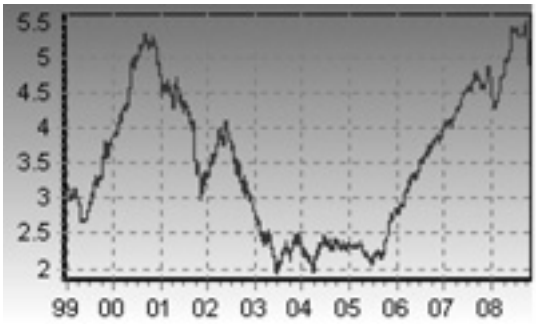
b) Conceder préstamos ilógicos por indicación de algún político "porque más adelante me proporcionará mejores negocios",

c) Comprar y vender instrumentos financieros que ni se conocen bien ni se es capaz de calibrar su riesgo,

d) Comprar instrumentos financieros sin analizarlos razonablemente con los únicos argumentos de que "me los vende una *institución de reconocido prestigio*[3]" y/o "también los ha comprado mi competidor y no puedo quedarme fuera de este mercado con tanto potencial",

e) Conceder hipotecas y créditos en 2003-2006 suponiendo que el Euríbor se mantendría 30 años por debajo del 3 por 100,

f) Conceder préstamos a accionistas significativos para comprar acciones en máximos históricos poniendo como garantía las propias acciones,



Evolución del Euribor

g) Analizar el riesgo de las operaciones basándose exclusivamente en datos históricos (y muchas veces sin ser consciente de ello),

h) Creer que se tienen algunos riesgos totalmente cubiertos (por instrumentos o estrategias que no se comprenden totalmente) cuando la realidad es muy otra,

i) Acometer la compra de una empresa o institución financiera manifestando que "es esencial para nuestra estrategia el quedárnosla, el precio es secundario".

Sólo hemos enumerado algunas prácticas de algunas instituciones financieras (afortunadamente, no de todas) españolas y extranjeras.

Es bastante obvio que si estas decisiones se han tomado durante bastante tiempo, los directivos que las han tomado y autorizado son los primeros responsables, pero no los únicos. ¿No tenían nada que decir el Consejo de Administración[4], supervisores, reguladores, auditores[5], auditores de los auditores, agencias de calificación?

5. Algunos tópicos poco claros sobre la crisis

a) Esta crisis la ha producido Estados Unidos

Si eso fuera así, ¿por qué hay desconfianza entre instituciones no estadounidenses? Es cierto que la crisis de muchas instituciones financieras de Estados Unidos ha perturbado los mercados internacionales, pero eso ha sucedido porque muchas instituciones no estadounidenses habían entrado en el juego de comprar instrumentos financieros sin analizarlos razonablemente con los únicos argumentos de que "los vende una *institución de reconocido prestigio*" y/o "también los ha comprado un competidor". La componente "española" de la crisis no es pequeña: no es sostenible construir en España más vivien-

[2] No hace falta decir que estas medidas no evitaron los descensos de las cotizaciones.
[3] Habitualmente con nombre inglés. Algunas de éstas ya han desaparecido.

[4] No vale la excusa de que "no me informaban". Un consejero que no se considere suficiente informado tiene obligación de pedir la información pertinente. Si no sabe qué información pedir (no debía haber sido nombrado para el puesto) o, tras pedirla no se la proporcionan, debe dimitir. Si no dimite y sigue en su puesto es responsable.
[5] El auditor no está para firmar, como a veces sucede, que las mentiras que utiliza la empresa para fundamentar sus decisiones (y la contabilización de las mismas) están correctamente sumadas en las cuentas presentadas.

das que en Francia e Inglaterra, y tampoco es sostenible conceder hipotecas por importe superior al valor de la vivienda y con tipos de interés mínimos. ¿Quiénes han financiado la construcción de tantas viviendas y la venta (de las que no están todavía esperando comprador)?

b) Las instituciones financieras españolas no tienen ningún problema y son un ejemplo ante el mundo

Algunas sí, pero todas no. Si la situación de todas las instituciones financieras en España es tan buena como nos dicen algunos políticos y algunos reguladores, ¿por qué no confían unas en otras para prestarse dinero? ¿Por qué ha tenido que poner el Gobierno tantos millardos de euros a su disposición? Unos números: el 61 por 100 de los créditos concedidos en 2007 por bancos y cajas estuvieron destinados a la construcción: 9 por 100 a constructoras; 17 por 100 a promotoras inmobiliarias y 35 por 100 para adquisición o rehabilitación de viviendas.

c) En España tenemos una desaceleración producida por perturbaciones internacionales

Con este tipo de comentario se pretende insinuar que la crisis "ha llegado a España desde fuera" cuando no había ninguna razón española y, por supuesto, ningún responsable español.

d) Una morosidad del 4 por 100 es perfectamente asumible por nuestras instituciones

El margen de intermediación de la banca en España es aproximadamente 1 por 100[6]: esto significa que una operación de crédito fallida (sin tener en cuenta colaterales) se compensa con otras 100 operaciones similares que cumplen escrupulosamente con sus pagos. ¿Cómo se compensa un 4 por 100 de impago con un 1 por 100 de margen de intermediación?

e) Los culpables del descenso de las cotizaciones son los vendedores a corto y los hedge funds

Ya hemos hablado en el apartado anterior sobre la responsabilidad de los vendedores a corto. Respecto a los *hedge funds*, es tal su variedad que es una insensatez considerarlos como un colectivo con prácticas homogéneas. Sí que es cierto que algunos *hedge funds* han vendido muchas acciones, pero han sido obligados por el reembolso de muchos de sus partícipes y por las peores condiciones en los créditos que les han tratado de imponer algunas entidades financieras.

f) Un hecho relevante

"El consejo considera necesario en defensa del interés social, hacer expreso que no existe ningún hecho o circunstancia significativa en la evolución de los negocios o en la situación patrimonial de [la empresa] que justifique la reciente evolución negativa de la cotización".

Esto lo publicó en diciembre de 2007 una empresa cuya cotización ya había caído un 57 por 100 desde el máximo y que cayó más de un 90 por 100 a partir de entonces.

g) Hay que cambiar el modelo actual de mercados financieros y hay que prohibir los derivados financieros

Esto equivale a sentenciar: "hay que cambiar los automóviles" porque un conductor borracho que circulaba a 250 Km./Hora ha sufrido un accidente. Los problemas principales no los han causado las estructuras de los mercados sino las personas. Al igual que conviene no dejar conducir a quien no tiene carnet (y sancionarle si lo hace), conviene no dejar comprar o vender derivados a quien no los entiende (y sancionarle si lo hace).

h) El selectivo IBEX representa a la economía española

El IBEX 35 refleja principalmente la evolución en bolsa de cinco empresas (Telefónica, Santander BBVA, Iberdrola y Repsol) que tienen la mayor parte de su negocio fuera de España. La capitalización de estas cinco mayores empresas supuso el 65 por 100 en 2008.

i) No compre acciones hasta que el panorama se aclare

Parece que es más rentable comprar acciones (pensando en el largo plazo) cuando los precios son bajos, no cuando el panorama está "claro".

[6] Hay instituciones financieras españolas que operan en países en los que el margen de intermediación es superior al 15 por 100

j) Las empresas están muy bien y así lo muestran las cuentas de resultados y los balances

Ante la avalancha de impagos, muchas instituciones financieras prefieren retrasar el problema y refinanciar a sus clientes. Muchos de esos créditos fueron otorgados con una flagrante falta de rigor y la "contabilidad creativa" ayuda a enmascarar la situación.

Conviene revisar algunas sentencias muy en boga en las últimas décadas:

- Una empresa poco apalancada es poco eficiente.
- Mantener un exceso de caja es una forma de malgastar el dinero de los accionistas.
- La gestión del riesgo es una actividad ya completamente automatizada.
- Sin cuota de mercado no hay negocio.
- El precio de una vivienda en España sólo puede subir o, en el peor de los casos, mantenerse.
- Los descensos pronunciados en el consumo son historia.
- Decir que no pasa nada mejorará las expectativas de los agentes económicos.
- A veces hay que mentir para preservar el crecimiento económico.
- El beneficio publicado es más importante que los hipotéticos flujos futuros.

A pesar de los recientes descensos de la bolsa, la inversión (diversificada) en acciones ha seguido siendo (a largo plazo) mejor opción que la inversión en renta fija (ver tabla 6). Sólo los accionistas que compraron al final de 1997 y 2001 (burbuja de Internet) y en 2005-2006 (burbuja inmobiliaria-bancaria) han ganado menos que si hubieran invertido en bonos del estado. Sigue siendo mejor comprar tras un descenso que tras una subida de las cotizaciones.

Tabla 6

COMPARACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL IBEX CON LA DE LA INVERSIÓN EN BONOS DEL ESTADO A 10 AÑOS

	Rentabilidad anualizada				Rentabilidad anualizada		
	Bono 10	*IBEX 35*	*DIF*		*Bono 10*	*IBEX 35*	*DIF*
1991-2008	8,3%	11,1%	2,7%	1999-2008	5,4%	0,0%	-5,4%
1992-2008	8,4%	12,2%	3,8%	2000-2008	5,1%	3,0%	-2,1%
1993-2008	6,7%	9,5%	2,8%	2001-2008	5,0%	4,4%	-0,6%
1994-2008	8,1%	11,2%	3,1%	2002-2008	3,9%	10,9%	7,0%
1995-2008	7,0%	10,4%	3,4%	2003-2008	3,8%	7,0%	3,2%
1996-2008	5,7%	7,7%	2,0%	2004-2008	1,9%	3,5%	1,6%
1997-2008	5,1%	4,9%	-0,3%	2005-2008	0,2%	-2,3%	-2,5%
1998-2008	4,1%	1,9%	-2,2%	2006-2008	1,1%	-18,4%	-19,5%

Anexo 1

CAPITALIZACIÓN Y RENTABILIDAD DE 121 EMPRESAS DEL MERCADO CONTINUO

		Capitalización (€ millones)			Rentabilidad	
		31oc08	*2007*	*2006*	*2008*	*2007*
1	Telefónica	67.846	106.067	79.329	-34,0%	41,7%
2	Santander	53.528	92.501	88.436	-41,4%	8,1%
3	BBVA	33.694	62.816	64.788	-39,7%	-5,3%
4	Arcelormittal	28.899	76.715	29.914	-61,7%	69,0%
5	Iberdrola	28.163	51.935	29.859	-44,5%	28,5%
6	Endesa	27.379	38.486	37.935	-15,5%	5,1%
7	Cepsa	18.570	18.998	15.894	-1,5%	21,3%
8	Repsol YPF	18.118	29.765	31.987	-37,0%	-4,9%
9	Inditex	16.431	26.192	25.438	-35,5%	4,6%
10	Unión Fenosa	15.173	14.073	11.425	11,5%	25,9%
11	Gas Natural	10.756	17.920	13.429	-38,4%	36,3%
12	EADS	10.706	17.824	21.208	-39,6%	-15,4%
13	ACS	9.713	14.344	15.071	-25,5%	-2,6%
14	Abertis	8.976	13.254	12.847	-34,2%	4,8%
15	Banco Popular	8.593	14.221	16.688	-36,5%	-12,6%
16	Banesto	6.812	9.242	11.637	-23,0%	-17,9%
17	Corp. Mapfre	6.639	6.849	4.085	-16,2%	-9,7%
18	B. de Sabadell	6.512	9.070	10.377	-26,0%	-10,3%
19	Zardoya Otis	4.691	5.581	6.019	-13,8%	-5,3%
20	Acciona	4.687	13.781	8.967	-65,3%	55,8%
21	Red Eléctrica	4.629	5.849	4.395	-19,1%	36,1%
22	FCC	4.048	6.711	10.080	-36,9%	-31,9%
23	Metrovacesa	3.831	10.666	13.080	-31,0%	-31,2%
24	Cintra	3.752	5.593	6.549	-32,4%	-14,1%
25	Enagas	3.636	4.772	4.206	-21,7%	16,0%
26	Bankinter	3.401	4.981	4.644	-17,7%	7,3%
27	Ferrovial	3.369	6.750	10.373	-49,5%	-34,1%
28	B. de Valencia	3.351	4.550	3.917	-25,4%	9,8%
29	Grifols	3.303	3.283	2.152	1,3%	53,0%
30	Gamesa	3.102	7.781	5.073	-59,9%	54,3%
31	Itinere infr.	2.873	1.009	1.063	-43,7%	-4,0%
32	Acerinox	2.535	4.367	5.981	-40,5%	-25,6%
33	Indra	2.492	3.050	2.710	-78,4%	3,3%
34	Sacyr Vallehermoso	2.196	7.571	12.809	-69,6%	-40,1%
35	Aguas de Barcelona	2.182	4.129	4.162	-45,0%	0,6%
36	Testa Inmuebles	1.848	1.816	3.291	-1,1%	-44,3%

		Capitalización (€ mill.)			Rentabilidad	
		31oc08	*2007*	*2006*	*2008*	*2007*
37	Iberia	1.754	2.859	2.616	-33,0%	9,5%
38	B. Pastor	1.698	2.790	3.860	-38,2%	-26,8%
39	Bolsas y Mercados Esp.	1.592	3.896	2.620	-56,6%	52,8%
40	Ebro Puleva	1.565	1.929	2.954	-17,4%	-33,4%
41	Telecinco	1.544	4.319	5.323	-61,1%	-14,8%
42	Corp.Fin.Alba	1.504	3.037	3.710	-50,5%	-18,0%
43	Sos Cuétara	1.501	1.924	1.718	-21,8%	12,1%
44	Catalana Occidente	1.470	2.749	3.294	-45,3%	-15,6%
45	Prosegur	1.368	1.506	1.524	-7,0%	0,6%
46	Tecnicas reunidas	1.243	2.447	1.628	-48,3%	52,3%
47	Abengoa	1.030	2.188	2.516	-52,6%	-12,7%
48	B. Guipuzcóano	917	1.663	1.715	-44,1%	-7,3%
49	Antena 3	899	2.261	3.849	-56,6%	-38,4%
50	OHL	878	2.062	2.095	-56,9%	-0,9%
51	NH Hoteles	875	1.805	1.858	-50,4%	-17,9%
52	Zeltia	864	1.358	1.204	-36,3%	9,6%
53	Uralita	849	1.185	986	-26,2%	23,7%
54	Elecnor	832	1.782	1.202	-44,6%	49,3%
55	Cementos Portland	793	2.063	2.756	-60,2%	-23,0%
56	B. de Andalucía	782	1.399	2.002	-42,2%	-28,1%
57	CAF	747	948	466	-19,2%	105,5%
58	Sol Melia	678	1.925	2.774	-64,0%	-30,1%
59	PRISA	668	2.810	2.891	-75,8%	-2,0%
60	Vocento	649	1.700	1.837	-61,0%	-4,9%
61	Viscofán	645	694	685	-4,4%	3,1%
62	Faes Farma	645	1.286	1.644	-49,6%	-22,2%
63	Grupo Emp.Ence	630	1.272	1.426	-49,4%	-12,2%
64	Campofrío	479	496	731	-1,1%	-32,2%
65	B. de Castilla	460	651	899	-27,2%	-25,6%
66	Befesa	439	550	813	-20,2%	-32,4%
67	Duro Felguera	423	887	758	-48,9%	19,1%
68	Parquesol inmb.	417	804	941	-47,4%	-13,3%
69	Sotogrande	402	649	628	-37,4%	4,0%
70	Cie automotive	392	827	827	-52,1%	1,1%

Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.

Anexo 1 (continuación)

CAPITALIZACIÓN Y RENTABILIDAD DE 121 EMPRESAS DEL MERCADO CONTINUO

		Capitalización (€ millones)			Rentabilidad	
		31oc08	*2007*	*2006*	*2008*	*2007*
71	B. de Galicia	381	548	779	-28,5%	-27,9%
72	Vidrala	375	575	479	-33,4%	21,7%
73	Tubacex	370	888	657	-57,6%	36,8%
74	Pescanova	369	526	352	-24,0%	51,2%
75	Mecalux	367	661	751	-38,2%	-10,7%
76	Tubos reunidos	360	994	940	-56,2%	8,1%
77	B. de Vasconia	352	462	608	-21,8%	-22,3%
78	Barón de Ley	323	364	339	-11,2%	7,1%
79	Colonial	297	3.077	7.006	-90,4%	-62,3%
80	Papeles y cartones de europa	275	468	397	-41,3%	-0,1%
81	Avanzit	259	619	1.023	-68,0%	-41,9%
82	Seda Barcel.	251	1.078	1.008	-76,4%	-26,2%
83	CVNE	239	253	216	-4,8%	19,4%
84	Jazztel	239	439	825	-48,5%	-50,1%
85	Tudor	219	288	244	-23,8%	18,1%
86	Tecnocom	216	214	226	-10,4%	-28,9%
87	Gral. alquiler maquinaria	206	687	413	-70,0%	53,9%
88	B. de Credito Balear	204	305	451	-31,2%	-30,6%
89	Natraceutical	197	263	598	-25,0%	-56,0%
90	Corp. Dermoestética	158	292	346	-46,1%	-15,5%
91	Natra	156	264	348	-40,2%	-23,9%
92	Astroc	154	606	4.820	-89,8%	-87,4%
93	Ercros	151	292	532	-48,3%	-58,3%
94	Iberpapel	141	197	204	-26,6%	-2,4%
95	Amper	127	324	304	-60,4%	1,5%
96	Unipapel	126	206	252	-35,9%	-13,8%
97	Dinamia	123	251	281	-48,8%	-6,7%

		Capitalización (€ mill.)			Rentabilidad	
		31oc08	*2007*	*2006*	*2008*	*2007*
98	Service Point	101	265	196	-62,5%	1,0%
99	PRIM	100	151	176	-33,1%	-13,4%
100	Azkoyen	92	148	168	-37,3%	-12,3%
101	Miquel y costas	90	145	232	-35,9%	-35,9%
102	Inypsa	86	122	133	-29,9%	-23,5%
103	Tavex Algodonera	86	159	263	-57,5%	-44,1%
104	Cleop	79	196	172	-59,4%	14,1%
105	Sniace	78	197	244	-60,3%	-37,0%
106	Montebalito	78	140	110	-43,4%	-32,6%
107	Puleva biotech	73	122	134	-40,1%	-9,0%
108	Renta corpn.real estate	70	382	854	-80,9%	-54,7%
109	Reno de Médici	68	170	152	-68,4%	11,7%
110	Adolfo Domínguez	65	222	429	-69,6%	-47,4%
111	Vueling	61	134	489	-54,3%	-72,6%
112	Nicolas Correa	59	63	59	-3,9%	8,1%
113	Funespaña	56	49	87	15,0%	-42,9%
114	Bodegas Riojanas	46	49	50	-4,5%	-1,3%
115	Dogi	46	73	147	-42,2%	-60,2%
116	Urbas Guardahermosa	43	134	213	-67,7%	-78,6%
117	Federico Paternina	39	51	50	-24,6%	2,7%
118	Lingotes Especiales	36	40	72	-4,9%	-43,6%
119	Indo Int.	28	65	92	-71,8%	-29,0%
120	Inbesos	22	79	81	-72,3%	-1,2%
121	Cia General de Invers.	21	30	29	-23,1%	3,7%

Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.

Las cajas de ahorros en los escenarios de la próxima década

*Carlos Balado**

Las Cajas de Ahorros en los escenarios de la próxima década fue el lema que encabezó *el II Foro Estratégico de las Cajas de Ahorros,* celebrado en la segunda semana de octubre de este año, justo en la semana probablemente más crítica vivida por el sistema financiero mundial. De hecho, durante ese fin de semana y coincidiendo con la Asamblea Anual del Fondo Monetario Internacional, el Gobierno de Estados Unidos tuvo que acudir a un rescate masivo de sus entidades financieras ante la insuficiencia de la Ley de Estabilidad Económica de Urgencia, conocida como Plan Paulson, que resultó insuficiente para devolver la confianza a los mercados. Acontecimientos como los de esos días, sumados a los precedentes y a los que aún faltan por llegar, ponen de manifiesto que no estamos viviendo una época de cambios, como es corriente oír expresar en distintas ocasiones a diferentes expertos al analizar estos acontecimientos económicos, sino un cambio de época.

Esa transformación ha afectado a diversos escenarios, se ha empezado a manifestar de formas variadas y está determinada por variables conocidas, por lo que las consecuencias de su evolución son, en cierto modo, previsibles. Aunque planificado con anterioridad a la crisis, el Foro estaba impulsado por esa de idea de intentar conocer la evolución de esa nueva época que empieza a manifestarse con fuerza en la economía, la política y la sociedad. La pretensión del II Foro Estratégico era conocer la dimensión de ese cambio y sus efectos para las cajas de ahorros, tanto en los ámbitos económicos y financieros como en los sociales.

Sin embargo, la fuerza del cambio se ha hecho más intensa aún de lo que se podía prever y esto hace que las proyecciones hacia un futuro cercano que pudieran realizarse, aparezcan mermadas por la dinámica incontrolada de los acontecimientos que sobrepasan, incluso, cualquier iniciativa que adoptan los gobiernos mundiales para tratar de encauzar el fenómeno.

Por tanto, las conclusiones del II Foro Estratégico parten de la certeza de que la próxima década estará marcada por paradigmas muy diferentes, pero se mueven entre la incertidumbre de conocer, en un entorno tan volátil, cuáles de ellos llegarán a configurarse.

Esa duda, por ahora irresoluble, de cómo ha de ser el "estado final" del proceso y cómo habrán de adaptarse a él las cajas de ahorros españolas mediante sus estrategias de negocio dirigió, por tanto, las reflexiones del Foro.

Así, cabe constatar al respecto que, a lo largo de las últimas décadas, los sistemas financieros han experimentado en todo el mundo una fortísima transformación, primero, en el marco de una expansión excepcional; y, posteriormente, en los últimos meses, con la casi desaparición de las principales entidades financieras del mundo, en muchos casos rescatadas por los gobiernos de diferentes países europeos y de Estados Unidos.

En los mercados financieros en los que se han producido esos cambios, han sido tres las grandes fuerzas motrices que han estado permanentemente impulsando y reestructurando los servicios financieros: el crecimiento económico, el cambio tecnológico y, finalmente, el cambio normativo.

Estos tres factores, fuertemente interrelacionados entre sí, y con influencias múltiples sobre la estructura y evolu-

* Director de Obra Social y Relaciones Institucionales de la CECA

ción de los servicios financieros, han modificado notablemente los productos, los procesos, las propias características de las entidades financieras y la misma estructura del sector.

España es un buen ejemplo de todo lo anterior. En efecto, en menos de treinta años hemos pasado del racionamiento del crédito, los coeficientes de inversión obligatoria y unas entidades refugiadas en un entorno fuertemente proteccionista, al sistema financiero actual, caracterizado por un régimen de supervisión que ha demostrado ser muy eficaz, más incluso que el de los países más desarrollados, unos excelentes mercados de capitales y unos intermediarios financieros extraordinariamente competitivos –bancos y cajas de ahorros españoles constituyen, sin duda, uno de los sistemas bancarios más eficientes del mundo– que compiten con mucha intensidad entre sí y presentan una alta competencia a sus homólogos en Europa y América.

En particular, la reforma de 1977 recuperó para las cajas su libertad para competir y desde entonces destacan, y así se puede comprobar con los datos, por su extraordinaria eficiencia, agresividad comercial y capacidad de adaptación al cambio.

Las cajas se han desarrollado más en este período que en el siglo y medio anterior (de modo que en menos de tres décadas han multiplicado por más de sesenta sus activos totales), han protagonizado un ejemplar proceso de consolidación y ya han superado en cuotas de mercado a los bancos, exhibiendo además habitualmente los mayores niveles de solvencia y rentabilidad del sistema bancario español.

Esa evolución en las cajas no será ajena a la del resto de los sistemas financieros, si bien condicionados por tres factores: crecimiento, tecnología y regulación, a los que cabe añadir un cuarto, más reciente, que se enmarca en los fenómenos demográficos (envejecimiento e inmigración, principalmente) y ello hará mucho más complejo y dinámico el entorno, presentando notables desafíos pero también grandes oportunidades a las entidades financieras.

Ante la certeza de la continuidad del cambio de época y también de todos estos escenarios se puede afirmar que, tal y como sugiere la evidencia empírica suministrada por las décadas recientes, sólo estarán bien preparadas para la supervivencia las entidades que detecten los cambios relevantes en el entorno y seleccionen los objetivos posibles con una medición razonable de los riesgos asociados. Precisamente, la ausencia de ese rigor explica el origen de la crisis que hoy vivimos. Incluso es una paradoja desconcertante que las entidades que deberían haber reducido y controlado el riesgo fueran, en cambio, generadoras del mismo.

Identificar a tiempo las tendencias de cambio es el primer requisito de la capacidad de adaptación y en entornos altamente competitivos se convierte probablemente en la mejor, sino la única, ventaja competitiva a largo plazo.

Pero en las cajas de ahorros la adaptación es un asunto de mayor complejidad al ser fundaciones con una amplia y profunda misión social. De una parte, la actividad de las cajas siempre ha tenido una especial dedicación hacia necesidades sociales, tales como la vivienda, la atención a la tercera edad o a las pequeñas y medianas empresas. Pero, por otra parte, el diseño y la gestión adecuada de la Obra Social como expresión última y depurada de su Responsabilidad Social Corporativa, obliga también a otear continuamente el escenario cambiante en que la dimensión social de las cajas deberá ejercitarse con eficiencia y utilidad social. Los propios factores tecnológicos y demográficos –envejecimiento e inmigración–, que condicionan la evolución futura, abren importantes horizontes al ejercicio de la dimensión social de las cajas. En todo caso, analizar los nuevos valores sociales emergentes, la orientación de las demandas sociales, y explorar hasta donde se estima que debe llegar la responsabilidad de los entes públicos, permite obtener un mapa más nítido de cuáles pueden ser las parcelas de las nuevas demandas sociales hacia las que las Cajas, en el libre ejercicio de su vocación, podrán orientar en el futuro su importante Obra Social.

En el tiempo transcurrido desde la celebración del I Foro el mundo está inmerso en esa carrera veloz hacia nuevas formas de hacer las cosas. Las cajas son la parte más avanzada de ese cambio. Si miramos para atrás, podemos decir orgullosos que tres años después somos mejores. Y lo somos por nuestra capacidad visionaria y porque siempre hemos querido intentar conocer el futuro para estar preparados a todo lo que sea preciso afrontar. Queremos saber qué cabe esperar de los próximos años y cómo responder. Es casi una declaración de principios: pensar en grande, superar obstáculos para alcanzar objetivos ambiciosos.

Perspectivas económicas

Sin duda, en estos momentos, la mayor fuente de riesgo para la economía española es la crisis financiera internacional, que actualmente constituye una fuente de preocupación no sólo para los gobiernos de muchos países, sino también para las entidades financieras y los ciudadanos españoles. Es, en efecto, en periodos de inestabilidad

e incertidumbre cuando hay que debatir sobre las diferentes formas para afrontar la difícil coyuntura económica sin perder de vista el largo plazo.

En este sentido, España atraviesa en estos momentos una etapa de cambios profundos en la que habrá que sentar las bases de futuros periodos de expansión. Esta etapa actual es, por tanto, una situación extraordinaria a escala mundial en el ámbito económico y, de forma particular, en el financiero; habría que remontarse muchos años para encontrar una coyuntura de una complejidad igual o parecida. La crisis actual supone una novedad para España porque se trata de la primera crisis económica en el marco de la Unión Monetaria, que ha restado márgenes de maniobra a muchos países y ha obligado a actuar con un criterio global.

Durante los debates en el Foro Estratégico sobre los aspectos económicos se pusieron de manifiesto algunos de los principales retos y soluciones a la crisis de confianza.

El Gobierno de España, con el objeto de aliviar los efectos de la crisis, expuso que a través de las rebajas de impuestos y de la aportación de financiación a empresas y familias ha inyectado 22.700 millones de euros sólo en 2008.

Asimismo, el Gobierno manifestó que había elaborado unos presupuestos adaptados a la situación de crisis sin perder de vista los objetivos a largo plazo, manteniendo el esfuerzo en gasto social y dando prioridad al gasto productivo, para mantener la actividad económica y sentar las bases para una recuperación que tiene que llegar y a la que habrá que hacer frente en las mejores condiciones posibles. Por ello, la idea del Gobierno, expuesta por el vicepresidente segundo y ministro de Economía y Hacienda del Gobierno, Pedro Solbes, es la de mantener la confianza en la economía española y en nuestro sistema financiero. Sin duda, ambos saldrán fortalecidos de este periodo.

De todos modos, es necesario actuar de forma global en el marco de la Unión Europea, para evitar, tal y como recordó Joaquín Almunia Amann, comisario de Economía de la Unión Europea, que las iniciativas unilaterales perjudiquen a países vecinos.

En este escenario de crisis internacional, cuyos daños podrían superar los 1,5 billones de dólares, según el Fondo Monetario Internacional (FMI) y cuyas peores consecuencias aún podrían estar por llegar, según Guillermo A. Calvo, de la Universidad de Columbia y NBER, el Gobierno español no puede hacer frente a todas las necesidades que se presenten, lo que exige el esfuerzo de otros agentes sociales. De ahí que la estrategia de las cajas de ahorros, en opinión del Presidente de la CECA, Juan Ramón Quintás, antes basada fundamentalmente en el crecimiento y la potencia, debe pasar ahora por la optimización de los recursos, el riguroso control de los riesgos y la solvencia, y la flexibilidad, para garantizar la adaptación a los vaivenes que puedan venir.

El Presidente de la CECA destacó que la simplicidad se impondrá a la complejidad de los productos estructurados, la experiencia sustituirá a la innovación y de la opacidad se pasará a una cada vez mayor transparencia. Es un escenario, pues, propicio para las cajas, que deben realizar un esfuerzo importante de adaptación para afrontar incertidumbres que vendrán determinadas por factores externos, como la crisis de liquidez y las consecuencias de la crisis inmobiliaria en Estados Unidos.

Todo indica que la crisis aún durará hasta finales de este año y sus efectos se extenderán hasta bien entrado 2009. Para poder salir de ella, es fundamental que las entidades financieras confíen unas en otras, ya que la confianza está basada en la transparencia, esencial para recuperar el funcionamiento del mercado interbancario.

De todos modos, las entidades españolas tienen asegurada su posición, gracias a los quince años de bonanza precedentes y, por lo tanto, están preparadas para la crisis, pese a lo cual debe evitarse caer en la autocomplacencia y valorar los numerosos desequilibrios de manera ponderada.

Perspectivas regulatorias

La regulación se ha convertido en un elemento esencial de la actividad financiera. La reciente crisis de las hipotecas *subprime* en EE.UU. ha dejado claro que no todos los reguladores actúan de la misma manera.

En nuestro país, la prudencia y la previsión han sido valores primordiales del Banco de España. La colaboración entre nuestras entidades y el supervisor ha permitido a las entidades españolas afrontar la crisis de los mercados en mejor posición que en otros países.

El Gobernador del Banco de España, Miguel Ángel Fernández Ordóñez, manifestó que el sistema financiero español se ha beneficiado de una exigente regulación sobre control y gestión del riesgo de crédito y unas prácticas de supervisión "particularmente atentas" a la evolución de los riesgos. De hecho, las entidades españolas han implantado los cambios regulatorios de los últimos años de forma satisfactoria, con profesionalidad y diligencia, lo que les ha permitido reforzar su posición estructural.

El fuerte crecimiento de la economía española en los últimos años ha dado lugar a desequilibrios entre los que figura el enorme recurso a la financiación exterior, el rápido endeudamiento de las familias y empresas, y el peso del mercado inmobiliario. No obstante, las entidades españolas se centran en su mayoría en el negocio bancario tradicional, alejadas de los productos complejos que han permitido el contagio de la crisis *subprime* originada en Estados Unidos.

Para seguir en esta misma línea, resaltó el Gobernador, es necesario hacer frente al aumento de la tasa de impago aunando elevadas dosis de flexibilidad, a pesar de que era previsible que ésta creciera y todavía no se encuentra en niveles "alarmantes". También es necesario mantener la calidad y cantidad de provisiones y fondos propios, y afrontar la contracción del negocio promoviendo un mayor control de los costes y una mayor racionalización de los procesos, con el fin de mantener y reforzar sus sólidas bases e impulsar su crecimiento en un entorno globalizado.

Otra de las medidas, apuntada en este caso por Julio Segura Sánchez, Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), es la adopción del código de gobierno para mejorar el marco operativo, la transparencia y evitar conflictos de intereses.

De todos modos, es necesario evitar que la crisis actual lleve a reaccionar hacia la hiperregulación. Las excepcionales circunstancias que estamos viviendo no pueden hacernos olvidar que toda iniciativa regulatoria debe ser convenientemente ponderada y someterse a un examen exigente sobre su finalidad y necesidad.

Las Cajas de Ahorros en los escenarios de la próxima década

Un foro de las cajas de ahorros sobre sus retos de la próxima década no se entendería sin la opinión de sus representantes, ya que la aportación de estas entidades al tejido económico y empresarial de España es fundamental. Las ideas desarrolladas, en representación de todo el sector, por Isidro Fainé Casas, Presidente de La Caixa; Miguel Blesa de la Parra, Presidente de Caja Madrid; Braulio Medel Cámara, Presidente de Unicaja; José Luis Olivas Martínez, Presidente de Bancaja; Carlos Egea Krauel, Presidente de Caja Murcia; y José Antonio Olavarrieta Arco, Director General de la CECA, fueron abordando casi todos los aspectos que caracterizan a las cajas de ahorros en ambas vertientes de su actuación: la financiera y la social.

La financiación del sector empresarial, especialmente las PYME, ha sido siempre un objetivo prioritario en el sector y cobra especial relevancia en el ejercicio de 2007, en el que el crédito concedido a empresas creció un veintitrés por ciento. A lo largo de los años, las cajas de ahorros han sabido encauzar la financiación del tejido empresarial de forma eficiente, tanto desde el punto de vista geográfico como de los sectores de actividad, gracias al profundo conocimiento de sus zonas de actuación. Además de la financiación de la actividad empresarial a través del crédito bancario directo a las empresas, la intermediación en programas de iniciativa pública o la inversión en sociedades de "capital riesgo", las cajas de ahorros dan un paso más en su implicación con este segmento mediante la participación directa en el capital de muchas empresas, contribuyendo así al desarrollo equilibrado y sostenido de regiones más desfavorecidas.

Esta modalidad de inversión, a través de participaciones empresariales, aumentó en 2007 algo más del veinte por ciento y supone una vinculación importante con el desarrollo del tejido empresarial de sus regiones de origen. El perfil de las empresas que reciben estos fondos es muy variado, llegando prácticamente a todos los sectores de actividad a través de las más de 4.400 empresas en las que las cajas tienen participación. De ellas, cerca de 3.000 son empresas que no cotizan en bolsa, y en un porcentaje muy elevado tienen un capital social inferior al millón de euros.

La búsqueda de competitividad, la creación de nuevos mercados, la supervivencia o el crecimiento son razones que están llevando a la empresa española a buscar su lugar en el mundo, tanto por exigencias del guión globalizador como por constituir una señal de madurez de una de las mayores economías mundiales. Las cajas que han acompañado a las empresas en España no pueden ser ajenas a esa actividad en el exterior.

Las cajas de ahorros salieron del municipio en el primer tercio del siglo XX; de la provincia, en el segundo; y de la comunidad autónoma, en el tercero. Todo apunta, pues, a que durante los próximos años asistiremos a la definitiva internacionalización de las cajas españolas; lo que ocurre es que, como en anteriores etapas, el crecimiento orgánico tendrá lugar de forma eficiente y por tanto gradual.

De hecho esta internacionalización ya ha empezado: muchas cajas disponen ya de sucursales en el extranjero y acuden ordinariamente desde hace décadas, a los mercados internacionales para financiarse. Los inversores institucionales de todo el mundo han confiado en las cajas de ahorros y han adquirido los valores emitidos por ellas. La internacionalización supone para las cajas de ahorros una vía para diversificar los riesgos y captar nuevos recursos.

Las cajas de ahorros son entidades estrictamente privadas, aunque con una vocación social y territorial que las diferencia de otros operadores en el mercado financiero. En virtud de esa vocación, los órganos de gobierno de las cajas tratan de ser una representación a escala del tejido social, económico y cultural de los territorios en que prestan sus servicios. Dicho tejido se compone, lógicamente, de entidades públicas y privadas.

Es decir, en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros participan cuantos intereses colectivos están legítimamente involucrados en su gestión dentro del ámbito territorial en el que desarrollan su actividad las cajas, en suma, son un reflejo de la sociedad. El modelo corporativo de las cajas se sitúa en la tendencia actual de las empresas más punteras de desvincularse del beneficio al corto plazo y favorecer la sostenibilidad mediante el diálogo con todos los *stakeholders.*

La diversidad de nuestra sociedad se traduce en una diversidad interna en cada caja de ahorros. Esa diversidad interna se articula a través de un juego de equilibrios que impide el predominio de un grupo concreto sobre los demás. Las decisiones son el fruto de procesos negociadores abiertos en búsqueda de "convergencias de intereses". A ello ha contribuido sustancialmente las últimas reformas legales (en 2002), que, entre otras cosas, ha reducido el porcentaje de representación de los poderes públicos.

Las cajas de ahorros llevan 170 años (incluso trescientos, si tenemos en cuenta la labor desarrollada por los montes de piedad) colaborando a solucionar problemas sociales y, en especial, aquellos que tienen que ver con la exclusión. Uno de los últimos instrumentos de las cajas para combatir la exclusión financiera procede, sin embargo, de la parte más operativa de las cajas. Se trata del servicio de remesas para inmigrantes. Las cajas consideran que su papel puede ser esencial en este ámbito, facilitando transacciones a bajo coste, contribuyendo a realizar inversiones productivas en los países receptores y sentando las bases para la consolidación de un sistema financiero capaz de movilizar los recursos necesarios para el desarrollo económico de esos países.

Los microcréditos constituyen otro de los instrumentos principales en la lucha contra la exclusión financiera. Por esta razón, las cajas de ahorros llevan desde comienzos de la presente década adaptando esta herramienta a las circunstancias específicas de nuestra realidad socio-económica. Durante el ejercicio del año 2007, las cajas han vuelto a ser las únicas entidades financieras que han concedido microcréditos sociales en España. En los últimos seis años, las cajas de ahorros españolas han concedido un total de 10.008 microcréditos sociales, por un importe de 93,48 millones de euros.

También los montes de piedad han desempeñado su labor ininterrumpidamente desde la fundación de la primera de estas instituciones en España, el Monte de Piedad de Madrid, en 1702. En estos más de tres siglos, su misión no ha cambiado sustancialmente: permitir el acceso al crédito a personas sin garantías y en riesgo de exclusión y servir de alternativa a las prácticas usurarias que aún se producen en España. Los préstamos que conceden los montes de piedad parten de cantidades muy pequeñas, que en algunos casos se sitúan en los cincuenta euros. El importe medio del préstamo concedido por los montes de piedad se situó en 447 euros en 2007.

El compromiso de las cajas de ahorros con sus clientes también se refleja en su red de oficinas, cerca de 1.200 oficinas nuevas en 2007. Casi el treinta por ciento de las nuevas oficinas se ha abierto en municipios de tamaño pequeño y mediano. Las cajas cuentan, por tanto, con la mayor red de oficinas en España, 24.591 oficinas operativas. El veinticinco por ciento de las oficinas se localiza en municipios de menos de 10.000 habitantes. La extraordinaria expansión del pasado ejercicio mantiene la cobertura de la población en el 97 por ciento.

Los servicios de atención al cliente de las cajas también son un buen ejemplo del compromiso de las cajas con los clientes. Este servicio, obligatorio desde hace tres años a raíz de la orden ECO 734/2004, de 11 de marzo, se creó de forma voluntaria en las cajas de ahorros hace dieciocho años. Es decir, las cajas se han adelantado y han contado durante catorce años con un servicio de atención al cliente por voluntad propia.

Asimismo, la presencia de las cajas españolas garantiza que el mercado financiero español disponga de un alto nivel de competencia, evitando las prácticas abusivas que el poder de mercado pudiera generar y compensando en gran medida la polarización que ejercen los dos grandes bancos nacionales. En aquellos países donde no existen las cajas, el mercado ha tendido a un oligopolio que ha perjudicado a los consumidores.

La biodiversidad institucional es necesaria porque permite diferenciar la oferta en beneficio del consumidor. En efecto, esquemas institucionales distintos imprimen "misiones" distintas, diversificando la oferta.

De los depósitos constituidos en las cajas de ahorros por el sector privado residente, el 53 por ciento corresponde a los hogares e instituciones sin fines de lucro, cuya cifra en valores absolutos es de 361.964 millones de euros, cerca de un sesenta por ciento de los saldos que las familias tienen depositados en entidades financieras.

Estos datos demuestran que las cajas de ahorros continúan desempañando un papel importante en la canalización y fomento del ahorro de las familias, sector con el que tienen una especial implicación, independientemente de su potencial de beneficio económico para la entidad.

Las cajas de ahorros españolas, pues, han sido verdaderas precursoras en Responsabilidad Social Corporativa, ya que para ellas constituye la esencia de sus principios fundacionales, en muchos casos más que centenarios. En las cajas el compromiso ético, lejos de ser reflejo de una presión social externa, constituye un componente fundamental de su naturaleza y, por ello, en estas entidades se reflejan con notable vigor todas y cada una de las diferentes dimensiones que, en su acepción más amplia, pueden considerarse constitutivas de la Responsabilidad Social Corporativa.

En los próximos años, la Obra Social de las Cajas de Ahorros tendrá que atender a la transformación de la sociedad, a partir de varias tendencias estructurales. La más evidente es el envejecimiento de la población. España pasará de cerca de seis millones de ancianos a dieciséis millones en 2050; será entonces uno de los países más envejecidos del mundo, con una edad media de 55 años. El aumento de la inmigración se sumará también a este cambio demográfico.

Otra tendencia relevante será la evolución del empleo femenino y el impacto en el modelo actual de familia. En este sentido, el aumento de los hogares monoparentales, el retraso en la formación de la familia, el mantenimiento de tasas muy bajas en los niveles de fertilidad y el aumento de familias económicamente vulnerables son cambios que, de hecho, se están produciendo y a los que las cajas deben dar respuestas.

Una cuarta tendencia está relacionada con la economía del conocimiento y con la necesidad de una mejor y permanente formación. La educación tendrá un papel más determinante, aun si cabe.

Tecnología e innovación

Creatividad, innovación y capacidad para explotar el conocimiento es la receta de una economía avanzada o, lo que es mismo, una economía de éxito. Los expertos resaltan que el talento, la tecnología y la tolerancia, las tres "T", engloban la capacidad creativa de un país y el motor de su desarrollo.

Antiguamente sólo cabía confiar en los recursos naturales y el capital físico. Ahora, hoy, la innovación sí es posible en los países que potencian y exportan el talento local, que invierten en educación, en investigación y desarrollo de las tecnologías de la información. La tolerancia hacia la diversidad favorece esta innovación y la creatividad.

Tal y como señaló Amparo Moraleda Martínez, Presidenta de IBM España, Portugal, Grecia, Israel y Turquía, la inversión en innovación permite generar incrementos de productividad a largo plazo; establece unas macro-tendencias, en las cuales, el cliente cobra valor, está cada vez más informado y es, por lo tanto, más exigente. La competencia se exacerba, dando lugar a la necesidad de mayores niveles de eficiencia. Por ello, es necesario atraer y retener capital humano.

Tecnológicamente, como recordó Julio Linares López, consejero delegado de Telefónica, no hay límites. El límite está en la inversión que se haga para crear la infraestructura necesaria.

El gran reto de los próximos años, pues, es saber utilizar la tecnología, puesto que ésta avanza rápidamente. Será necesario, entonces, integrar correctamente la tecnología, para que revierta en beneficio propio.

Actitudes ciudadanas alrededor de las políticas sociales

La crisis financiera también acarreará consecuencias en el terreno social durante los próximos ejercicios, aunque se trata de un periodo eventual que provocará consecuencias también positivas en España.

En un plazo de dos años, según Asís Martín de Cabiedes, Presidente de Europa Press, se producirá previsiblemente un incremento de la violencia callejera, el paro y la xenofobia. El Presidente de EFE, Álex Grijelmo, advirtió también de la gravedad del problema de las drogas. No obstante, esta situación tendrá un aspecto positivo a la larga: el despertar de la conciencia solidaria de las personas y las entidades financieras.

Esto a su vez producirá un aumento de la información basura; ya que cuantos más problemas y más necesidad de evadirse, se produce una mayor tendencia hacia la basura, lo cual sólo empobrece.

En esta misma línea se expresó el Director de ABC, Ángel Expósito Mora, quien aludió al "terrible periodo" al que se enfrenta la sociedad española y al previsible "cambio del mapa social". En este sentido, los medios de comunicación también tienen su parte de responsabilidad en la

gestión de la crisis, como recordó Ignacio Escolar García, Director de Público.

Nuevos valores y nuevas demandas sociales

La experiencia nos dice que las aplicaciones de la ciencia son imprevisibles. Muchos han realizado predicciones que el tiempo demostró equivocadas. Lord Kevin dijo que máquinas más pesadas que el aire son imposibles y el presidente de una compañía tecnológica, en 1977, manifestó que no veía ninguna razón por la que alguien quisiese un ordenador personal en casa.

El siglo XX ha sido el siglo del triunfo de la ciencia y de la tecnología, lo que ha facilitado la mejora en las condiciones de vida de, al menos, la mitad de la población mundial. Ese éxito no se ha plasmado, no se ha prolongado en el ámbito de la solidaridad humana.

Y lo cierto es que la otra mitad de la población mundial no participa del gran desarrollo impulsado por los beneficios de la ciencia y la tecnología. Los valores al igual que la energía ni se crean ni se destruyen, se transforman. Neruda lo dijo de una forma muy bella: *una abstracta incertidumbre sale de cada caos que regresa cada vez a ser orden*.

Desde dos perspectivas teóricas diferentes, como expuso Juan Díez Nicolás, Vicepresidente del World Values Survey (WVS), se llega a conclusiones muy similares. Así, desde la teoría del ecosistema social se ha podido observar que el cambio en sus cuatro elementos (incluyendo por tanto los cambios en las instituciones y en los sistemas de valores y creencias) ha sido crecientemente acelerado desde hace aproximadamente siglo y medio, hasta el punto de que ese cambio podría considerarse frenético en estas últimas décadas, desde el final de la II Guerra Mundial. Algunas de las consecuencias negativas que se habían previsto son ya perfectamente visibles, como la escasez de recursos, el deterioro del medio ambiente y el cambio climático, las desigualdades sociales y económicas, así como los conflictos sociales, entre países y dentro de cada país, todos los cuales se han agudizado de manera continuada, sobre todo, a partir de la primera crisis del petróleo en 1973.

Y, mientras los sistemas de valores cambiaron y al hacerlo facilitaron el paso de las sociedades pre-industriales-tradicionales a las sociedades industriales sobre la base del esfuerzo, el mérito y la autoridad, el proceso de post-modernización o post-industrialización, que partía de altas cotas de seguridad personal y económica, se basó en un incremento de los valores post-materialistas que maximizaron el bienestar individual y minusvaloraron la autoridad y el mérito, al tiempo que estimularon el desarrollo y crecimiento continuado de los valores de emancipación.

Pero el incremento de la inseguridad personal provocada, en primer lugar, por la posibilidad de que el ser humano acabe con toda forma de vida sobre el planeta como consecuencia del descubrimiento de la energía nuclear, y más recientemente también por la aparición del terrorismo internacional y el crecimiento de la delincuencia y el crimen organizado, y el incremento de la inseguridad económica como consecuencia de la creciente escasez de empleo y de su abaratamiento relativo, de la globalización de los mercados, del neo-liberalismo económico, y del incremento de las desigualdades sociales y económicas, están provocando desde hace solo menos de diez años un retorno a los valores materialistas y a mayores demandas sociales de autoridad y a una mayor contundencia en las actuaciones de los servicios de seguridad.

Así pues, si desde la teoría del ecosistema social se ha vaticinado el posible retorno a sistemas políticos autoritarios como respuesta al supuesto incremento de los conflictos sociales entre países y dentro de cada país, desde la teoría del cambio de valores se está también observando un incremento en las demandas sociales de autoridad y mantenimiento del orden para hacer frente a las crecientes amenazas a la seguridad personal. Por el contrario, la teoría del final de la Historia no parece que se haya cumplido ni es posible que pueda cumplirse, ya que ni es cierto que todos los países del mundo hayan adoptado ya el modelo económico del libre mercado ni el modelo político de la democracia parlamentaria, ni parece previsible que lo vayan a hacer en un futuro próximo, sino que más bien podríamos estar en el comienzo de la transformación de ambos modelos hacia otros todavía ni siquiera imaginados.

En el siglo XXI, la capacidad intelectual, la imaginación, las nuevas tecnologías serán elementos estratégicos fundamentales. Como dijo un conocido autor, la riqueza de las naciones será la riqueza de las nociones. El mundo de aquí en adelante será muy diferente, será un mundo más seguro y sostenible con nuevos valores de solidaridad. Para conseguir este mundo, como recordó José María Figueres Olsen, asesor internacional del Patronato de la Fundación para las Relaciones Internacionales y el Diálogo Exterior, y ex Presidente de Costa Rica, es necesario actuar en tres flancos: que las finanzas sean globalizadas, mediante una fluida comunicación con los bancos centrales; una gestión del petróleo exenta de conflictos y una distribución más equitativa de los alimentos.

Asimismo, desde el punto de vista social, habrá que hacer frente a dos realidades para evitar futuras complicaciones: el envejecimiento de la población y los movimientos migratorios. El fenómeno del envejecimiento de la población, desde la perspectiva del éxito social, tal y como recordó Gregorio Rodríguez Cabrero, catedrático de Sociología en la Universidad de Alcalá, doctor en Ciencias Económicas y licenciado en Derecho, trae consigo una oportunidad de desarrollo social y económico en el modelo europeo, a través de medidas como la prolongación de la vida laboral, fortaleciendo los incentivos. Es necesario, pues, ir hacia un envejecimiento activo a través de la inclusión social.

Por otra parte, y pese a lo que pueda parecer inicialmente, los movimientos migratorios no van a parar, sino que seguirán aumentando. Lo que si está cambiando son los motivos migratorios, que dejan de ser laborables y empiezan a ser familiares, es decir, de reagrupación familiar. Por ello, según Sami Naïr, filósofo y profesor de Ciencias Políticas en la Universidad de París, es necesario hacer una política de inmigración racional y democrática, una política mucho más ágil y flexible, e incluso sin consolidar que se pueda ir ajustando y que ponga en marcha una estrategia de movilidad. Para esto se necesitan acuerdos con los países de origen. En definitiva, una política de acceso a la ciudadanía, a los derechos y a los deberes donde las diferencias puedan desarrollarse libremente.

Estado, sociedad y Cajas ante las demandas sociales

En las sociedades avanzadas se cree que la razón, la comunicación y el respeto a las reglas del juego son cosas naturales, que siempre han estado ahí y no el resultado de una cultura determinada. Las élites económicas y políticas, las instituciones académicas, las empresas, asociaciones, medios de comunicación, el público han de establecer esos valores.

Las sociedades civiles responden a las asociaciones que la componen, las cuales, a su vez deben estar sincronizadas para poder hallar respuestas. Para que esto se dé tiene que haber un lenguaje común, por un lado, y una predisposición de escuchar, por el otro, como recordó Víctor Pérez Díaz, doctor en Sociología y catedrático de la Universidad Complutense de Madrid.

En este sentido, uno de los grandes atractivos de Europa son sus redes de seguridad social. Tenemos como ideal un modelo en el que el estado del bienestar aparece como algo irrenunciable. Pero ninguna sociedad, señaló Juan Antonio Gimeno Ullastres, Rector de la UNED, puede permitirse como presupuesto de bienestar el sesenta o setenta por ciento del PIB; cada vez se necesitan más recursos debido al aumento de las clases medias. Preservar la esencia de ese modelo social y hacerlo compatible con el crecimiento económico resulta esencial. En tiempos de economía estancada son necesarias ideas que muestren cómo han de conjugarse estas dos necesidades.

Por ello, el futuro de la Obra Social de las cajas, apuntó Victorio Valle Sánchez, Director General de la Fundación de Cajas de Ahorros, estará vinculado a aspectos relacionados con la dependencia y la sanidad. En la actualidad, el 84 por ciento de la Obra Social de las cajas se destina a asistencia social, cultura y tiempo libre, y educación.

Las cajas de ahorros generan riqueza y empleo. Cuentan con una capacidad dual única que les permite, por un lado, competir entre ellas y con las mejores entidades financieras del mundo e invertir sus beneficios en la sociedad. Un claro binomio economía-filantropía.

La Obra Social debe ser una prolongación del estado de bienestar frente al carácter más asistencialista que presenta en la actualidad, por ejemplo, facilitando la inclusión financiera. En su opinión los cambios apuntan a la necesidad de la existencia de las cajas de ahorros, puesto que en ellas se puede encontrar los elementos de estabilidad que las personas buscan en una creciente sociedad globalizada y, por lo tanto, con una mayor necesidad de evitar situaciones de inseguridad.

Responsabilidad social

Al ritmo en que consumimos los recursos necesitaríamos entre tres y cuatro planetas más para asegurar nuestra supervivencia, por lo que es necesario buscar fuentes de de energías alternativas al petróleo, no porque este se vaya a agotar, sino por que cada vez será más complicado acceder a él.

Es necesario, pues, como recordó Ernst Ligteringen, Director Ejecutivo del Global Reporting Initiative (GRI), que la empresa se plantee cambios profundos en su forma de actuar, y adquiera las herramientas necesarias para solucionar sus problemas específicos.

Frente al problema de la crisis de confianza, hay que apostar por la transparencia en las operaciones, por ejemplo, mediante las memorias, que ayudan a limpiar la imagen de la empresa y ofrecen tranquilidad.

Las Cajas, protagonistas de la próxima década

Celestino Corbacho Chaves, Ministro de Trabajo e Inmigración, se mostró convencido de que en los próximos años las cajas de ahorros apostarán por la investigación, el desarrollo y la innovación como motor de crecimiento; seguirán impulsando la responsabilidad social empresarial como un aspecto esencial de la actividad productiva; y sabrán atender las necesidades de una población más envejecida y con una presencia creciente de la inmigración.

De nuestras entidades resaltó *su capacidad para combinar, por un lado, una gestión financiera prudente y equilibrada que genera empleo estable y de calidad, y que fomenta la igualdad de oportunidades entre hombres y mujeres. Y por otro lado, una gran sensibilidad al problema de la exclusión social, destinando importantes recursos a atender a las personas más vulnerables de nuestra sociedad.*

Reconocimiento de la Corona a las Cajas

Los retos que presenta la difícil situación de la economía exigen esfuerzos colectivos que colaboren en la reactivación económica y en la protección de los ciudadanos, sobre todo los más desprotegidos. España está preparada para afrontar con éxito los retos de esta nueva situación, gracias a su fortaleza financiera y social.

En este sentido, las cajas de ahorros son fundamentales en la lucha contra la exclusión social y el fomento de la igualdad de oportunidades. La dotación voluntaria del porcentaje de beneficios de la Obra Social constituye el mayor esfuerzo realizado en acción social y cultural dentro del mundo empresarial.

A modo de colofón, es interesante resumir el papel de las cajas ante la próxima década con la opinión del S.A.R. el Príncipe de Asturias, quien destacó la profesionalidad, sentido de la responsabilidad y la capacidad de innovación de nuestras entidades, lo que se ha traducido además en una contribución fundamental al progreso económico y social de España.

Contamos con el mercado minorista más competitivo del mundo, sin la aportación de las cajas de ahorros esto no sería posible: nos hemos adaptado a los cambios que se estaban produciendo, y lo hemos hecho fortaleciendo nuestro modelo característico de negocio, basado en la proximidad y conocimiento del cliente, la diversificación, y sofisticando los sistemas de gestión; y todo ello manteniendo firme la fidelidad a nuestra naturaleza social.

Si hoy, el mundo de la empresa otorga un valor singular al concepto de la responsabilidad social, las cajas de ahorros supieron asumir plenamente este concepto, mucho antes de que se popularizara: en primer lugar, porque se han caracterizado por cuidar de manera especial a sus grupos de interés: empleados, clientes y sociedad. Adicionalmente, la dotación voluntaria de un porcentaje de los beneficios para Obra Social constituye el mayor esfuerzo realizado en acción social y cultural dentro del mundo empresarial. Por último, las cajas de ahorros, a pesar de la modernización de su negocio, han seguido cubriendo los huecos que otras entidades han ido dejando. Por eso, son fundamentales en la lucha contra la exclusión social y en el fomento de la igualdad de oportunidades.

Por todo ello, S.A.R. el Príncipe de Asturias, quiso terminar su discurso subrayando *el peso, el valor y la trascendencia de nuestras cajas, con su enorme experiencia y probado espíritu de servicio; al tiempo que os animo a que sigáis desempeñando con tesón y entrega vuestra noble función social y económica que es indispensable y siempre contará con el pleno apoyo y el profundo reconocimiento de la Corona*.

Panorámica empresarial

Carlos Humanes

1. Beneficios para la banca de EEUU en el cuarto trimestre

Los bancos de EEUU volverán a registrar beneficios en el cuarto trimestre. Según un informe elaborado por Thomson Reuters, el sector financiero ganará 17.300 millones de dólares frente a las pérdidas de 15.600 millones del mismo período del año anterior.

Los bancos regresan a las ganancias después de la catarsis que ha supuesto el último año y que tuvo su punto culminante el pasado mes de septiembre con la quiebra de Lehman Brothers. El esfuerzo por contener los gastos y la profunda reestructuración del sector, con la venta de Merril Lynch a Bank of America y las de Bear Stearns y Washington Mutual a JP Morgan, junto con la desaparición del modelo de banca de inversión parecen estar dando sus primeros frutos tras unos trimestres tumultuosos.

Una de las principales estrategias que ha encontrado el sector financiero para disminuir sus gastos ha sido la reducción de su fuerza laboral. En este sentido, Citigroup ha sido la entidad que ha llegado más lejos. El gigante bancario se ha deshecho de 50.000 trabajadores desde que comenzó la crisis, prácticamente la mitad de los despidos efectuados en todo el sector financiero mundial.

Este esfuerzo por reducir costes no ha evitado sin embargo que la entidad tuviese que volver a ser rescatada el pasado mes por el Gobierno de EEUU para evitar su colapso. No obstante, Citi no ha sido el único banco en depurar su plantilla para recortar costes. En diciembre, JP Morgan anunció el despido de 9.200 empleados en un esfuerzo por reducir gastos. La entidad necesita adecuar su plantilla, después de haber adquirido Bear Stearns en marzo, y la malograda Washington Mutual en septiembre.

Siguiendo con el capítulo de las reducciones de plantilla, en Europa, la entidad alemana BayernLB confirmó el despido de 5.600 personas, el suizo Credit Suisse anunció la supresión de 650 empleos, un 3 por 100 de la plantilla de su división de inversión. La entidad, que emplea a 50.000 trabajadores en todo el mundo, ya había despedido este año a 1.900 trabajadores. Por su parte, HSBC, el mayor banco europeo, recortará 500 puestos de su filial de banca de inversión en Reino Unido, donde emplea a 58.000 personas.

Impacto en la economía real. Cada vez parece más claro que la crisis se ha extendido desde el sector financiero a la economía real. Los beneficios empresariales en EEUU aumentarán tan sólo un 13,3 por 100 en el cuarto trimestre del año respecto al mismo período del año anterior. Excluyendo el sector financiero, las ganancias se reducirían un 8,1 por 100. Las compañías orientadas al consumo son las que sufrirán un mayor impacto en comparación con el ejercicio anterior. La crisis financiera unida al pinchazo de la burbuja inmobiliaria en la mayor economía del mundo ha provocado un brusco freno en el consumo, que representa dos terceras partes del PIB en EEUU. Según anunció el Departamento de Comercio el pasado 25 de noviembre, el consumo de las familias cayó en el tercer trimestre un 3,7 por 100 en tasa anual. Se trata del primer descenso desde el año 1991 y la más fuerte desde 1980, cuando el entonces presidente Jimmy Carter impuso controles al crédito.

El sector del consumo discrecional ya registró en el tercer trimestre del año el segundo mayor descenso en sus

ganancias de todos los tiempos. Los beneficios cayeron un 46 por 100, cuando un 95 por 100 de las compañías del sector había presentado ya sus cuentas. Esta brusca caída se puede explicar sobre todo por las compañías automovilísticas. Sin estas empresas, la tasa de crecimiento de los beneficios se habría reducido tan sólo un 3 por 100.

2. La internacionalización de la empresa española…

Durante 2007, las inversiones españolas directas (IED) en el exterior se elevaron a 90.995 millones de euros, lo que supuso un incremento del 44,2 por 100 con respecto a 2006. Las cinco principales operaciones empresariales españolas en 2007 fueron: la consolidación de ACS como una de las mayores constructoras del mundo con la compra de una participación en Hochtief, en Alemania; el afianzamiento de BBVA en el mercado de EEUU con la adquisición de Compass; el liderazgo mundial de Iberdrola en Energías Renovables con la compra de Scottish Power; la participación de Santander en la mayor adquisición bancaria de la historia con la compra del holandés ABN-AMRO y la ampliación del negocio de Técnicas Reunidas en el Golfo Pérsico con la adjudicación de un importante contrato con Boruoge en Abu Dhabi. Así lo recoge el *Anuario 2008 de la Internacionalización de la Empresa Española*, que ofrece datos de 2007 y ha sido elaborado por el Círculo de Empresarios y Wharton School.

La bonanza de 2007 poco tiene que ver con la crisis actual y las interrogantes sobre el comportamiento de la IED española en el exterior son numerosas. Los autores del Anuario señalan que algunas empresas están teniendo problemas porque se endeudaron bastante para invertir en los últimos dos o tres años y tendrán que reestructurar su deuda, vender algún activo, etc. Las situaciones de crisis siempre crean estos efectos, pero también hay oportunidades y hay empresas que las están aprovechando. En toda crisis, el precio de los activos cae y si se goza de una posición sólida respecto a los competidores, entonces puede interesar realizar compras. También hay otra oportunidad importante: si la economía española entra en una fase de crecimiento mucho más baja que en los últimos años, el estar internacionalizado, vía exportaciones o inversión en el exterior, constituye un colchón, una manera de diversificar geográficamente. Las crisis no solamente son problemáticas, también crean oportunidades.

Entre los destinos de la IED española, China, India, Brasil y EEUU aparecen con un potencial atractivo. China está siendo muy agresiva para mantener su tasa de crecimiento mediante un estímulo fiscal muy importante, en el que las infraestructuras tendrán mucho peso, por lo que las empresas españolas de ese sector deberían posicionarse allí. India también va a seguir creciendo y Brasil, aunque ha resultado afectado, parece que cuenta con la dinámica de un mercado interno que sigue robusto y es posible que también siga creciendo.

También está EEUU, que es la primera economía que ha entrado en recesión y, por su flexibilidad, es posible que sea la primera en salir de la crisis. Por tanto, para la empresa española posicionarse en EEUU en estos momentos tiene muchas ventajas: los precios de los activos son muy bajos; el euro sigue siendo fuerte, aunque ha caído un poco con respecto al dólar; y la economía americana seguramente sea una de las primeras en recuperarse. Invertir ahora en EEUU tiene sentido. En general, hay que posicionarse en mercados que se sabe van a tener un alto crecimiento en el futuro.

… Y el X Foro Latibex: una década tendiendo puentes

Y siguiendo con la internacionalización, el pasado mes de noviembre se celebró en Madrid la décima edición del Foro Latibex, el mercado de valores latinoamericanos que cotizan en euros en la Bolsa de Madrid. Después de seis años de crecimiento equilibrado y de reformas estructurales e institucionales, Latinoamérica se encuentra en mejor posición que nunca para afrontar la crisis global. Los presidentes de BME, Telefónica, BBVA, Repsol YPF y el consejero delegado de Copel compartieron esta visión en el acto inaugural del X Foro Latibex, que este año contó con la Presidencia de Honor de Su Majestad el Rey Don Juan Carlos, lo que evidencia la sensibilidad de la Casa Real hacia las inversiones españolas en América Latina.

"Estoy convencido de que ésta será la primera crisis económica global en que Iberoamérica no va a caer en recesión", señaló el presidente del BBVA, Francisco González. La caída del endeudamiento externo, público y privado, las reservas de divisas acumuladas, el saldo positivo de las cuentas fiscales, la mejor supervisión del sistema financiero y las reformas económicas conforman las "fortalezas" que, en opinión del máximo responsable del banco español, permiten a la región estar más preparada que en épocas anteriores. En esta línea, González subrayó que más allá del contexto actual, Latinoamérica seguirá siendo una fuente de crecimiento mundial en el largo plazo.

En este sentido, el presidente de Repsol YPF, Antonio Brufau, afirmó que la región "todavía va a mantener tasas de crecimiento relativamente robustas", si bien advirtió de

que la caída del precio de las *commodities*, el aumento del riesgo país y la depreciación de las divisas afectarán negativamente a la región.

Para Antonio Zoido, presidente de BME y anfitrión del Foro, la bonanza económica de América Latina también ha sido posible gracias a la profundización de sus mercados de capitales. "Se han desarrollado tanto las bolsas como los inversores institucionales locales y su papel es incuestionable, sobre todo en los países más grandes", señaló Zoido. De hecho, en 2007 por primera vez, la Bolsa brasileña figuraba entre los diez mercados del mundo que mayor financiación canalizaban a sus compañías, gracias a que se produjeron numerosas ofertas públicas de venta (OPV) en el mercado de valores de Sao Paulo.

Por su parte, el consejero delegado de Copel, Rubens Ghilardi, destacó que Latinoamérica "cuenta con un gran mercado interno que ofrece muchas ventajas". Además, se manifestó a favor de la creación de una moneda única en la región.

Zoido quiso resaltar que la apuesta de las empresas españolas en América Latina "ha sido acertada y debería seguir siéndolo" porque, gracias a ello, las compañías están más diversificadas. En concreto, un tercio de los beneficios de las compañías que integran el Ibex 35 proviene de Latinoamérica y son ya más de 400 empresas españolas las que cuentan con filiales en la zona.

El mayor exponente de la actividad española en Latinoamérica es Telefónica, que desde que inició sus operaciones en América Latina a principios de la década de 1990 ha invertido 83.247 millones de euros entre inversiones directas y las dedicadas a infraestructuras. A esta cifra habrá que sumar otros 14.000 millones de euros que el grupo tiene previsto invertir en los próximos cinco años.

BBVA también quiso reiterar su vocación de permanencia en la región, donde ha invertido más de 10.000 millones de euros y cuenta con más de 26 millones de clientes. González afirmó que el banco "está absolutamente comprometido con Iberoamérica" y que es en tiempos difíciles como los actuales cuando esto se demuestra. El presidente de la entidad española recordó que el grupo destinará 28 millones de euros (el 1 por 100 de sus beneficios) a su Plan de Acción Social, y que ya ha dotado con 200 millones a la Fundación BBVA para la iniciativa de microfinanzas, creada en 2007.

El presidente de Repsol hizo hincapié en el elevado potencial energético de Latinoamérica que explica la apuesta del grupo por la región, donde ha invertido en los últimos 11 años más de 35.000 millones de euros. Para Brufau, el papel de la compañía adquiere una especial relevancia en un momento en el que la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha revisado al alza las necesidades de inversiones en infraestructuras energéticas hasta 1.400 millones de euros desde la actualidad hasta 2030. Sin embargo, el presidente de la petrolera hispano-argentina criticó que algunos países de la región aún se plantean la intervención del Estado "para mitigar las fuerzas de la economía libre", si bien reconoció los avances en este campo de países como Colombia, México, Brasil o Argentina. Además, añadió que, "la inversión de las empresas privadas se hace más difícil pues a las tradicionales dificultades de acceso y de cambios en las condiciones de los contratos, se le unen los nuevos escenarios de precios y las incertidumbres económicas y financieras".

Por su parte, el presidente de BME recordó que el índice bursátil FTSE Latibex Top se ha comportado en 2008 de modo similar a los índices europeos. Sin embargo, "si ampliamos la perspectiva temporal, por ejemplo a los últimos cinco años, la inversión se habría multiplicado por dos veces y media", señaló Zoido. Además, el volumen negociado en Latibex se ha mantenido en los diez primeros meses de 2008, lo que permite consolidar una tendencia de crecimiento ininterrumpido desde la creación del mercado. Los inversores individuales y los fondos de tamaño mediano y pequeño siguen siendo los más activos en el mercado. También son los mayores beneficiarios de la estructura que aporta Latibex y que les permite operar en euros en acciones latinoamericanas con la misma facilidad y los mismos costes que ofrece la Bolsa española.

3. Las compañías energéticas desembarcan en la industria del automóvil

El sector del automóvil atraviesa por una grave situación delicada y su futuro depende de una reestructuración total que se adapte a las nuevas demandas. Y las compañías energéticas ya se han dado cuenta de que pueden jugar un importante papel en este cambio de modelo.

Además de conseguir una mayor eficiencia en la producción y abaratar costes, las compañías automovilísticas necesitan producir vehículos menos agresivos con el medio ambiente, con motores híbridos alimentados por biocarburantes, gas natural o cualquier otro combustible alternativo al petróleo, sobre todo en países como España y Francia, donde un 'coche verde' paga menos impuestos. En este sentido, el presidente de la Asociación Española del Gas (Sedigas), Antonio Peris, explicó que el encarecimiento de petróleo, la necesidad de cumplir objetivos medioambientales más exigentes y la aparición de incentivos

para el desarrollo de nuevos tecnologías empujarán el desarrollo comercial del sector.

De hecho, la Unión Europea ha establecido que en el año 2020, el 25 por 100 de los vehículos deberá utilizar combustibles alternativos y concretamente, el 10 por 100, gas natural. "Ello significaría más de tres millones de vehículos en España, que requerirían más de 5.000 puntos de carga para reportar", dijo Peris. Sin embargo, algunas compañías energéticas han diseñado una estrategia más agresiva para sacar partido de la debilidad del sector. El consorcio alemán Solarword lanzó en noviembre una peculiar oferta por las plantas de Opel en Alemania, cuyo propietario es General Motors. La oferta de la compañía dedicada a la fabricación de paneles solares consiste en 250 millones de euros en metálico y una línea de crédito de 750 millones. La automovilística estadounidense calificó la oferta de "pura especulación" horas después de que se hiciera pública.

Pero más que adquisiciones, el sector energético apuesta por líneas de colaboración con la industria de la automoción. El presidente de E.ON, Wulf Bernotat, destacó recientemente la apuesta de su compañía por los automóviles eléctricos. El gigante alemán tiene en marcha un proyecto conjunto con Volkswagen, que se encuentra en fase de ensayo, para producir coches eléctricos que almacenan energía eólica y cuyo suministro de combustible se realice en las horas valle (por la noche y en fines de semana). La compañía que preside Bernotat destaca que estos vehículos reducirían la dependencia de las importaciones de petróleo de forma sustancial, así como las emisiones de gases contaminantes a la atmósfera. Tan sólo emitirían 80 gramos de CO2 por kilómetro, frente al objetivo de un máximo de 120 gramos que la Comisión Europea se ha marcado para el año 2020.

La Comisión Europea (CE) ha propuesto la creación de un fondo de 5.000 millones de euros para impulsar la fabricación de coches más ecológicos y ayudar a la industria automovilística a superar la crisis por la que actualmente atraviesa. El Gobierno español destinará 800 millones de euros a esta industria, que emplea en España a 300.000 personas. El Ejecutivo de José Luis Rodríguez Zapatero pretende impulsar la formación de los trabajadores, el coche eléctrico y los servicios logísticos.

4. Bonos exóticos a medida

La intensa sequía de los mercados de crédito está complicando mucho la financiación de empresas, bancos y Estados. Una vía para apelar a los mercados podría ser, según apuntan distintos expertos, la emisión de productos personalizados, tal y como pueden ser los bonos australianos (*kangaroos*) o los islámicos (*sukuks*).

La emisión de bonos a la carta es un buen modo de buscar nuevas fuentes de financiación. Tanto el Tesoro como los bancos deben abrir su oferta de deuda lo más posible para tener un mercado más amplio que ofrezca menos restricciones, apuntan algunos expertos. Cada vez más analistas y gestores señalan que la emisión de bonos islámicos son una buena opción, ya que el Tesoro y las compañías deben acudir a donde haya más liquidez, y en estos momentos los países árabes son un buen nicho gracias a las ganancias obtenidas en los últimos años por sus elevados ingresos petroleros.

Algunos tesoros públicos europeos, como los de España o Reino Unido, trabajan ya en el diseño de emisiones a la medida para contar con la ayuda de los países del Golfo Pérsico en la financiación de los costosos planes de rescate bancario que han anunciado. Aun así, resulta complicado establecer la manera en la que los gobiernos de países como Reino Unido o España, pueden conseguir cerrar el negocio. Por de pronto España invitó a los países del Golfo Pérsico a participar en el fondo de ayuda pública. Asimismo, el Gobierno británico ha establecido contactos para emitir 2.000 millones de libras en *sukuks*, que es como se conocen los bonos que cumplen con la Sharia.

No sólo los bonos islámicos podrían ser interesantes, ya que en las últimas semanas han aparecido rumores de que alguna entidad española podría emitir bonos australianos. De hecho, representantes de un banco nacional se reunieron hace escasas fechas en Sidney con inversores de renta fija australianos, para intercambiar opiniones.

Y hasta el Banco de España ve oportunidades en este tipo de emisiones. En su publicación *Revista de Estabilidad Financiera* de noviembre, el banco central destaca las posibilidades que ofrecen las finanzas islámicas: "Con tan sólo un 20 por 100 del mercado potencial explotado, con la creciente acumulación de riqueza por parte de naciones islámicas exportadoras de petróleo y con el fuerte aumento en la población musulmana dentro y fuera del mundo islámico, el futuro de las finanzas islámicas se muestra prometedor".

Además, el que un banco pueda operar siguiendo los preceptos islámicos le da acceso a un *pool* de ahorro de distinta naturaleza para la financiación de sus clientes o la suya propia. No obstante, estos instrumentos también implican retos, especialmente debido a la falta de un marco legal homogéneo y, en algunos casos, de la inexistencia de una regulación adecuada a esta manera diferente de hacer finanzas. Según el Banco de España, también es necesario "aumentar la transparencia de estos mercados", especialmente en el difícil contexto actual.

Indicadores financieros

Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO *
"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"
Fecha de actualización: 15 de diciembre de 2008

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 septiembre*	*2008 octubre*	*Definición y cálculo*
1. Oferta monetaria (%var.)	BCE	5,6	9,8	11,6	8,7	8,7	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	5,2	3,1	4,3	5,0	4,2(a)	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,2	3,5	4,8	5,4	4,4(a)	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,6	3,8	4,4	4,5	4,4	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	6,5	4,1	4,8	5,3	5,7	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

(a) Último dato disponible a noviembre de 2008.

Comentario "Dinero y tipos de interés": Durante el último mes, se aprecia una reducción sustancial en los tipos de interés interbancario a 3 meses y Euribor a 1 año (los cuales se situaron durante el mes de octubre en un 5,2 y 5,3 respectivamente) en consonancia con la tendencia generalizada a la baja en los tipos de interés de referencia por parte de los bancos centrales para tratar de estimular la economía. Por su parte, el tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años muestra una tendencia a la baja, mientras que el tipo medio de las obligaciones y bonos de empresa mostró un incremento significativo.

B. Mercados Financieros

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 septiembre*	*2008 octubre*	*Definición y cálculo*
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	16,4	23,6	15,4	44,1	33,2	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	83,5	92,9	101,6	50,2	66,7	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)

* Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO *
TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO *(continuación)*

B. Mercados Financieros *(continuación)*

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 septiembre*	*2008 octubre*	*Definición y cálculo*
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,27	0,37	0,23	-	0,25	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,0	10,8	9,5	7,9	3,3	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	5,0	2,8	3,8	4,2	3,3	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	378,9	577,3	589,1	602,0	619,4	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (%var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	1,1	2,0	-2,0	10,1	10,6	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	5,7	8,5	2,8	6,0	2,3	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	671,1	1554,9	1642,0	1175,1	978,1	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	7004,8	12343,9	15182,3	10987,5	9116,0	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	17,9	15,0	12,1	9,5	-	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (%var.)	BE y Bolsa de Madrid	4,3	-0,9	-25,5	-12,2	22,9	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (%var.)	BE y AIAF	2,0	5,4	-1,8	-8,4	-8,9	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	5,2	2,9	4,1	4,8	4,9	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	1,8	3,8	-25,2	38,4	-0,8	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	6,5	10,7	91,2	16,3	-35,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

Comentario "Mercados financieros": En el último mes, se observa un mayor dinamismo en los ritmos de contratación de renta fija en operaciones al contado, contrastando con la desaceleración observada en las operaciones a plazo. En lo que respecta a los mercados bursátiles, el índice general de la Bolsa de Madrid y su selectivo, el IBEX 35, mostraron signos de volatilidad con algunas caídas intensas, acordes con los cambios en las expectativas de los inversores en el actual contexto de incertidumbre financiera internacional. Por su parte, los mercados de derivados han registrado tasas de variación negativas, principalmente en las operaciones realizadas con opciones financieras.

* Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO *
TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO *(continuación)*

C. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 agosto*	*2008 septiembre*	*Definición y cálculo*
22. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	1,0	1,9	1,7	0,8	0,7	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
23. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	0,7	1,6	1,3	1,3	1,2	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
24. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	0,9	-1,6	-0,2	1,9	1,4	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
25. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	1,3	1,7	1,6	1,5	1,2	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
26. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-0,6	0,3	0,4	-0,3	-0,3	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario.
27. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,2	1,1	2,3	11,5	11,7	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
28. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	0,5	-0,03	0,2	-1,6	-1,3	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
29. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	0,8	1,1	1,2	0,6	0,5	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En septiembre de 2008, se aprecia una ligera ralentización en el crecimiento en la captación de depósitos y concesión de créditos en un entorno de significativas restricciones de liquidez. Por otra parte, las acciones y participaciones y los valores distintos de acciones y participaciones redujeron su importancia relativa en el balance. En cuanto a los créditos dudosos, la tendencia sigue siendo al alza, con tasas de variación mensuales superiores a los dos dígitos.

D. Entidades de depósito. Estructura de mercado*

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 agosto*	*2008 septiembre*	*Definición y cálculo*
30. Número de entidades de depósito (% var. anual)	BE	-1,30	1,12	2,94	-	-	Variación en el número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español.
31. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Bancos	BE	52,59	45,53	45,41	45,20	45,25	Créditos totales de la banca privada en relación al total de créditos de las entidades de depósito.

* Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO *
TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO *(continuación)*

D. Entidades de depósito. Estructura de mercado* *(continuación)*

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2005*	*2006*	*2007*	*2008 agosto*	*2008 septiembre*	*Definición y cálculo*
32. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Cajas de ahorros	BE	42,66	49,08	49,23	49,44	49,41	Créditos totales de las cajas de ahorros en relación al total de créditos de las entidades de depósito.
33. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Cooperativas de crédito.	BE	4,75	5,39	5,36	5,36	5,34	Créditos totales de las cooperativas de crédito en relación al total de créditos de las entidades de depósito.
34. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Bancos	BE	40,36	35,88	35,31	36,79	36,91	Depósitos totales de la banca privada en relación al total de depósitos de las entidades de depósito.
35. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cajas de ahorros	BE	52,69	56,63	57,39	56,29	56,20	Depósitos totales de las cajas de ahorros en relación al total de depósitos de las entidades de depósito.
36. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cooperativas de crédito.	BE	6,95	7,50	7,30	6,93	6,89	Depósitos totales de las cooperativas de crédito en relación al total de depósitos de las entidades de depósito.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado": En el mes de septiembre, las cajas de ahorros mantuvieron su liderazgo en el mercado de créditos al sector privado respecto a bancos y cooperativas de crédito. Por el lado del pasivo, las cajas de ahorros presentan una cuota superior a la mitad del mercado en depósitos del sector privado.

* NOTA: Los indicadores de cuota de mercado han de elaborarse a partir de los datos del Banco de España (empleando las partidas 4.12, 4.55, 4.65 y 4.75 del Boletín Económico) que -debido a los cambios en la normativa contable señalados en la nota metodológica que abre estos indicadores- llevan un cierto retraso. Es conveniente señalar que cualquier comparación entre estos datos y los ofrecidos por las entidades de depósito siguiendo la normativa actual de contabilidad pueden conducir a errores de interpretación en la medida en que todas las series históricas no hayan sido actualizadas.

* El lector podrá encontrar en la página web de FUNCAS (http://www.funcas.ceca.es) otros indicadores financieros.

El Índice del Sentimiento del Consumidor acelera su descenso

Francisco Alvira Martín
José García López

1. Introducción

El Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC) del último trimestre del año 2008 tiene un valor de 59 puntos, lo que supone un retroceso de siete puntos respecto al sondeo anterior del mes de junio y una caída de 22 puntos en un año, es decir, un 27 por 100 (cuadro 1).

Por tanto, refleja una opinión del consumidor español muy negativa sobre la economía. Una amplia mayoría de las respuestas sobre su evolución reciente y futuro próximo manifiesta un elevado grado de desconfianza.

Desde los primeros meses del año 2008, las respuestas de los consumidores muestran un retroceso creciente del optimismo; incluso, el grupo que percibe una situación de

Cuadro 1

EL ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR

	Nov. 2008	Junio 2008	Febrero 2008	Nov. 2007	Junio 2007	Febrero 2007	Nov. 2006	Variación Noviembre 2008/07
I.S.C	**59**	**66**	**64**	**81**	**85**	**84**	**84**	**-27%**
Situación económica general								
Experiencia	46	58	46	77	83	77	82	-40%
Expectativas	62	67	62	84	91	87	88	-26%
Situación económica familiar								
Experiencia	69	76	70	90	91	89	92	-23%
Expectativas	75	82	83	95	96	96	97	-21%
Valoración del momento de compra	43	47	59	62	66	69	61	-34%

Fuente: Encuestas de los años 2008 y 2007. 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...*

Cuadro 2

LA OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA DE ESPAÑA

	Situación actual				En los próximos meses		
	Octubre 2008	Nov. 2006	Variación %		Octubre 2008	Nov. 2006	Variación %
Muy buena, buena	5	26	-80	**Mejor**	14	13	-8
Regular	31	49	-36	**Igual**	30	55	-45
Mala, muy mala	64	25	156	**Peor**	56	32	43
Total	100	100		**Total**	100	100	

Fuente: CIS Barómetro 2.775, octubre 2008

P.- *Refiriéndonos a la situación económica general de España ¿cómo la calificaría Vd.?*
P.- *Y ¿cree que dentro de un año la situación económica del país será…?*

estancamiento ha perdido peso. Es el resultado del aumento de la desconfianza de los consumidores sobre la evolución de la economía nacional y familiar para los próximos meses.

Los resultados que muestra el ISC quedan reforzados y validados por los de otras encuestas. Según el barómetro de octubre de 2008 del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) (cuadro 2), la respuesta de mala o muy mala referida a la situación económica es la opción más elegida por los entrevistados, 64 por 100, en la pregunta sobre su experiencia de la economía en los últimos doce meses. Las previsiones tampoco son mejores: un 56 por 100 prevé un deterioro de la economía para los próximos meses. Las diferencias entre los resultados del cuarto cuatrimestre de los años 2006 y 2008 son importantes. El cuadro 2 señala la distancia entre un balance a favor de la continuidad de la marcha económica, debida a la reciente experiencia de los entrevistados, y una mayoría pesimista.

Para ayudar a interpretar un resultado tan negativo del último ISC es interesante observar la evolución del índice

Gráfico 1

EL ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR 1977-2007

Gráfico 2

EXPERIENCIA RECIENTE - ISC 1977-2007

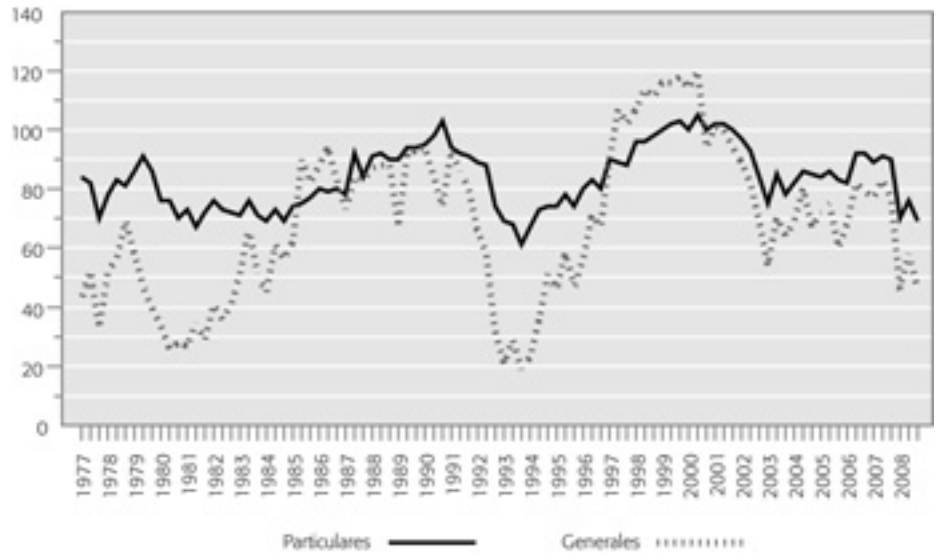
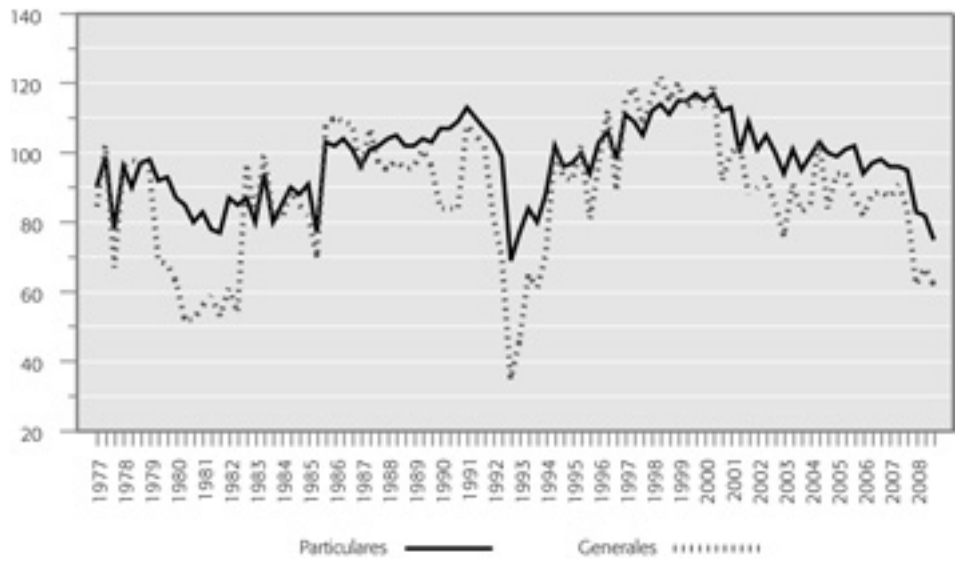


Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS - ISC 1977-2007



desde 1977 (gráfico 1), de modo especial en los periodos de "crisis" con valores del ISC notablemente inferiores a la media de la serie, 81 puntos. El dato último es el más bajo desde febrero de 1994, cuando el valor fue de 58 puntos. En el entorno de esta última fecha, la confianza de los consumidores comenzó a recobrarse tras un periodo de desconfianza (noviembre de 1992 a febrero de 1994). Después de una dilatada etapa de tranquilidad e, incluso, de claro optimismo de los consumidores, los tres sondeos de este año recogen una caída fuerte y rápida del ISC.

Gráfico 4

MOMENTO DE COMPRA - ISC 1977-2007

En el cuadro 3 se compara la pérdida de confianza del público en los noventa con el actual retroceso. Los valores de los ISC y sus subíndices anteriores al primer cuatrimestre con fuerte caída, se toman como base 100. En los noventa, el comienzo corresponde al índice de junio de 1992, y en la actualidad a noviembre de 2007. En el primer caso, la incertidumbre se prolongó durante cinco sondeos sucesivos, hasta junio de 1994, en el que la opinión pública se situaba ya al nivel de junio de 1992 e, incluso, con expectativas más positivas.

Cuadro 3

COMPARACIÓN DEL ISC ENTRE JUNIO 1992 Y JUNIO 1994 Y ENTRE NOVIEMBRE 2007 Y NOVIEMBRE 2008

	Evolución del ISC junio 1992/1994[1]							Evolución del ISC noviembre 2007/2008[1]			
	Junio 1992	*Nov. 1992*	*Feb. 1993*	*Junio 1993*	*Nov. 1993*	*Feb. 1994*	*Junio 1994*	*Nov. 2007*	*Feb. 2008*	*Junio 2008*	*Nov. 2008*
I.S.C	**100**	**66**	**63**	**70**	**64**	**74**	**90**	**100**	**79**	**81**	**72**
Experiencia											
Personal	100	84	78	77	69	76	83	100	77	84	76
Nacional	100	55	36	50	33	40	62	100	60	75	59
Expectativas											
Personal	100	69	77	89	80	88	102	100	87	84	78
Nacional	100	50	66	92	87	101	144	100	74	79	73
Valoración del momento de compra	100	61	43	40	40	49	54	100	95	76	69

(1) El Índice correspondiente es base 100 para el primer sondeo, los valores siguientes muestran el retroceso respecto al primero.

En la etapa actual, la caída ha sido relativamente menos profunda (cuadro 3) en los dos primeros sondeos, pero en el tercero, noviembre de 2008, es muy parecida a la de junio de 1993 con algunas diferencias: el retroceso de la valoración del momento de compra, asociada al nivel de consumo, ha caído mucho menos que en los noventa, al contrario que las expectativas familiares que han retrocedido notablemente más. En junio de 1993 faltaban doce meses para recuperar los valores del ISC anteriores a la crisis de confianza señalada por el ISC de junio de 1992 que costó unos 20 meses. En la actual situación, sólo se contemplan resultados negativos en tres sondeos y en ninguno de ellos el ISC ha descendido a los niveles de febrero de 1993, el valor inferior de la serie del ISC.

Las cifras macroeconómicas, más conocidas por los consumidores en los noventa expresaban un contexto distinto del conocido en los últimos ejercicios. En el cuarto trimestre de 1992, el aumento medio anual del PIB real mostraba una tasa negativa, -0,9, y en el primero de 1993 el descenso era del 2,8 por 100. En la actualidad, la evolución del PIB ha sido positiva, con tasas superiores a la media de la UE-15. En el cuarto cuatrimestre de 2007, el PIB mostraba un crecimiento del 3,3 por 100 y del 2,6 por 100 en el primero de 2008. A pesar de esos datos, en noviembre de 2008, la percepción del público sufría un fuerte descenso anual de 28 puntos.

El temor al paro es el principal problema de los españoles y en el último sondeo un 81 por 100 espera un aumento del mismo. Según los datos de la EPA, en la anterior "crisis de confianza" la tasa de paro se situaba en un 22 por 100, mientras el año 2007 se cerraba con un 8,3 por 100 para superar en éste el 11 por 100. Por otra parte, los últimos datos de la tasa de inflación actual son superiores a los de 1993 y se observa una mejora en los últimos meses.

Después de comparar las tasas, se constata la falta de sintonía entre la actual percepción de los ciudadanos y el cuadro macroeconómico elaborado en base a la situación del empleo, la inflación y la marcha del PIB. Parece útil reflexionar sobre las posibles razones para que la mayoría desconfíe de la evolución económica: un 59 por 100 de los españoles cree que la economía nacional ha empeorado en los últimos 12 meses y empeorará más en los próximos y, otro 16 por 100, que ha empeorado y seguirá igual. Este alto porcentaje, 75 por 100, no deja dudas sobre la orientación de la opinión pública. No son mucho mejores las expectativas personales: un 38 por 100 percibe que su economía familiar está deteriorándose y otro 12 por 100 que ha empeorado en los últimos meses y no mejorará en los próximos. Esta falta de confianza no es baladí; es un obstáculo importante para una recuperación económica.

Los sondeos de los años 2005, 2006 y 2007 mostraban una discreta confianza económica. Los valores sucesivos del ISC se movían alrededor de los 80 puntos, valor medio de su serie desde 1977. El horizonte económico, aparentemente positivo, no convencía a un sector amplio (gráfico 1). El ISC advertía la presencia de elementos macroeconómicos no tan positivos: endeudamiento de las familias, crecimiento basado excesivamente en la construcción de viviendas y la falta de correspondencia entre la naturaleza de la oferta de empleos y la demanda de los nacionales.

La discrepancia entre la percepción de un porcentaje relativamente importante y creciente de la población y los datos macroeconómicos más difundidos mueve a plantear una reflexión sobre el contexto de la opinión pública. Una primera consideración apunta a un factor no relacionado directamente con la situación económica: el cambio en la tecnología de los medios de información. En los últimos quince años se ha producido la difusión de los ordenadores, simultáneamente, la lectura de prensa por Internet y el aumento del número de las emisoras de televisión digital con variedad de informativos y debates. El ciudadano recibe muchas más noticias económicas desde más fuentes con distintas orientaciones ideológicas que al comienzo de los noventa. Este bombardeo de información tiene dos características, las fuentes son muy numerosas y ofrecen valoraciones muy diferentes de las noticias. Además parece mantenerse el principio: "las noticias malas prevalecen sobre las buenas, y éstas no son noticia porque no consiguen una alta audiencia". Conforme a él, la sensibilidad del consumidor se ha conducido en los últimos años en un marco de comunicación distinto del comienzo de los noventa. Los individuos sobredimensionan las noticias a medida que aumenta la información disponible y les llegan anuncios de cambios transmitidos con distinta intención y objetividad.

El concepto de globalización y sus consecuencias ha ido asimilándose por un amplio sector de la población. En muchos aspectos este proceso se puede percibir favorablemente, pero añade más incertidumbre. El temor del contagio de los problemas económicos de unos a otros países se ha extendido entre el público. Siempre el ciudadano ha percibido una capacidad escasa de respuesta a las decisiones de los gobiernos nacionales; pero ahora siente completa indefensión ante el efecto "dominó" de los problemas y de las políticas de algunos países sobre la situación económica del propio. En la segunda mitad del siglo XX, el ciudadano europeo ha visto en su gobierno el poder de resolver sus problemas, de mantener cierto grado de bienestar por la cobertura pública de sus necesidades materiales: *"Imagínese que sobreviene en la vida pública de un país cualquier dificultad, conflicto o problema; el*

hombre-masa tenderá a exigir que inmediatamente lo asuma el Estado…"[1] En el siglo XXI, los ciudadanos comienzan a asumir que ya no son los estados nacionales los avalistas de su bienestar material. Otras instancias internacionales deciden coordinadamente o no. Y el ciudadano español, francés o danés necesita referir su economía a esa instancia superior sobre la que no tiene posibilidad de influir ni siquiera con su voto cada cuatro años.

Así, un español ahorrador sufre las consecuencias de la desregulación financiera de los Estados Unidos, sin capacidad de reacción ni garantía para intervenir indirectamente y cambiar esa situación; no es extraño que sienta más intensamente el agravio y se incline más hacia el pesimismo.

Los individuos en el año 2008 son más sensibles a las amenazas económicas que hace quince años porque disponen de mayor información sobre las amenazas y desconfían de la capacidad de maniobra de los decisores nacionales. Además, el español medio se enfrenta a otro importante factor de incertidumbre personal: a la capacidad debilitada de su país por la internacionalización de los problemas se une la responsabilidad política repartida a su vez entre Administración Central, Autonómica y Local, ¿a cuál debe confiar sus problemas? Esta cuestión afecta colateralmente a la confianza y credibilidad de los individuos.

Todas estas cuestiones afectan al grado de sensibilidad de los individuos al evaluar la situación económica. Variables de distinta condición confluyen en el ISC, y las psicológicas no son menos importantes que las cifras económicas.

2. Los subíndices del ISC

En las respuestas a las cinco preguntas que configuran el ISC, los resultados muestran un notable pesimismo. Todos los valores de los subíndices son menores a los de los otros dos sondeos del año. Al comparar el retroceso anual de los subíndices de expectativas y experiencia sobre la marcha de la economía familiar con los correspondientes a la nacional, se puede apreciar que los primeros han retrocedido relativamente menos respecto a su situación de hace un año. La percepción del comportamiento de la economía nacional en los últimos doce meses es mala y su subíndice correspondiente sufre un fuerte retroceso, 40 por 100 respecto a noviembre de 2007. También ha experimentado una caída importante la valoración del momento para comprar bienes de equipamiento del hogar. En este caso el subíndice ha perdido el 31 por 100 de su valor respecto a noviembre de 2007.

Cuadro 4

SUBÍNDICES DE NOVIEMBRE 1993 Y 2008

	Noviembre 2008	Noviembre 1993
Economía nacional		
Experiencia	46	19
Expectativas	62	61
Economía familiar		
Experiencia	69	61
Expectativas	75	80
Valoración del momento de compra	43	32

En noviembre del año 1993, la desconfianza de los consumidores estaba también muy extendida y todos los valores de los subíndices se situaban en mínimos. En la actualidad, los cinco componentes del ISC han caído pero sus valores son aún más altos que en la anterior crisis del sentimiento económico de los consumidores. Sólo las expectativas económicas de las familias son hoy algo peores a las del año 1993.

3. Los optimistas

El cuadro 5 presenta los porcentajes de individuos que se diferencian de la opinión generalmente pesimista en las cuestiones planteadas en la encuesta. La principal conclusión de los datos del cuadro es **el escaso número individuos optimistas**. Los porcentajes de consumidores con expectativas de mejorar tanto en su economía personal como nacional no pasan del 7 por 100. Sólo en los capítulos de precios y ahorro, los optimistas constituyen grupos destacables.

El **retroceso de los optimistas** en todas las dimensiones del ISC es la segunda conclusión. Incluso respecto a la inflación, la opinión positiva sobre la evolución de los precios se ha reducido.

En noviembre de 2007, un 23 por 100 de la población decía que los precios habían subido poco o nada en los meses anteriores y un 32 por 100 preveía una mejora. Los anteriores porcentajes han descendido a un 13 por 100 y 14 por 100 respectivamente.

[1] José Ortega y Gasset, *La Revolución de las masas* en Obras Completas, tomo IV, pág. 225, Alianza Editorial, Madrid 1983.

Cuadro 5

TAMAÑO DE LOS GRUPOS OPTIMISTAS 2002 - 2008
(en porcentaje)

	Año 2008			Año 2007			Año 2006	Año 2005	Año 2004	Año 2003	Año 2002
	Novie	*Junio*	*Febrero*	*Novie*	*Junio*	*Febrero*	*Media*	*Media*	*Media*	*Media*	*Media*
A. Situación económica del País											
1. Ha mejorado	3	5	7	10	13	10	13	13	14	13	18
2. Mejorará	7	8	9	11	12	14	15	20	20	15	19
B. Situación económica familiar											
1. Ha mejorado	5	7	8	12	12	12	15	13	12	12	15
2. Mejorará	7	10	12	12	13	15	17	19	17	17	19
C. Demanda: consumo familiar											
1. Buen momento de compra	5	6	8	9	10	11	10	13	13	11	11
2. Comprará más	5	5	5	9	6	7	7	9	10	7	9
D. El Paro											
1. Disminuirá	4	10	11	11	17	16	16	17	15	16	12
E. La inflación											
1. Ha aumentado poco	13	12	20	23	24	25	22	22	18	16	31
2. Aumentará poco	14	14	25	32	40	34	36	37	53	55	39
F. Ahorro											
1. Aumentará	24	30	33	39	36	35	37	37	35	35	41

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: Sondeos de FUNCAS.

En noviembre de 2007, un 39 por 100 creía que continuaría ahorrando en los próximos meses, y un 24 por 100 en el último sondeo.

Debido al lugar que el paro ocupa entre los problemas de los españoles, es interesante señalar el tamaño del grupo de optimistas, 4 por 100, sobre esta cuestión. Hace un año un 11 por 100 se inclinaba por un descenso del paro. Suele considerarse que una sociedad optimista es una fuerza interesante para enfrentarse a etapas difíciles; el cuadro 5 no deja dudas de que ese elemento psicológico va a contar poco en los próximos meses. Desde el año 2002, los grupos de optimistas mantenían un pequeño retroceso en los sondeos del ISC, que se ha acentuado en este último sondeo.

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-mejorará; ha mejorado-seguirá igual; ha estado estancada-mejorará, y ha empeorado-mejorará.

- Quienes expresan una situación **sin cambio**: el entrevistado no espera cambios en la economía.

- Los **pesimistas:** la situación ha empeorado-se agravará; ha empeorado-seguirá igual; ha estado estancada-empeorará, y ha mejorado-empeorará.

Economía nacional

Las respuestas más numerosas sobre la evolución de la economía nacional muestran un marcado grado de pesimismo. El porcentaje total de estos consumidores, 77 por 100, se distribuye entre: una mayoría 59 por 100 de individuos que expresan una opinión radicalmente pesimista: "la economía nacional ha tenido un mal comportamiento en los últimos doce meses y esperan que este comportamiento continúe en los próximos meses"; un 16 por 100 poco menos pesimistas, dice que: "su situación ha empeorado y seguirá igual" y otro 2 por 100 cree que "no ha cambiado en los últimos 12 meses, pero empeorará" (cuadro 6 A).

Los individuos que no aprecian cambios importantes en la marcha económica del país y tampoco lo prevén "la economía nacional sigue igual", alcanzan un 14 por 100 de la población. Un 58 por 100 ha bajado este tipo de opinión en doce meses por un trasvase a posiciones decididamente pesimistas.

Sólo un 9 por 100 aprecia una evolución favorable de la economía. Entre estas personas, el tamaño del grupo radicalmente optimista es de un 2 por 100 de la población. Por cada individuo que cree en un proceso positivo: "La economía nacional tiene una tendencia positiva, ha mejorado y seguirá haciéndolo en los próximos meses", 29 individuos radicalmente pesimistas dicen que la economía nacional ha empeorado y seguirá igual en los próximos meses". La relación entre ambos grupos revela un pesimismo general. La fe en el progreso continuo de la economía nacional prácticamente ha desaparecido.

En el gráfico 5 se observa la evolución del tamaño de los tres grupos de individuos desde noviembre del año 1993. El mayor porcentaje de **pesimistas** de la serie correspondía a noviembre de 1993. Durante los siguientes sondeos el pesimismo baja hasta un mínimo en el año 2000, cerrando el siglo con un optimismo económico muy alto. Durante seis años del nuevo siglo, los cambios entre los tres grupos fueron pequeños y desde la última parte del año 2007 se ha producido un avance de una imagen negativa de la economía nacional. En el último sondeo, el tamaño de los pesimistas se aproxima al de noviembre de 1993.

Cuadro 6

TIPOS DE OPINIÓN ECONÓMICA. NOVIEMBRE 2006/2008

A

EXPECTATIVAS SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL

Experiencia	Mejorará			Seguirá Igual			Empeorará			Suma		
	Novie. 2008	*Novie. 2007*	*Novie. 2006*	*Novie. 2008*	*Novie. 2007*	*Novie. 2006*	*Novie. 2008*	*Novie. 2007*	*Novie. 2006*	*Novie. 2008*	*Novie. 2007*	*Novie. 2006*
Ha mejorado	2	6	6	1	4	4	-	1	1	3	11	11
Sigue igual	2	3	5	14	33	35	2	5	4	18	41	44
Ha empeorado	4	2	3	16	13	15	59	33	27	79	48	45
Suma	8	11	14	31	50	54	61	39	32	100	100	100

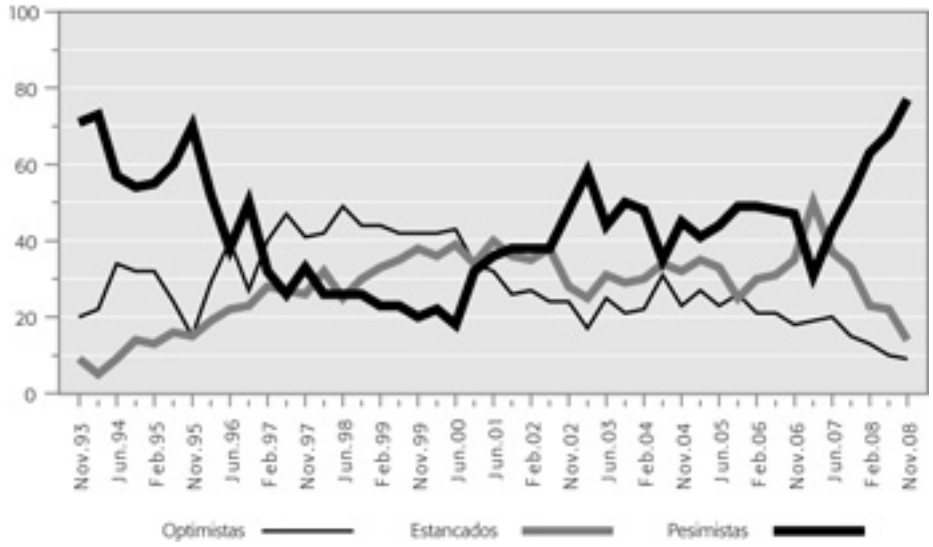
B

EXPECTATIVAS SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR

Experiencia	Mejorará			Seguirá Igual			Empeorará			Suma		
	Novie. 2008	*Novie. 2007*	*Novie. 2006*	*Novie. 2008*	*Novie. 2007*	*Novie. 2006*	*Novie. 2008*	*Novie. 2007*	*Novie. 2006*	*Novie. 2008*	*Novie. 2007*	*Novie. 2006*
Ha mejorado	2	7	7	3	5	8	-	1	-	5	13	15
Sigue igual	4	4	8	31	49	46	8	5	4	43	58	58
Ha empeorado	2	2	3	12	11	9	38	16	15	52	29	27
Suma	8	13	18	46	65	63	46	22	19	100	100	100

Gráfico 5

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL



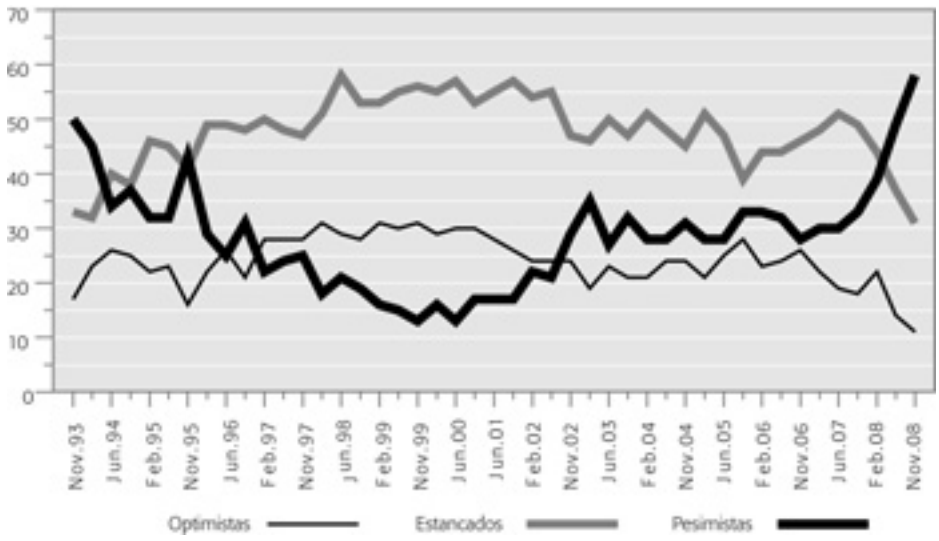
Economía familiar

Respecto a la economía familiar, la mayoría de la población, 58 por 100, cree que su situación ha empeorado y no espera cambios favorables para el año próximo. Los **pesimistas,** 58 por 100, superan en diecisiete puntos a los optimistas. En el gráfico 6 se aprecia el mayor peso de este grupo. El grupo de los individuos **radicalmente pesimistas**, 38 por 100, supera a los **radicalmente optimistas**, 2 por 100: por cada optimista hay diecinueve radicalmente pesimistas (cuadro 6 B).

El porcentaje 38 por 100 de los individuos radicalmente pesimistas es superior al 31 por 100 de quienes perciben una economía familiar sin cambios. Este resul-

Gráfico 6

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR



tado muestra un profundo temor personal por perder capacidad económica. El gráfico 6 muestra la evolución de los tres tipos de opinión sobre la economía familiar.

De junio de 1996 a noviembre de 2002, los individuos optimistas superaban a los pesimistas. En los restantes años el último grupo ha sido más numeroso. Sin embargo, el grupo que expresaba un sentimiento de estancamiento permaneció siendo el mayor hasta noviembre de 2007. En el año 2008, el segmento de población pesimista ha ido ganando puntos a los otros dos.

La lectura horizontal del cuadro 6 B muestra el tamaño de los grupos según su reciente experiencia: un 52 por 100 cree que la economía ha empeorado, un 5 por 100 que ha mejorado y un 43 por 100 no ha observado cambios. Las columnas verticales muestran que: un 8 por 100 espera mejorar frente a un 46 por 100 de pesimistas respecto a su futuro económico. Las expectativas pesimistas han aumentado un 109 por 100 en un año.

5. Ingresos, edad y sentimiento económico

En el cuadro 7, la renta de los consumidores y su edad se relacionan con los valores del ISC en noviembre de 2008, 2007, 2006 y 2005.

El ISC de los individuos con rentas altas, 67, es ocho puntos superior al valor medio. En rentas medias es inferior en dos puntos al general y diez puntos menor en rentas bajas. En noviembre de 2008, el ISC de los individuos con mayor renta aumentó su diferencia con respecto al estrato de rentas bajas hasta 18 puntos. Debe señalarse la presencia de un importante porcentaje de individuos, 25 por 100, que no responden a las preguntas sobre los ingresos personales, ni se autoposicionan en los escalones de renta porque existe una evidente resistencia a hablar de esta cuestión.

Según la edad, los individuos de 35 y más años son relativamente más pesimistas y los jóvenes, 18 a 34 años, más optimistas. Aunque las diferencias son pequeñas, los jóvenes son quienes muestran un porcentaje mayor de pérdida, 30 por 100 de su ISC, desde noviembre de 2005 y 2006.

6. Evolución del paro

En noviembre de 2008, sólo un 4 por 100 de los individuos espera que el paro disminuya, mientras un 81 por 100 dice que aumentará y un 15 por 100 no espera cambios significativos (cuadro 8). El último sondeo expresa una opinión muy pesimista. La diferencia entre respuestas positivas y negativas es de 77 puntos y las diferencias por renta y edad son muy pequeñas (los grupos relativamente más pesimistas son los de más edad y menores ingresos). En todos los sectores de población, las previsiones sobre el aumento de la tasa de paro son mayoritarias. Y es muy grave este dato porque el paro es el principal problema de los españoles (cuadro 12).

La comparación de estos datos con los de noviembre de 2002 muestra un ascenso del grupo pesimista en los años 2006 y 2007, que se acelera en el último sondeo (gráfico 7).

7. La inflación

Si se toma como término de referencia el comportamiento histórico de los precios en la economía española, la tasa de inflación ha permanecido bastante contenida durante los primeros años del siglo XXI. En 2004 mostró un pequeño repunte hasta el 3,2 por 100, y en 2005 y la primera parte de 2006 continuó esa tendencia, alcanzando en 2007 una tasa media anual del 2,8 por 100. En la pri-

Cuadro 7

RENTA, EDAD Y SENTIMIENTO ECONÓMICO (ISC)

Rentas:	Nov. 2008	Nov. 2007	Nov. 2006	Nov. 2005
Bajas	49	75	76	77
Medias	57	83	84	80
Altas	67	83	87	79
ISC medio	59	81	84	81

Edad:	Nov. 2008	Nov. 2007	Nov. 2006	Nov. 2005
18/34 años	63	85	90	90
35/54 años	58	83	83	81
55/ + años	56	77	80	68
ISC medio	59	81	84	81

Cuadro 8

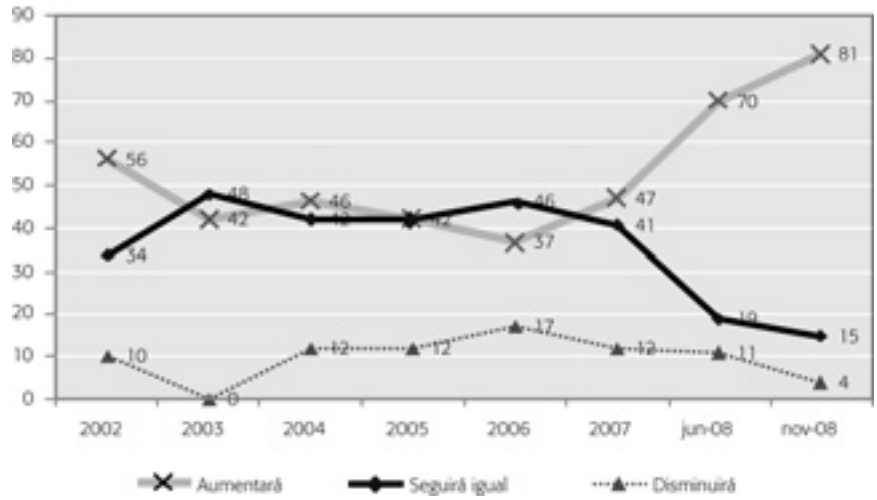
EXPECTATIVAS DE PARO SEGÚN RENTA Y EDAD. NOVIEMBRE 2007/2008

El paro en los próximos 12 meses:	Total		Bajos		Medios		Altos		18-34		35-54		55 y +	
	Nov. 08	Nov. 07	Nov. 08	Nov. 07	Nov. 08	Nov. 07	Nov. 08	Nov. 07	Nov. 08	Nov. 07	Nov. 08	Nov. 07	Nov. 08	Nov. 07
Aumentará	81	47	85	60	87	50	77	63	79	45	83	50	81	48
Seguirá igual	15	41	10	34	10	41	15	26	16	42	13	39	15	42
Disminuirá	4	12	5	6	3	9	7	11	5	13	4	11	4	10
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Encuesta FUNCAS-Investiga, noviembre 2007/08.
Pregunta: "*El paro en los próximos 12 meses: aumentará...*"

Gráfico 7

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE PARO NOVIEMBRE 2002/NOVIEMBRE 2008



Fuente: Fuente: Encuesta FUNCAS-Investiga, noviembre 2002-2007 y 2008.
P.- *¿El paro en los próximos doce meses…?*

mera parte del año 2008 por el efecto de los precios del petróleo y productos agrícolas, trasladado a los productos de la cesta de la compra, la tasa recobra un fuerte impulso, pero la caída del precio del petróleo y el desánimo del consumo lo ha frenado en los últimos meses del año y la tasa media puede situarse en el entorno del 4 por 100.

Este aumento de los precios no parece suficiente para una valoración tan ampliamente negativa. Un 86 por 100 (cuadro 9) dice que los precios han crecido "mucho o bastante" durante los doce meses anteriores. La explicación de esta percepción negativa, debe relacionarse con los aumentos salariales. En las etapas de altas tasas de inflación, muchos consumidores lograban incrementos de sus ingresos superiores a la inflación. El aumento de los ingresos les compensaba de la inflación. Actualmente, en muchos sectores, hostelería, construcción, servicios del hogar..., la competencia de los trabajadores en paro ha frenado la capacidad de presión sobre los salarios. En otros, automóviles, textiles..., la competencia de los precios de

Cuadro 9

INFLACIÓN. EXPERIENCIA

Los precios han aumentado:	Noviembre 2008	Noviembre 2007	Noviembre 2006
Mucho + bastante	86	76	76
Poco + igual + han bajado	14	24	24
Total	100	100	100

P.- "Si comparamos lo que ha ocurrido durante los últimos 12 meses ¿piensa Vd. que en el curso de los próximos 12 meses los precios para los consumidores van a...?"

importación de bienes de consumo generalizado y la amenaza de la deslocalización reduce la capacidad negociadora de los sindicatos por miedo al desempleo en el sector industrial. Además, la tasa de inflación de los bienes o servicios más utilizados por los individuos de bajos o medios ingresos ha sido superior a la media.

Un factor de la mala valoración del comportamiento de los precios se corresponde con la diferencia entre los incrementos relativos de los precios de algunos bienes de amplio consumo, como los carburantes, tarifas del gas, electricidad y alimentos, y los ingresos.

Las expectativas son optimistas para un 38 por 100 de individuos (gráfico 8). Aunque la mayoría, 86 por 100, experimentó un aumento de los precios en los doce meses anteriores (cuadro 9), en noviembre de 2008, la mayoría de individuos, 85 por 100, espera que se mantenga o se desacelere la inflación. Sólo el 15 por 100 teme que la tasa de inflación supere la actual en los próximos doce meses. En el contexto de amplio pesimismo recogido en los restantes aspectos del último sondeo, los precios no ocupan un puesto destacado.

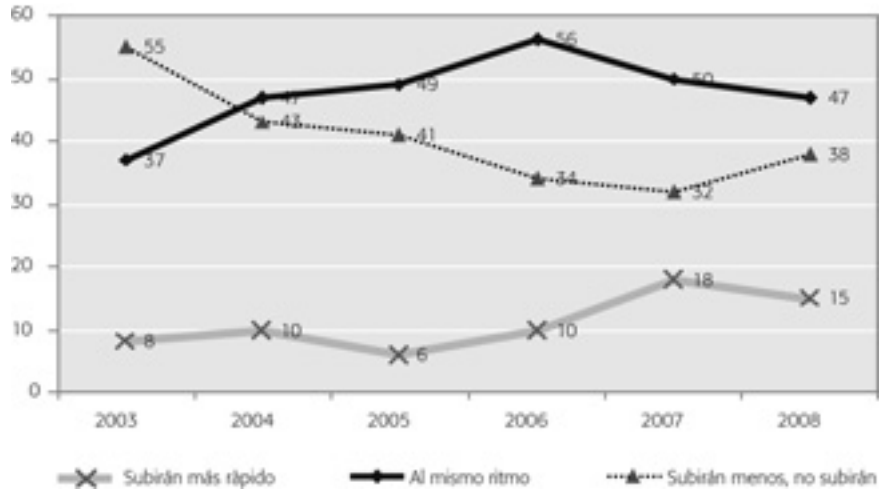
La preocupación por el empleo es muy superior. El cuadro 10 expone la distribución de los consumidores según sus expectativas de paro e inflación. El grupo mayor, 39 por 100, cree que los precios tendrán un comportamiento parecido al de los últimos doce meses; sin embargo la tasa de paro aumentará. Incluso un 28 por 100 espera una reducción de la tasa de inflación y un aumento del paro. Un grupo muy reducido de individuos confía en una reducción simultánea de ambas variables.

8. Ahorro y situación del hogar

Un 25 por 100 de las familias declara que ha podido ahorrar en los últimos doce meses. La mayoría, 61 por 100, manifiesta que necesita todos sus ingresos para el

Gráfico 8

TENDENCIA DE LOS PRECIOS



P.- "Si comparamos lo que ha ocurrido durante los últimos 12 meses ¿piensa Ud. que en el curso de los próximos 12 meses los precios para los consumidores van a …?"

Cuadro 10

INFLACIÓN Y PARO

La tasa de paro:	Aumentará		Seguirá igual		Disminuirá	
La tasa de inflación:	Nov. 2008	Junio 2008	Nov. 2008	Junio 2008	Nov. 2008	Junio 2008
Aumentará	14	14	1	1	-	1
Seguirá igual	39	36	7	10	1	4
Disminuirá	28	21	7	8	3	5

Fuente: Encuesta FUNCAS-Investiga.

pago de sus deudas y las compras diarias de su hogar: no pueden ahorrar. Un 14 por 100 acumula deudas o desahorra. Esta distribución de los consumidores muestra una situación sensiblemente peor que la del año anterior. El aumento de los individuos con gastos superiores a sus ingresos es importante; 55 por 100 respecto a los datos del mismo mes en dos años 2007 y 2006.

La proporción de ahorradores se relaciona con el nivel de renta. Un 42 por 100, de las personas con rentas altas ha ahorrado durante este año, mientras que sólo el 6 por 100 con rentas bajas consigue ahorrar. La edad influye también en el ahorro familiar. Un 31 por 100 de los individuos entre 18 y 34 años consiguen ahorrar y solo un 17 por 100 de los mayores de 55 años. Según la encuesta los más jóvenes son relativamente los más ahorradores, incluso más que los individuos entre 35 y 54 años, con un 27 por 100. Esta aparente contradicción se puede explicar por el retraso de los jóvenes españoles a abandonar el hogar de origen y poder disponer de su dinero con mayor libertad.

En el cuadro 11 aparece la situación de los hogares españoles en el periodo 2006-2008. En estos años el porcentaje de individuos que necesita endeudarse ha crecido lentamente hasta el último sondeo. Por otra parte, la población ahorradora se mantuvo alrededor de un 35 por 100, pero en noviembre de 2008 se observa una caída de diez puntos.

El ahorro se ha considerado tradicionalmente una virtud por las familias. Sin embargo, en los últimos sondeos un porcentaje elevado de individuos no lo considera razonable; en noviembre de 2008, un 81 por 100 muestra esa actitud. Un 80 por 100 del segmento de población de rentas altas declara un escaso aprecio por el ahorro, aunque un 44 por 100 consiga hacerlo. El gráfico 9, según

Cuadro 11

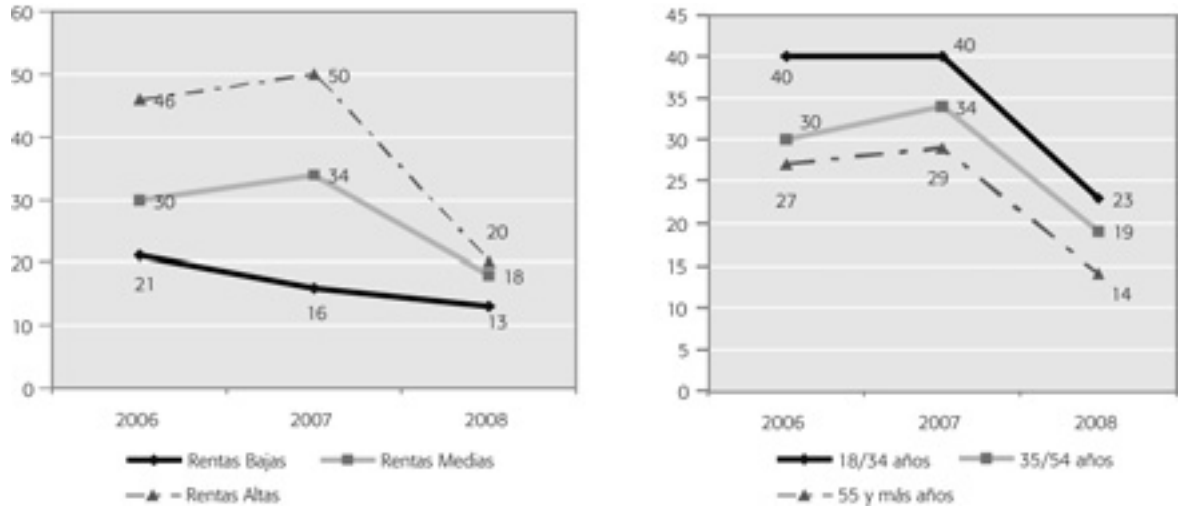
SITUACIÓN DEL HOGAR. NOVIEMBRE 2006/NOVIEMBRE 2008

	Rentas											
	Total			Bajas			Medias			Altas		
	Nov. 2008	Nov. 2007	Nov. 2006	Nov. 2008	Nov. 2007	Nov. 2006	Nov. 2008	Nov. 2007	Nov. 2006	Nov. 2008	Nov. 2007	Nov. 2006
Pueden ahorrar	25	35	36	6	14	12	29	37	42	42	58	55
Llegan fin de mes	61	56	55	70	59	69	53	53	48	49	38	38
Acumulan deudas	14	9	9	24	27	19	18	10	10	9	4	7
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

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

Gráfico 9

ACTITUD FAVORABLE DEL AHORRO



P.- "¿Es razonable ahorrar?"(Respuestas positivas).

renta y edad, señala una fuerte caída del interés de los españoles hacia el ahorro en el último sondeo. Mala noticia para mejorar la tasa de ahorro de las familias.

Entre el sondeo de noviembre de 2008 y el del mismo mes del año anterior se observa una pérdida del 29 por 100 de los hogares que pueden ahorrar y un aumento, 55 por 100, del segmento con rentas inferiores a sus gastos. Los resultados de este capítulo del sondeo se corresponden con la valoración del comportamiento económico de las familias según el ISC.

9. Los problemas económicos de los españoles

Los cuadros 12 y 13 muestran las listas de las respuestas de los españoles a los principales problemas de España y a los suyos personales; también cuál es el que consideran más importante en los ámbitos nacional y personal.

El paro para un 65 por 100 de la población se encuentra entre los tres primeros problemas nacionales. Le sigue la economía, 55 por 100, en general y la inmigración con un 25 por 100.

Con respecto al principal problema, el paro, 38 por 100, ocupa el primer puesto, seguido por la economía, 30 por 100 y la inmigración con un porcentaje mucho menor, 6 por 100.

Cuadro 12

LOS PROBLEMAS DE LOS ESPAÑOLES

Los tres primeros:	Nacionales	Personales
1. El paro	65	31
2. Economía	55	51
3. Inmigración	25	7
4. Terrorismo ETA	23	5
5. Vivienda	18	17
6. Inseguridad ciudadana	10	9
7. Pensiones	2	6

Fuente: CIS Barómetro 2.775, octubre 2008
Respuesta espontánea. Máximo tres respuestas

10. Los problemas personales

Para las familias, la economía pasa a situarse en la cabeza de la ordenación, 51 por 100, el paro en el segundo puesto, 31 por 100, y la vivienda pasa a ocupar el tercero en lugar de la inmigración. El público considera al terrorismo y la inmigración dos graves problemas de España, pero no son tan relevantes en la esfera privada. A la mayoría de las

Cuadro 13

EL PRINCIPAL PROBLEMA

	Nacionales	Personales
1. El paro	38	20
2. Economía	30	35
3. Inmigración	6	2
4. Terrorismo	5	2
5. Vivienda	3	6
6. Inseguridad ciudadana	2	2
7. Pensiones	1	4

Fuente: CIS Barómetro 2.775, octubre 2008
Respuesta espontánea. Máximo tres respuestas

familias les preocupa mucho los problemas económicos en general. El paro, como un problema con especial consecuencias no sólo para los ingresos familiares, es una amenaza grave para el 31 por 100 de los hogares.

El paro no ha dejado de ocupar un puesto destacado entre los problemas de España. La novedad del último sondeo es el aumento, 57 por 100, de los individuos que le sitúan a la cabeza respecto a diciembre de 2007[2]. Parecido aumento, 65 por 100, ha tenido el grupo preocupado por la economía nacional en general. Otras cuestiones importantes han dado paso a la preocupación por la economía.

11. Conclusiones

1º. Los resultados de todas las encuestas realizadas después del verano de este año, sin excepción, coinciden en una opinión económica crecientemente pesimista.

2º. El valor, 59 por 100 del ISC en noviembre[3] es 22 puntos porcentuales inferior al valor medio de la serie. Este índice se elabora por FUNCAS desde 1977 y su último valor expresa una profunda caída de la confianza económica con respecto al año 2007.

3º. No es la primera vez que la desconfianza preside la opinión de una amplia mayoría de los españoles. Desde 1992 hasta mediados de 1994, el ISC recogía también un sentimiento pesimista en todos los sondeos. Sin embargo, el ISC de noviembre de 2008 es más alto que el mínimo de aquel periodo.

4º. En los noventa, la situación del paro, crecimiento, tasa de actividad, renta personal…, describían un contexto económico peor, pero la sensibilidad de los consumidores a las malas noticias económicas ha aumentado durante estos años.

5º. El ciudadano medio percibe circunstancias singulares en la crisis actual que aumentan su incertidumbre: el tratamiento diferente de la información económica en los medios de comunicación, la interpretación sujeta a rápidos cambios o los efectos de la globalización crean mayor incertidumbre entre la población.

6º. La euforia económica de los primeros años del nuevo siglo ha dado paso a un amplio pesimismo y los compromisos económicos a largo plazo han comprometido el futuro de muchos españoles. El endeudamiento de las familias y la caída de su ahorro afectan a su capacidad de reacción personal.

7º. Las perspectivas para los próximos meses son negativas. Un gran número de consumidores cree que el último año ha sido malo para la economía nacional y los próximos meses serán peores. Las expectativas familiares son también pesimistas.

8º. La evolución de los precios es el aspecto relativamente más positivo del cuadro macroeconómico.

9º. El principal problema es el paro. Desde el año 1994 la tasa de paro ha venido descendiendo hasta llegar al 8,3 por 100 y simultáneamente aumentando la tasa de actividad, 59 por 100. La incorporación de la mujer y de los inmigrantes ha elevado el número de afiliados a la Seguridad Social a veinte millones. Pero la recesión del sector de la vivienda y el estancamiento del turismo despiertan miedo a una pérdida de empleos que van a recaer sobre personas con escasos recursos para resistir.

10º. La falta de confianza no responde a motivos triviales, pero recuperar la credibilidad de la gente sobre las políticas para resolver los problemas económicos es un factor importante para dicha recuperación.

Fuentes estadísticas

El Grupo Investiga realizó el trabajo de campo para FUNCAS en la última semana de octubre de 2008. Uni-

[2] Ver *Cuadernos de Información Econó*mica, nº 205, pág. 47.
[3] El trabajo de campo de la encuesta comenzó en octubre

verso: la población mayor de 18 años con selección de individuos mediante cuotas de edad y sexo. Selección de viviendas mediante método de secciones censales. Muestra 2.000 entrevistas.

Se han utilizado los datos marginales de los Barómetros del CIS de los meses de diciembre de 2000 a 2007, Estudios n°s 2.630, 2.584, 2.474, 2.441, 2.405, 2.654, 2.732 y 2.775.

Panel de previsiones de la economía española noviembre-diciembre 2008

Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

El crecimiento en 2008 se rebaja en una décima porcentual hasta el 1,3 por 100

Los resultados de Contabilidad Nacional del tercer trimestre arrojan una caída intertrimestral del PIB del -0,2 por 100 (-1 por 100 en tasa anualizada) y un avance del 0,9 por 100 respecto al mismo periodo del año anterior, en línea con lo previsto en el perfil trimestral del anterior Panel de Previsiones. El consumo de los hogares descendió un -1 por 100 intertrimestral (-3,8 por 100 anualizado) y su crecimiento interanual se redujo al 0,1 por 100, peor de lo esperado en el Panel de septiembre. La formación bruta de capital profundizó su caída, especialmente en construcción residencial, y la aportación del sector exterior fue positiva y superior a la de la demanda nacional por segundo trimestre consecutivo, a causa de la caída de las importaciones.

Siete panelistas de trece (en esta encuesta el panel se ha reducido en una institución) han recortado su previsión de crecimiento para 2008, lo que ha conducido a una revisión a la baja de una décima porcentual en la tasa media o de consenso, hasta el 1,3 por 100. Salvo el consumo público, que se revisa tres décimas porcentuales (dp) al alza, los demás componentes de la demanda han sufrido un descenso en su previsión de consenso, especialmente la inversión en construcción. También se rebaja la previsión para las exportaciones e importaciones, en mayor medida en el caso de las segundas, de modo que las aportaciones implícitas al crecimiento de las demandas nacional y externa serán de 1 puntos porcentuales (pp) y de 0,3 pp respectivamente.

Las previsiones para 2009 sufren el mayor recorte en la historia del Panel

La previsión media de crecimiento para 2009 ha sufrido un recorte de 1,2 puntos porcentuales, hasta el -0,9 por 100. Este es el recorte de mayor cuantía recogido hasta ahora en los nueve años de historia del Panel de Previsiones. Si en la encuesta de septiembre solo había dos panelistas que esperaban cifras de crecimiento negativas, ahora solo es uno el que espera un crecimiento positivo. En el mes de marzo, cuando se recabaron por primera vez las previsiones para el año próximo, la cifra de consenso se situó en un 2,1 por 100, lo que, en comparación con la cifra actual, da cuenta del severo y acelerado declive que ha sufrido la economía española y sus perspectivas en estos siete meses, y al mismo tiempo, de lo inesperado de su profundidad.

La previsión se alinea con la más baja de las ofrecidas por los organismos internacionales, concretamente con la de la OCDE, y muy por debajo de la del gobierno, si bien este ya ha reconocido que las suyas están obsoletas y que va a revisarlas en diciembre.

El perfil trimestral de crecimiento que se obtiene a partir de las respuestas de los panelistas indica que el punto de inflexión se alcanza en el tercer trimestre de 2009. En el punto más

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - NOVIEMBRE-DICIEMBRE 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	-1,0	1,0	-1,5	3,7	4,9	-1,0	-7,6	0,7	-8,2	-3,0	-10,1	--	--	1,0	-2,2
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	1,3	-1,0	1,1	-0,5	3,8	3,5	-2,0	-9,1	-1,3	-13,9	-4,0	-9,6	3,5	0,5	0,8	-2,0
Caixa Catalunya	1,3	-0,9	0,8	-2,3	4,8	4,4	-1,1	-3,8	1,3	-3,5	-4,0	-6,7	4,2	-1,3	0,9	-1,4
Caja Madrid	1,2	-1,3	0,7	-2,5	4,5	3,3	-1,7	-10,3	1,3	-10,3	-4,8	-13,0	3,8	-2,6	0,8	-3,3
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	1,3	-1,0	0,9	-0,9	4,0	2,7	-0,5	-4,4	2,4	-0,9	-2,7	-6,9	2,7	-1,7	1,3	-0,9
Consejo Superior de Cámaras de Comercio	1,3	-0,6	1,0	-0,3	3,8	3,1	-0,5	-5,2	2,0	-3,4	-3,1	-7,5	3,3	-1,9	1,3	-1,0
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	1,2	-1,5	0,4	-2,0	5,0	3,5	-1,8	-8,4	0,1	-9,9	-4,3	-9,4	3,7	-2,9	0,6	-2,7
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	1,3	-0,9	0,6	-1,2	4,8	4,1	-1,2	-5,4	1,4	-6,0	-4,3	-7,6	4,2	2,6	0,8	-1,6
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	1,3	-1,3	1,1	-1,0	4,5	4,5	-0,3	-5,0	1,5	-6,0	-3,5	-10,0	2,5	0,5	1,1	-1,9
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	1,3	-0,6	0,8	-0,1	3,5	3,7	-0,5	-2,7	0,3	-3,1	-1,9	-3,4	2,7	-0,2	1,0	-0,3
Intermoney	1,2	-1,0	0,6	-1,0	5,0	2,7	-1,8	-8,6	0,6	-9,1	-4,4	-10,3	3,5	-2,6	0,6	-2,4
La Caixa	1,4	0,1	1,1	0,4	4,0	4,1	-1,0	-5,1	1,5	-3,8	-3,5	-7,7	3,4	1,4	1,0	-0,5
Santander	1,3	-1,0	0,7	-0,9	5,1	4,5	-1,5	-5,9	1,3	-3,6	-4,1	-8,5	3,2	-2,4	0,9	-1,4
CONSENSO (MEDIA)	1,3	-0,9	0,8	-1,1	4,4	3,8	-1,2	-6,3	1,0	-6,3	-3,7	-8,5	3,4	-0,9	0,9	-1,7
Máximo	1,4	0,1	1,1	0,4	5,1	4,9	-0,3	-2,7	2,4	-0,9	-1,9	-3,4	4,2	2,6	1,3	-0,3
Mínimo	1,2	-1,5	0,4	-2,5	3,5	2,7	-2,0	-10,3	-1,3	-13,9	-4,8	-13,0	2,5	-2,9	0,6	-3,3
Diferencia 2 meses antes [1]	-0,1	-1,2	-0,3	-1,3	0,3	0,0	-0,6	-2,7	-0,7	-3,7	-1,0	-3,8	0,7	-1,2	-0,3	-1,6
- Suben [2]	2	0	2	0	7	5	3	1	0	0	0	0	6	3	0	0
- Bajan [2]	7	12	8	11	3	6	7	11	9	11	10	12	3	7	8	11
Diferencia 6 meses antes [1]	-0,9	-2,6	-1,2	-2,7	-0,5	-0,9	-2,5	-5,6	-3,8	-7,9	-2,9	-5,9	0,3	-2,4	-1,5	-3,3
Pro memoria:																
Gobierno (septiembre 08)	1,6	1,0	0,7	0,4	4,9	3,8	0,3	-1,5	2,8	2,7	-1,8	-5,1	3,8	3,7	1,3	0,5
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 (noviembre 08)	1,3	-0,2	0,9	-0,4	4,1	1,3	-1,6	-5,8	0,8	-5,2	-3,8	-7,6	--	--	0,7	-1,6
FMI (noviembre 08)	1,4	-0,7	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
OCDE (noviembre 08)	1,3	-0,9	1,2	-0,4	3,6	3,4	-2,0	-9,2	--	--	--	--	--	--	--	--

[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 - NOVIEMBRE-DICIEMBRE 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*
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	3,3	-1,3	1,7	-4,4	-4,0	1,1	4,3	2,6	4,3	2,6	-0,3	-3,4	11,1	15,6	-9,2	-7,2	-1,9	-4,2
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	3,1	-1,6	1,1	-4,3	-4,3	-4,0	4,3	2,3	5,1	3,7	-0,2	-2,7	11,0	15,4	-9,9	-8,2	-1,5	-4,3
Caixa Catalunya	3,0	1,7	1,0	-0,5	-3,6	-3,9	4,2	1,1	--	--	-0,1	-2,2	10,8	13,5	--	--	--	--
Caja Madrid	3,2	1,1	1,4	-4,7	-5,0	-6,7	4,2	1,7	3,8	2,9	-0,4	-3,9	11,1	15,8	-9,2	-7,3	-2,5	-4,5
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	3,1	2,1	2,4	0,7	-3,8	-3,4	4,3	2,9	5,0	4,4	0,0	-2,3	10,8	14,4	-10,5	-10,2	-1,1	-2,7
Consejo Superior de Cámaras de Comercio	3,3	-0,2	2,6	-1,3	-5,2	-4,0	4,3	2,7	--	--	0,2	-1,4	10,9	15,0	-10,0	-9,5	-0,1	-2,0
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	2,9	0,2	0,5	-4,1	-4,9	-7,0	4,2	1,8	5,2	3,6	-0,4	-3,4	11,2	15,9	-9,7	-7,0	-1,8	-4,3
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	2,7	0,3	0,7	-1,7	-4,1	-2,8	4,3	2,9	4,9	3,5	0,1	-0,7	11,0	14,8	-9,4	-7,2	-0,7	-3,1
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	3,2	1,7	2,0	-0,5	-3,0	-4,0	4,2	2,0	4,5	3,3	-0,1	-2,0	11,0	15,5	-10,0	-9,0	-2,0	-4,2
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	2,4	2,2	1,2	0,9	-4,0	-3,1	4,2	2,0	--	--	-0,2	-2,2	11,0	15,1	-10,0	-9,8	-2,9	-4,1
Intermoney	3,0	1,3	0,8	-3,5	-4,5	-3,8	4,1	1,1	4,3	2,9	-0,3	-3,5	11,1	15,5	-9,6	-6,2	-1,5	-4,8
Caixa	3,8	2,1	2,2	-0,2	-3,5	-1,4	4,2	2,1	4,6	2,8	-0,1	-1,5	10,9	13,6	-10,5	-10,0	-1,5	-2,8
Santander	2,8	-0,5	1,0	-1,7	--	--	4,3	2,3	3,4	2,8	-0,1	-2,7	11,0	15,4	-10,5	-8,5	-2,0	-4,0
CONSENSO (MEDIA)	3,1	0,7	1,4	-2,0	-4,2	-3,6	4,2	2,1	4,5	3,3	-0,1	-2,5	11,0	15,0	-9,9	-8,3	-1,6	-3,8
Máximo	3,8	2,2	2,6	0,9	-3,0	1,1	4,3	2,9	5,2	4,4	0,2	-0,7	11,2	15,9	-9,2	-6,2	-0,1	-2,0
Mínimo	2,4	-1,6	0,5	-4,7	-5,2	-7,0	4,1	1,1	3,8	2,6	-0,4	-3,9	10,8	13,5	-10,5	-10,2	-2,9	-4,8
Diferencia 2 meses antes[1]	-0,2	-1,6	-0,9	-2,4	-1,2	-1,9	-0,3	-0,9	0,1	-0,3	-0,2	-1,4	0,2	1,5	0,6	1,6	-1,5	-2,3
- Suben[2]	2	0	0	0	1	2	0	0	4	1	0	0	9	12	8	9	0	0
- Bajan[2]	8	12	11	12	9	8	13	12	4	7	12	11	1	0	1	1	12	11
Diferencia 6 meses antes[1]	-0,8	-2,7	-2,5	-4,7	-5,2	-4,4	0,3	-0,6	0,8	0,1	-1,2	-2,8	1,4	4,0	0,2	1,6	-2,1	-3,5
Pro memoria:																		
Gobierno (septiembre 08)	4,1	4,0	2,6	1,9	--	--	--	--	4,5	4,0	0,2	-0,5	10,4	12,5	--	--	-1,5	-1,9
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 (noviembre 08)	3,4	2,3	1,3	-2,5	--	--	4,2	2,1	5,0	3,2	-0,2	-2,0	10,8	13,8	-9,9	-8,6	-1,6	-2,9
FMI (noviembre 08)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
OCDE (noviembre 08)	3,2	3,7	0,9	-1,6	--	--	4,4	1,8	--	--	--	--	10,9	14,2	-9,7	-7,4	-1,5	-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 - NOVIEMBRE-DICIEMBRE 2008[1]

Variación interanual en porcentaje

	2008-I	2008-II	2008-III	2008-IV	2009-I	2009-II	2009-III	2009-IV
PIB[2]	2,6	1,8	0,9	-0,2	-0,8	-1,2	-1,0	-0,7
Consumo hogares[2]	2,2	1,2	0,1	-0,5	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8
IPC	4,4	4,6	4,9	3,0	2,5	1,8	1,7	2,5

[1] Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.
[2] Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

bajo del ciclo, el segundo trimestre de 2009, la variación del PIB será de un -1,2 por 100 interanual.

El consumo de los hogares se contraerá un 1,1 por 100, según la previsión de consenso, y la FBCF, un 6,3 por 100, aunque existe una dispersión muy elevada en las respuestas. Así, el rango de las estimaciones se mueve, en el primer caso, entre el 0,4 por 100 y el -2,5 por 100, y en el segundo, entre el -2,7 por 100 y el -10,3 por 100. La amplitud de dichos rangos indica el elevado grado de incertidumbre que rodea las perspectivas entorno a la posible evolución de la economía española (y mundial). La aportación al crecimiento de la demanda nacional que se deriva de las cifras de consenso, será de -1,8 pp, y la del sector exterior de 0,9 por 100.

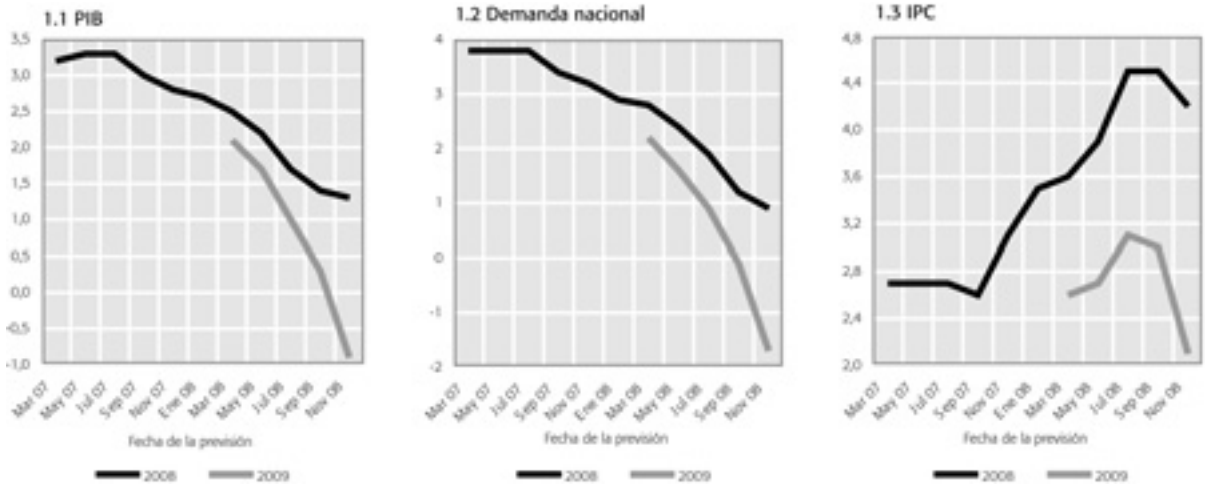
Fuerte corrección a la baja de las previsiones para la industria

La industria está siendo duramente golpeada por la crisis. El índice de producción industrial ha registrado caídas de entorno al 6 por 100 de media en los últimos meses, que se elevan por encima del 7 por 100 si excluimos el sector energético. Los indicadores de confianza siguen derrumbándose, y se sitúan en el nivel más bajo desde la crisis de 1993. La

Gráfico 1

PREVISIONES DE CRECIMIENTO MEDIO ANUAL (Valores de consenso)

Variación anual en porcentaje



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

Cuadro 3

PANEL DE PREVISIONES: OPINIONES - NOVIEMBRE-DICIEMBRE 2008

Número de respuestas

	Actualmente			Tendencia 6 próximos meses		
	Favorable	*Neutro*	*Desfavorable*	*A mejor*	*Igual*	*A peor*
Contexto internacional: UE	0	0	13	0	1	12
Contexto internacional: No-UE	0	2	11	0	1	12
	Bajo[1]	*Normal*[1]	*Alto*[1]	*A aumentar*	*Estable*	*A disminuir*
Tipo interés a corto plazo[2]	1	4	8	0	1	12
Tipo interés a largo plazo[3]	2	6	5	0	7	6
	Apreciado[4]	*Normal*[4]	*Depreciado*[4]	*Apreciación*	*Estable*	*Depreciación*
Tipo cambio euro/dólar	9	4	0	2	4	7
	Está siendo			Debería ser		
	Restrictiva	*Neutra*	*Expansiva*	*Restrictiva*	*Neutra*	*Expansiva*
Valoración política fiscal[1]	0	2	11	0	3	10
Valoración política monetaria[1]	2	6	5	0	3	10

[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.

previsión media de los analistas para 2009 se ha vuelto a revisar a la baja, en 1,9 pp, hasta el -3,6 por 100.

Mejora el escenario inflacionista

El escenario inflacionista ha mejorado considerablemente gracias a la caída del precio de petróleo, que en las últimas semanas se ha movido en torno a los 50 dólares, la tercera parte del precio de hace cuatro meses. La tasa de inflación se redujo en octubre hasta el 3,6 por 100, y las previsiones medias anuales de consenso se han reducido tanto para este año como para el siguiente, hasta el 4,2 por 100 y el 2,1 por 100, respectivamente.

La indiciación salarial amenaza con agravar la crisis

Como ya se indicó en el anterior Panel de Previsiones, los mecanismos de indiciación salarial están trasladando la inflación hacia los salarios, aunque de momento los efectos de segunda ronda, es decir, el traslado de los mayores costes salariales nuevamente hacia los precios, ha sido muy limitado a causa de la situación de debilidad de la demanda. La remuneración por asalariado, según las cifras de la Contabilidad Nacional, ha estado creciendo en los tres primeros trimestres de este año a ritmos superiores al 5 por 100, frente a una subida media en 2007 del 3,6 por 100.

El crecimiento de la remuneración por asalariado en 2008, según la cifra de consenso de los panelistas, será del 4,5 por 100, cifra que parece que se queda corta teniendo en cuenta la evolución que ha presentado esta variable a lo largo del año. La previsión para 2009 se ha revisado a la baja, en coherencia con la menor inflación esperada, hasta un 3,3 por 100.

El panorama de empleo sigue empeorando

El empleo, según Contabilidad Nacional, sufrió un recorte en el tercer trimestre del 0,8 por 100, tanto en términos interanuales como intertrimestrales, en línea con las caídas que recogen otros indicadores como la Encuesta de Población Activa y las afiliaciones a la Seguridad Social. El ajuste en esta variable está siendo más intenso que en la actividad, de modo que la productividad se está acelerando, si bien se trata de un aumento cíclico.

El empeoramiento del clima económico conlleva una revisión a la baja en las previsiones de crecimiento del empleo, que de acuerdo con la media de las estimaciones de los analistas se reducirá un 0,1 por 100 este año y un 2,5 por 100 el próximo. La tasa de paro esperada se eleva hasta el 11 por 100 este año y hasta el 15 por 100 el próximo. A partir de las cifras de crecimiento esperado del PIB y del empleo se obtiene un aumento de la productividad del 1,4 por 100 en 2008 y del 1,6 por 100 en 2009. Los costes laborales unitarios subirían un 3 por 100 este año, moderándose hasta el 1,6 por 100 el siguiente.

Mejoran las previsiones sobre Balanza de Pagos y empeoran las de saldo presupuestario

El déficit por cuenta corriente ha moderado su ritmo de crecimiento hasta agosto (último mes para el que se dispone de datos), a causa del descenso del déficit comercial no energético derivado de la caída de las importaciones, y de la mejora del saldo de servicios. El saldo de la balanza de rentas sigue creciendo pero a un ritmo más pausado. A partir del mes de septiembre la caída del precio del petróleo se unirá al impacto derivado de la caída de la demanda para posibilitar una pequeña corrección de este desequilibrio ya en este año. Conforme a la previsión de consenso, el saldo por cuenta corriente podría reducirse hasta un -9,9 por 100, desde el -10,1 por 100 de 2007. El proceso continuará durante 2009, en el que los encuestados apuntan a un -8,3 por 100.

Las cuentas públicas siguen resintiéndose del profundo declive económico, y se espera un déficit del 1,6 por 100 del PIB este año y del 3,8 por 100 el que viene, lo que supone un empeoramiento de 1,5 y de 2,3 pp con respecto a la encuesta anterior. Cabe añadir que estas previsiones están hechas antes de conocer las medidas del Plan de Recuperación de la Economía Española aprobado por el Gobierno el 28 de noviembre, que contemplan nuevos créditos presupuestarios para infraestructuras y otras inversiones por valor de 11.000 millones de euros. Tampoco los efectos de este plan están contemplados, obviamente, en las previsiones de crecimiento, empleo, etc. para el próximo año.

Empeora la percepción con respecto a la situación internacional

La UE arrojó en el tercer trimestre una caída del PIB del 0,2 por 100 intertrimestral. La UEM ofreció un resultado idéntico, que además en este caso es la segunda caída consecutiva. El impacto de la crisis financiera sobre la economía real, que está siendo mayor de lo esperado, la caída de la demanda proveniente de Estados Unidos y la crisis inmobiliaria en algunos de los países miembros explican el deterioro de la situación europea, así como la escalada del euro y del precio del crudo hasta abril y julio de este año, respectivamente.

El cambio de rumbo en la evolución de estas dos últimas variables y de los tipos de interés no va a impedir que la economía siga empeorando, aunque ciertamente dibujan un panorama menos amenazador que hace unos meses. La situación del sector financiero aún esta lejos de normalizarse y el crédito no volverá a circular con fluidez hasta que los bancos se hayan recapitalizado y sus cuentas se hayan saneado. En estas circunstancias, ha continuado el trasvase de opiniones en cuanto a la situación de la economía de la UE hacia la de desfavorable, que ahora es unánime, y además aumenta el número de panelistas que piensan que su evolución va a ir a peor.

En cuanto a la economía norteamericana, la caída del 0,5 por 100 registrada en el tercer trimestre esconde un debilitamiento mucho más profundo de sus condiciones internas. El consumo ha sufrido un auténtico derrumbe, que ha sido camuflado por la aportación positiva del sector exterior, el aumento del gasto público y la acumulación de stocks. Los países emergentes, por otra parte, que hasta septiembre habían conseguido esquivar la crisis, han terminado finalmente por acusar también el impacto del caos financiero mundial. En consecuencia, la opinión con respecto a la situación exterior no-UE empeora, al igual que las perspectivas sobre su evolución en los próximos meses, que es de que irá a peor casi de forma unánime.

Los tipos de interés a corto plazo van a seguir bajando

Tras la quiebra de Lehman Brothers, terminó por hundirse la confianza sobre la que se sustenta el funcionamiento del sector financiero, arreciando las tensiones en los mercados internacionales. El euribor a tres meses se catapultó hasta el 5,39 por 100, aunque, tras las medidas

adoptadas por los gobiernos, la situación comenzó a mejorar, y los tipos a corto iniciaron una senda bajista que los ha situado ya por debajo del 4 por 100.

Pese al importante retroceso de las últimas semanas, la opinión sobre la adecuación de los tipos a corto a la situación de la economía española ha cambiado desde la opción de que su nivel es el apropiado hacia la de que es demasiado alto, lo que es otro indicador del acusado deterioro que ha sufrido la economía española en estos dos meses. Si antes la mayoría de los panelistas pensaban que los tipos a corto se iban a mantener estables, ahora existe casi unanimidad en considerar que la tendencia a la baja se va a mantener en los próximos meses.

En cuanto a los tipos a largo, no ha habido apenas cambios: se sigue considerando que su nivel es el adecuado y que se van a mantener estables, aunque ya no hay nadie que espere una subida, y ha aumentado el número de quienes esperan un descenso, en sintonía con la mejoría del escenario inflacionista en todo el mundo.

La fuerte corrección en la cotización del euro ha motivado un descenso en el número de los panelistas que opinaban que estaba sobrevalorado. Se espera que continúe su tendencia a la baja.

Las políticas fiscal y monetaria deben ser expansivas

Sigue creciendo el número de panelistas que opinan que la política fiscal es expansiva. También es cada vez más mayoritaria la opinión de que dicha orientación es la adecuada. En cuanto a la política monetaria, se sigue considerando que es neutra, aunque se ha producido un cambio en cuanto a cómo se estima que debería de ser: si en los anteriores paneles los encuestados optaban por la opción de neutralidad, ahora la mayoría se decanta también por la de expansiva.

Previsiones de inflación*

El **IPC** aumentó en octubre un 0,3 por 100 mensual, muy por debajo del 1,3 por 100 registrado en el mismo mes del año pasado, de modo que la tasa interanual de inflación se ha recortado en un punto porcentual, del 4,54 al 3,56 por 100, la tasa más baja en un año. El crecimiento interanual del índice **armonizado** se ha situado igualmente en el **3,6 por 100**, lo que supone un recorte del **diferencial** con la tasa preliminar de la eurozona hasta **0,4** puntos porcentuales. La tasa **subyacente** se reduce hasta el **2,9 por 100**, y la **inflación nuclear**, que excluye todos los alimentos (elaborados y no elaborados) y los productos energéticos, se recorta una décima hasta el **2,5 por 100**.

Los resultados se han situado en línea con lo previsto, tanto en el índice general como en el subyacente. Se han producido algunas desviaciones a la baja con respecto a las previsiones en los alimentos no elaborados y en los productos energéticos, y al alza en los bienes industriales no energéticos.

La reducción de la tasa subyacente resulta del descenso en el grupo de **alimentos elaborados**, desde el 6,9 por 100 hasta el **4,5 por 100**. Se han producido recortes considerables en las tasas interanuales del arroz, pan, harinas, quesos y, sobre todo, la leche, cuya tasa interanual se vuelve negativa con un -0,3 por 100. Se trata de los mismos productos que impulsaron el ascenso de este grupo hace ahora un año. Las bajadas actuales en la tasa interanual obedecen, por tanto, a la actuación de efectos escalón derivados de las fuertes subidas del año pasado, a lo que se añaden descensos intermensuales en los meses más recientes. La reducción de la tasa interanual de este grupo explica el 40 por 100 del descenso de la inflación total.

En los grupos de **bienes industriales no energéticos** y **servicios** la tasa interanual de inflación se mantiene estable en el **0,5 por 100** y el **4,1 por 100** respectivamente. En ambos casos las tasas son ligeramente más altas que las observadas en la primera mitad del año, lo que puede reflejar una moderada traslación de los aumentos acumulados de costes, tanto energéticos como laborales, de los meses anteriores a lo largo de la cadena productiva.

El acusado descenso del precio del petróleo en octubre no ha sido contrarrestado por la moderada apreciación del dólar, lo que ha favorecido, junto a los efectos escalón, un considerable recorte de la tasa interanual de inflación en los **productos energéticos** desde el 14,8 por 100 hasta el **9,3 por 100**. Concretamente, los carburantes recortan su tasa de inflación a la mitad, hasta el 7,3 por 100. Ello explica la mitad del descenso de la inflación anual en este mes. El otro componente más volátil del IPC, los **alimentos no elaborados**, también moderan su tasa interanual hasta el **3 por 100**, nueve décimas menos que en el mes anterior, gracias a la bajada de los huevos, el pescado fresco y la carne de ave.

Como ya sucedió en septiembre, y tal y como se había previsto, los efectos escalón favorables en los productos energéticos y en los alimentos elaborados han permitido las recientes bajadas de la tasa de inflación, ayudados por las ya no tan previstas reducciones en el precio del crudo. Además, dichos efectos seguirán actuando en noviembre y diciembre.

De acuerdo con un **escenario central** de previsiones, en el que el petróleo se mantiene en torno al nivel actual

* IPC octubre 2008 – previsiones hasta diciembre 2009 (12 de noviembre de 2008)

Cuadro 1

IPC OCTUBRE 2008: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES

Tasas de variación anual en porcentaje

	Septiembre 2008 Observado	Octubre 2008		
		Observado	Previsión	Desviación
1. IPC total	4.5	3.6	3.6	0.0
1.2. Inflación subyacente	3.4	2.9	2.9	0.0
1.2.1. Alimentos elaborados	6.9	4.5	4.5	0.0
1.2.2. BINE	0.5	0.5	0.3	0.2
1.2.3. Servicios	4.1	4.1	4.1	0.0
1.3. Alimentos sin elaboración	3.9	3.0	3.2	-0.2
1.4. Productos energéticos	14.8	9.3	9.8	-0.5

Fuentes: INE (datos observados) y FUNCAS (previsiones)

(60 dólares) durante lo que queda de año y el próximo, la inflación seguiría reduciéndose hasta el 2,7 por 100 y 2,3 por 100 en noviembre y diciembre próximos, respectivamente, situándose la media anual en el 4,2 por 100. En 2009 la media anual podría recortarse hasta el 1,8 por 100.

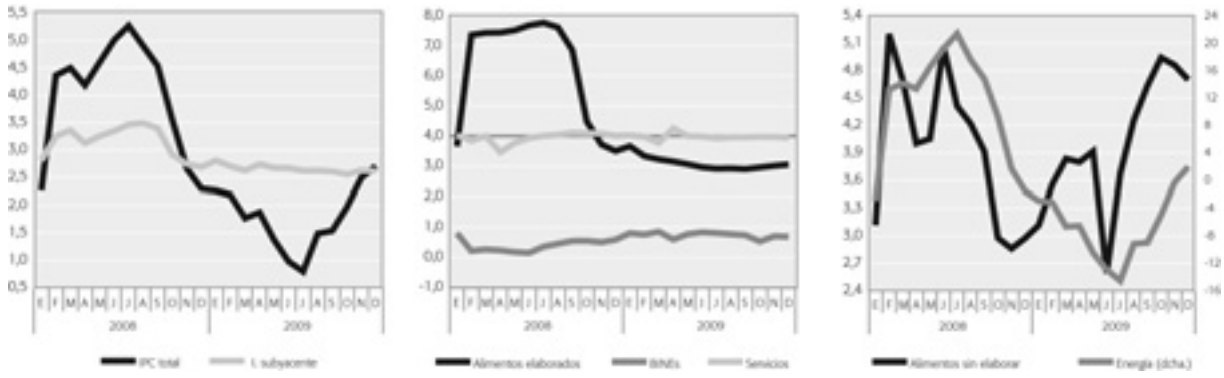
Alternativamente, en un **escenario alto**, en el que el precio del crudo recupera la tendencia alcista y se eleva un 25 por 100 sobre el nivel actual hasta diciembre de 2009 (hasta 75 dólares), las estimaciones para este año no se modifican apenas (2,4 por 100 de tasa interanual en diciembre y 4,2 por 100 de media anual), situándose la correspondiente a la media anual para 2009 en el 2,4 por 100.

Finalmente, las estimaciones correspondientes a un **escenario bajo**, en el que el precio del petróleo se reduce en un 25 por 100 de aquí a diciembre de 2009 (hasta 45 dólares), la media de este año se sigue manteniendo en el 4,2 por 100, y la de 2009 se reduce hasta el 1,2 por 100.

Gráfico 1

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

Variación interanual en porcentaje. Previsiones a partir de NOVIEMBRE 2008, escenario central



Fuente: INE y previsiones de FUNCAS.

Cuadro 2.- PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA

Tasas de variación mensual y anual en porcentaje

Fecha de actualización: 12-11-08 | Último dato observado: OCTUBRE 08

		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	0,3	2,7	0,1	2,5	0,1	2,2	-0,2	1,2	0,5	3,7	1,4	4,5	0,4	2,6
	Media anual	--	**3,5**	--	**2,9**	--	**3,6**	--	**1,4**	--	**3,9**	--	**4,4**	--	**8,0**
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	-0,5	5,3	-0,9	3,5	0,2	7,8	-3,6	0,3	0,7	4,0	-0,1	4,4	2,3	21,4
	Agosto	-0,2	4,9	0,3	3,5	0,2	7,6	-0,2	0,5	0,6	4,0	0,0	4,2	-3,9	17,6
	Septiembre	0,0	4,5	0,2	3,4	0,2	6,9	1,1	0,5	-0,5	4,1	0,4	3,9	-1,8	14,8
	Octubre	0,3	3,6	0,9	2,9	0,1	4,5	2,7	0,5	0,0	4,1	-0,4	3,0	-3,9	9,3
	Noviembre	-0,2	2,7	0,3	2,7	0,2	3,7	0,9	0,5	-0,1	4,1	0,5	2,9	-4,5	1,7
	Diciembre	0,1	2,3	0,2	2,7	0,2	3,5	-0,2	0,6	0,4	4,0	1,6	3,0	-2,1	-1,6
	Media anual	--	**4,2**	--	**3,2**	--	**6,5**	--	**0,3**	--	**3,9**	--	**4,1**	--	**12,6**
2009	Enero	-0,7	2,3	-0,9	2,8	0,9	3,7	-3,5	0,8	0,5	4,0	0,8	3,1	0,0	-2,9
	Febrero	0,1	2,2	0,2	2,7	0,4	3,3	-0,2	0,8	0,5	4,0	-1,2	3,6	-0,2	-3,1
	Marzo	0,5	1,8	0,7	2,6	0,2	3,2	1,0	0,9	0,6	3,8	0,4	3,8	-0,9	-6,7
	Abril	1,2	1,9	1,2	2,7	0,2	3,2	2,6	0,6	0,6	4,3	0,4	3,8	1,3	-6,5
	Mayo	0,2	1,4	0,2	2,7	0,1	3,1	0,5	0,8	0,0	4,0	0,2	3,9	-0,1	-10,5
	Junio	0,2	1,0	0,2	2,7	0,1	3,0	-0,1	0,8	0,5	4,0	0,1	2,6	0,3	-12,9
	Julio	-0,7	0,8	-0,9	2,6	0,1	2,9	-3,6	0,8	0,7	3,9	1,0	3,7	0,4	-14,6
	Agosto	0,5	1,5	0,3	2,6	0,2	2,9	-0,2	0,8	0,6	4,0	0,6	4,3	2,1	-9,2
	Septiembre	0,0	1,5	0,2	2,6	0,1	2,9	1,1	0,7	-0,5	4,0	0,7	4,6	-1,6	-9,0
	Octubre	0,8	2,0	0,9	2,6	0,1	3,0	2,5	0,5	0,1	4,0	-0,1	4,9	0,4	-5,0
	Noviembre	0,4	2,5	0,4	2,6	0,2	3,0	1,1	0,7	-0,1	4,0	0,4	4,9	0,2	-0,3
	Diciembre	0,3	2,7	0,2	2,6	0,3	3,1	-0,2	0,7	0,4	3,9	1,4	4,7	0,1	2,0
	Media anual	--	**1,8**	--	**2,7**	--	**3,1**	--	**0,7**	--	**4,0**	--	**4,0**	--	**-6,8**

Previsiones en zona sombreada.

(*) Estas previsiones corresponden a un escenario central en el que el precio del petróleo Brent se mantiene entorno a los 60 $/barril hasta diciembre de 2009, y el euro se deprecia progresivamente hasta 1,15 dólares en diciembre de 2009.
(a) El IPC total y subyacente se calculan como media ponderada de sus respectivos componentes.
Fuentes: INE y FUNCAS.

Nota metodológica

Las previsiones del IPC español se basan en modelos econométricos, fundamentalmente modelos univariantes tipo ARIMA y modelos de indicador adelantado.

El análisis econométrico se realiza, siguiendo la metodología propuesta por Espasa et al. (1987) y Espasa y Albacete (2004), sobre una desagregación del IPC total en varios componentes básicos que responden a mercados suficientemente homogéneos, atendiendo a las diferentes características tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda que muestran los distintos sectores. Así pues, el IPC total se desglosa en los siguientes componentes básicos: alimentos elaborados, bienes 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 por 100 sobre el IPC total), de servicios (35,80 por 100) y de bienes industriales no energéticos (29,51 por 100). Y el **IPC general** sería la media ponderada del IPC subyacente (82,31 por 100), de alimentos no elaborados (8,35 por 100) y de energía (9,34 por 100), de acuerdo con las ponderaciones utilizadas por el INE en 2006 para el IPC base 2001.

Bibliografía

ESPASA, A., MATEA, M. L., MANZANO, M. C. & 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: 09-12-08

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	3,7	1,8	1,8	0,9	III T. 08	1,2	-1,5
- Demanda nacional (3)	5,1	4,4	1,4	1,5	0,1	III T. 08	0,6	-2,9
- Saldo exterior (3)	-1,2	-0,8	0,3	0,3	0,8	III T. 08	0,6	1,4
1.b.- PIB (precios corrientes, miles millones euros)	981,0		822,2	274,4	275,9	III T. 08	1.098,3	1.114,3
2.- IPI (filtrado calendario)	3,9	1,9	-4,8	-9,1	-12,8	oct-08	-5,0	-7,0
3.- Empleo (puestos trabajo e.t.c., Cont. Nacional)	3,2	2,9	0,3	0,4	-0,8	III T. 08	-0,4	-3,4
4.- Tasa de paro (EPA, % poblac. activa, c.v.e.)	8,5	8,3	10,5	10,6	11,7	III T. 08	11,2	15,9
5.- IPC - Total	3,5	2,8	4,5	4,5	3,6	oct-08	4,2	1,8
5.b.- IPC - Inflación subyacente	2,9	2,7	3,3	3,4	2,9	oct-08	3,2	2,7
6.- Deflactor del PIB	4,0	3,2	3,3	3,3	3,4	III T. 08	3,3	3,0
7. Coste laboral por unidad producida	2,3	2,9	3,8	4,0	3,6	III T. 08	3,6	1,5
8.- Balanza de Pagos: saldo por cta. cte.:								
- millones euros, media mensual	-7.309,58	-8.824,44	-9.049,90	-6.931,70	-8.491,70	39.692,00	8.901,00	6.528,33
- % del PIB	-8,9	-10,1	-10,0	-8,7	-8,7	III T. 08	-9,7	-7,0
9.- Déficit/superávit público (total AA.PP., % del PIB)	1,79	2,20	--	..	--	2007	-1,8	-4,3
10.- Euríbor a tres meses (%) (2)	3,08	4,28	4,76	5,11	4,24	nov-08	4,7	2,5
11.- Tipo deuda pública 10 años (%) (2)	3,78	4,31	4,41	4,47	4,15	nov-08	4,4	4,6
12.- Tipo de cambio: dólares por euro (2)	1,256	1,371	1,482	1,332	1,273	nov-08	1,462	1,189
- % variación interanual	0,9	9,2	8,8	-6,4	-13,3	nov-08	6,7	-18,7
13. Financiación a empresas y familias (4)	24,2	15,3	8,0	8,5	8,0	sep-08	--	--
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (4)	1.554,9	1.642,0	950,8	978,1	950,8	nov-08	--	--

(1) Media del periodo para el que se dispone de datos, excepto B. Pagos (cifras acumuladas en el periodo disponible) e Índice de Bolsa de Madrid (dato del último día de cada periodo). El déficit público es la previsión del gobierno para todo el año.
(2) Medias del periodo.
(3) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.
(4) Datos de fin de periodo.
Fuentes: MH, 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: 09-12-08

		2005	2006	2007	2008 (1)	12 últimos meses	Último mes o trimestre	
A. CONVERGENCIA NOMINAL								
1. Inflación	España	3,4	3,6	2,8	4,2	4,4	2,4	nov-08
(IPCA, % var. anual)	UEM	2,2	2,2	2,1	3,5	3,4	2,1	nov-08
	UE-27	2,3	2,3	2,4	3,9	3,8	3,7	oct-08
	3 mejores UE	1,0	1,3	1,3	--	2,7	2,5	oct-08
2. CLU, total economía	España	3,3	3,2	2,9	3,4	3,4	3,6	III T. 08
(% var. anual)	UEM	1,3	1,1	1,7	3,3	2,5	3,4	II T. 08
	UE-27	1,7	1,3	2,0	3,4	2,2	2,6	II T. 08
3. Déficit público	España	1,0	2,0	2,2	-1,6	--	--	--
(% PIB)	UEM	-2,5	-1,3	-0,6	-1,3	--	--	--
	UE-27	-2,4	-1,4	-0,9	-1,6	--	--	--
4. Deuda pública	España	43,0	39,6	36,2	37,5	--	--	--
(% PIB)	UEM	70,0	68,3	66,1	66,6	--	--	--
	UE-27	62,7	61,3	58,7	59,8	--	--	--
5. Tipos deuda 10 años	España	3,4	3,8	4,3	4,5	4,4	4,1	nov-08
(%)	UEM	3,4	3,9	4,3	4,1	4,4	4,2	nov-08
	UE-15	3,6	4,0	4,4	4,5	4,4	4,3	oct-08
B. CONVERGENCIA REAL								
6. Crecimiento del PIB	España	3,6	3,9	3,7	1,3	2,2	0,9	III T. 08
(% var. anual)	UEM	1,7	2,9	2,7	1,2	1,6	0,6	III T. 08
	UE-27	2,0	3,1	2,9	1,4	1,8	0,8	III T. 08
7. PIB per cápita	España	102,8	104,8	106,8	104,3	--	--	--
(PPA, UE-27=100)	UEM-13	110,8	110,3	110,0	109,2	--	--	--
8. Crecimiento del empleo	España	3,2	3,2	3,0	-0,2	1,7	-0,8	III T. 08
(% var. anual)	UEM	0,7	1,4	1,7	0,9	1,6	1,2	II T.08
	UE-27	0,8	1,5	1,7	0,9	1,6	1,2	II T.08
9. Tasa de paro	España	9,2	8,5	8,3	10,8	10,4	12,8	oct-08
(% poblac. activa)	UEM	9,0	8,3	7,5	7,6	7,4	7,7	oct-08
	UE-27	8,9	8,2	7,1	7,0	6,9	7,0	oct-08
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 (otoño 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: 09-12-08

	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	2,5	1,8	1,9	0,8	III T. 08	1,7	1,8	1,2	1,1	1,3	0,9	II T. 08	1,3
Francia	2,1	2,2	1,3	1,2	0,6	III T. 08	0,9	2,2	2,8	1,2	1,2	0,4	III T. 08	0,9
Italia	1,9	1,4	-0,2	-0,2	-0,9	III T. 08	0,0	1,9	1,3	-0,4	-0,2	-0,6	II T. 08	-0,5
Reino Unido	2,7	3,0	1,4	1,5	0,3	III T. 08	0,9	3,1	3,6	1,5	2,0	0,0	III T. 08	0,7
España	3,2	3,7	1,8	1,8	0,9	III T. 08	1,3	3,8	4,2	2,1	1,5	0,1	III T. 08	0,8
UEM	2,3	2,7	1,4	1,4	0,6	III T. 08	1,2	2,2	2,4	1,3	1,6	1,1	III T. 08	1,0
UE-27	2,4	2,9	1,6	1,7	0,8	III T. 08	1,4	2,4	3,0	1,7	1,9	1,4	III T. 08	1,2
EE.UU.	3,2	2,0	1,8	2,1	0,7	III T. 08	1,5	3,4	1,3	0,3	0,4	-0,6	III T. 08	0,1
Japón	2,3	2,1	0,7	0,7	0,0	III T. 08	0,4	2,2	1,0	-0,3	-0,4	-0,5	III T. 08	-0,5
Notas y Fuentes:	*(1) Media del periodo disponible. (2) Previsiones Comisión Europea (CE), otoño 2008. 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	2,7	1,5	-2,2	sep-08	3,6	2,0	2,3	2,9	2,5	1,5	nov-08	3,0
Francia	1,4	1,2	-0,2	-3,7	-1,6	sep-08	1,4	2,8	1,6	3,5	3,3	3,0	oct-08	3,3
Italia	1,2	-0,2	-2,3	-5,8	-5,7	sep-08	0,4	4,7	2,0	3,6	3,6	2,8	nov-08	3,6
Reino Unido	1,2	0,3	-0,9	-3,2	-2,9	sep-08	0,2	3,3	2,3	3,6	5,2	4,5	oct-08	3,7
España	2,0	1,9	-4,8	-9,1	-12,8	oct-08	2,0	5,1	2,8	4,4	3,6	2,4	nov-08	4,2
UEM	1,9	3,4	0,8	-0,7	-2,4	sep-08	2,3	3,1	2,1	3,5	3,2	2,1	nov-08	3,5
UE-27	1,8	3,3	0,8	-1,1	-2,1	sep-08	2,0	3,9	2,4	3,9	4,2	3,7	oct-08	3,9
EE.UU.	3,0	1,7	-0,4	-4,5	-4,1	oct-08	..	3,1	2,9	4,5	4,9	3,7	oct-08	3,8
Japón	2,0	2,9	-0,3	-2,1	-7,0	oct-08	..	0,8	0,0	1,5	2,1	1,7	oct-08	0,4
Notas y Fuentes:	*(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2008. Eurostat.*							*(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2008. Eurostat. Desde 1996, IAPC 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	0,6	1,6	1,7	1,5	1,5	III T. 08	1,2	7,7	8,4	7,3	7,1	7,1	oct-08	7,5
Francia	0,6	1,4	0,9	0,9	0,4	III T. 08	0,7	9,6	8,3	7,8	8,0	8,2	oct-08	8,0
Italia	0,6	1,0	1,4	1,4	1,4	II T. 08	0,7	9,1	6,1	6,8	6,8	6,8	jun-08	6,8
Reino Unido	0,8	0,7	1,1	1,2	0,5	III T. 08	0,5	7,6	5,3	5,4	5,6	5,7	ago-08	5,7
España	2,1	3,0	1,7	0,4	-0,8	III T. 08	-0,2	14,1	8,3	10,7	12,1	12,8	oct-08	10,8
UEM	0,9	1,7	1,3	1,5	1,2	II T. 08	0,9	8,9	7,5	7,4	7,6	7,7	oct-08	7,6
UE-27	0,7	1,7	1,3	1,5	1,2	II T. 08	0,9	8,9	7,1	6,9	6,9	7,0	oct-08	7,0
EE.UU.	1,6	1,1	-0,1	0,1	-0,5	III T. 08	-0,3	5,8	4,6	5,6	6,5	6,7	nov-08	5,7
Japón	0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	III T. 08	0,2	3,4	3,9	3,9	4,0	3,7	oct-08	4,1
Notas y Fuentes:	*(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2008. Comisión Europea e Institutos de Estadística de los países.*							*(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2008. Eurostat. Tasas normalizadas y desestacionalizadas.*						

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (II)

Variación en porcentaje sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 09-12-08

	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	-1,5	-0,2	0,0	51,9	67,6	65,1	64,3	1,7	6,3	7,6	7,5
Francia	-3,1	-2,4	-2,7	-3,0	48,2	63,6	63,9	65,4	-0,4	-2,1	-2,8	-3,5
Italia	-7,1	-3,4	-1,6	-2,5	102,1	106,9	104,1	104,1	-0,1	-2,0	-1,7	-2,1
Reino Unido	-2,6	-2,8	-3,3	-4,2	43,8	43,4	44,2	50,1	-1,9	-3,4	-3,8	-2,8
España	-2,9	2,0	2,2	-1,6	48,9	39,6	36,2	37,5	-2,8	-9,0	-10,1	-9,9
UEM	-3,5	-1,3	-0,6	-1,3	63,1	68,3	66,1	66,6	0,3	-0,1	0,1	-3,0
UE-27	-3,2	-1,4	-0,9	-1,6	59,8	61,3	58,7	59,8	-0,1	-0,8	-0,7	-1,0
EE.UU.	-3,2	-2,1	-2,8	-5,3	62,5	62,3	62,5	65,6	-2,7	-5,9	-5,2	-4,6
Japón	-3,5	-1,4	-2,2	-1,9	107,8	179,7	180,7	182,8	2,9	3,9	4,8	4,0
Notas y Fuentes:	*(1) Previsiones Comisión Europea, otoño 2008. Eurostat y Comisión Europea.*											

	10.- Tipos de interés a corto (%) (1)						11.- Tipos de interés a largo (%) (1)					
	Media 83-07	Media 2006	Media 2007	Sep 2008	Oct 2008	Nov 2008	Media 83-07	Media 2006	Media 2007	Sep 2008	Oct 2008	Nov 2008
Alemania	4,78	3,02	4,22	4,91	5,05	4,23	5,96	3,78	4,23	4,11	3,90	3,59
Francia	6,30	3,08	4,28	--	--	--	7,13	3,80	4,30	4,36	4,19	--
Italia	8,63	3,08	4,28	--	--	--	9,19	4,05	4,47	4,82	4,76	--
Reino Unido	7,79	4,78	5,90	5,79	6,06	4,19	7,68	4,55	5,11	4,54	4,52	4,14
España	8,72	3,07	4,27	4,99	5,10	4,15	9,07	3,78	4,31	4,57	4,47	4,15
UEM	6,60	3,08	4,28	5,02	5,11	4,24	7,48	3,86	4,33	4,50	4,42	4,21
UE-15	6,91	3,32	4,46	5,13	5,25	---	7,55	3,95	4,44	4,43	4,31	--
EE.UU.	5,34	5,13	5,24	3,35	4,53	2,80	6,94	4,85	4,68	3,71	3,80	3,57
Japón	2,67	0,26	0,71	0,77	0,80	0,73	3,71	1,75	1,68	1,49	1,51	1,48
Notas y Fuentes:	*(1) Mercado interbancario a tres meses. BCE y Banco de España.*						*(1) Deuda pública a diez años. BCE y Banco de España.*					

12.- Bolsas de valores	Fin de periodo			% var. anual últ. dato
	2007	Oct 2008	Nov 2008	
NYSE (Dow Jones)	13264,8	9325,01	8829,04	-34,0
Tokio (Nikkei)	15307,8	8576,98	8512,27	-45,7
Londres (FT-SE 100)	6456,9	4377,34	4288,01	-33,3
Francfort (Dax-Xetra)	8067,3	4987,97	4669,44	-40,7
París (CAC 40)	5614,1	3487,07	3262,68	-42,5
Madrid (Ibex 35)	15182,3	9116,00	8910,60	-43,5
Notas y Fuentes:	*Datos de fin de periodo. Bolsa de Madrid y "Financial Times".*			

13.- Tipos de cambio	Media de datos diarios				% var. anual últ. dato
	83-07	2007	Oct 2008	Nov 2008	
$ por 1 euro	1,118	1,371	1,332	1,273	-13,3
¥ por 1 euro	147,3	161,3	133,5	123,3	-24,3
¥ por 1 dólar	136,1	117,7	100,1	96,8	-12,7
Tipo efec. euro (1)	99,1	107,7	107,6	106,8	-3,8
Tipo efec. $ (1)	97,5	82,4	83,7	86,1	12,9
Tipo efec. ¥ (1)	100,1	88,8	108,2	114,6	25,6
Notas y Fuentes:	*(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	Oct 2008	Nov 2008	% var. anual últ.dato	Media 95-07	Media 2007	Oct 2008	Nov 2008	% var. anual últ.dato
Índice "The Economist", 2000=100: - Total	118,8	202,1	178,1	163,2	-23,4	101,2	134,0	121,7	116,5	-11,7
- Alimentos	116,8	174,9	185,7	178,9	-9,4	100,7	116,1	127,2	128,1	4,5
- Prod. industriales	121,4	237,2	168,2	143,0	-38,7	101,8	157,0	114,5	101,7	-29,3
Petróleo Brent, $ ó euros/barril	32,6	72,5	72,1	52,7	-43,1	28,0	52,9	54,1	41,4	-34,3

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

LIBROS

De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace anunciado,
José García Montalvo, Antoni Bosch editor, Barcelona, 2008, 231 págs.

Desde hace años ha habido algunas voces, no muchas, que anunciaban la existencia de una "burbuja inmobiliaria", incluso en momentos en que parecía existir un gran consenso social favorable a su inexistencia. Ya en 2002 y 2003, aparecen artículos en revistas económicas[1] o en prensa[2] firmados por economistas, a los que deben añadirse otros profesionales como arquitectos: Hernández Pezzi o Ricardo Vergés (que también es economista).

Ahora bien, si tuviéramos que elegir una voz representativa y que con más denuedo ha venido "predicando" y denunciando desde hace mucho tiempo la existencia de la burbuja inmobiliaria, y levantado su voz acerca de su inexorable *pinchazo*, ese sería, sin duda, el profesor García Montalvo. Su mérito nace de que ha sido pionero en adelantarse *tiempo ha* a percibir y transmitir a la sociedad española, bien es cierto que con escaso éxito en los primeros momentos, aunque creciente más tarde en los círculos académicos, pero con nula aceptación en muchos otros sectores de la sociedad.

Debo reconocer, aunque esto no sea excesivamente relevante, que, quizás por despreocupación o desconocimiento del sector, inicialmente también he sido un descreído, pero después de leer y oír sus planteamientos, resultaba difícil no aceptar sus sólidos argumentos y comprender lo peligrosas que son las exuberancias irracionales de los mercados. Supongo que no soy el único caso al que le ha sucedido esto y, por tanto, el profesor García Montalvo puede sentirse orgulloso de que sus planteamientos sí han terminado calando en muchos economistas y en otros profesionales preocupados por los temas inmobiliarios. Merece destacarse esta tarea de luchar contra mitos sociales muy arraigados en un mercado, como el de la vivienda, relativamente opaco y en el que las estadísticas existentes contribuyen poco a hacerlo más transparente.

La reciente publicación de su libro *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero* es, tal como señala el autor, una crónica de un desenlace o descalabro (por él) anunciado, contado, eso sí, con un estilo sencillo y, sin embargo, riguroso, aunque sin recurrir a una terminología económica excesivamente técnica, lo que le confiere una fácil comprensión para los no iniciados. Buena prueba de ello es que está sustentado por numerosos artículos, muchos de ellos periodísticos, que se incluyen en la obra, escritos a lo largo de un sexenio largo de dedicación a los problemas del mercado inmobiliario, que no remite exclusivamente a España. Estamos, por tanto, ante un libro de divulgación centrado en un tema de la máxima actualidad y que afecta a un gran número de españoles. De ahí su importancia.

Importancia que se constata al considerar la nómina de falacias y mitos populares que la obra recoge y de los que el autor destacaba hasta nueve en un artículo de 2004, que el lector encontrará en extracto en la obra. Me limitaré a recoger tres de ellos por considerar que están muy arraigados en la población y utilizados muy ampliamente en nuestra sociedad: I) La vivienda no baja nunca de precio (es, por tanto, un activo muy peculiar y excepcional); II) Como consecuencia del anterior, la inversión en vivienda es siempre segura; y III) Es mejor pagar una hipoteca que un alquiler (se considera que este último es un dinero perdido, mientras que el primero supone hacerse con una vivienda en el largo lazo).

Consecuencia de estas falacias o mitos es que las familias españolas mantienen una estructura patrimonial caracterizada por la ignorancia de una vieja recomendación aceptada con generalidad en el mundo económico y financiero: la diversificación de riesgos, para evitar una excesiva concentración de la riqueza en un único activo. En efecto, con datos del año 2007, los hogares españoles mantenían el 75,8 por 100 de su patrimonio en inmuebles – de los cuales más del 95 por 100 eran urbanos[3]. Resulta, por tanto, que cualquier fenómeno que afecte negativamente al valor de la vivienda va a suponer tener efectos muy directos sobre la pérdida de riqueza de los españoles y, dada la previsión actual de caída de su precio, el riesgo es evidente.

La obra que se reseña, tras una breve introducción, se estructura en ocho capítulos, con títulos sugestivos que le dan un cierto aire periodístico, dos apéndices y un índice analítico.

El primero de los capítulos, bajo el título *Inflando burbujas*, repasa algunas de las famosas burbujas especulativas que se han ido produciendo a lo largo de la historia económica, lo que indica que estamos ante un fenómeno con una larga tradición. Así, el autor se detiene muy brevemente en la de los tulipanes de la

[1] Señalemos, entre otros, a Balmaseda, M., I. San Martín y M. Sebastián (2002): "Una aproximación cuantitativa a la burbuja inmobiliaria", *Situación Inmobiliaria*, diciembre, Servicio de Estudios del BBV, y Ayuso, J., J. Martínez, L. Maza y F. Restoy (2003): "El precio de la vivienda en España", *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.

[2] Entre ellos, Miguel Ángel Fernández Ordóñez y Miguel Sebastián en *El País*, 20 y 22 de junio de 2003, respectivamente.

[3] Vid. Naredo, J. M., O. Carpintero, C. Marcos (2008): *Patrimonio inmobiliario y balance nacional de la Economía española*, Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid, p. 143.

Holanda del siglo XVII, la Compañía inglesa del Mar del Sur (siglo XVIII) y ya en el siglo pasado, la famosa Pirámide de Ponzi y la más reciente burbuja tecnológica, todas ellas caracterizadas por unas expectativas irreales de beneficios.

La caída de los tipos de interés ha sido una de las causas más relevantes del origen de la burbuja inmobiliaria actual, que el autor sitúa en 1999, como resultado de una conducta económicamente coherente de muchos demandantes de vivienda que observaron que, con tipos de interés reales negativos (los nominales eran inferiores a la inflación esperada), la financiación procedente de las entidades de crédito recibía, de alguna manera, una "subvención" adicional a las ayudas y desgravaciones de carácter fiscal.

En *Atención, no molestar: burbuja en formación* (capítulo 2) se recogen algunas voces del período 2002-2003 que consideraban la existencia de la burbuja y la reacción del poder, que siempre, y con independencia de su adscripción política, niega sistemáticamente su existencia, seguramente por el pavor que les produce la ocurrencia de un pinchazo; en esto los políticos coinciden con los agentes más directamente implicados del sector.

Actitud de negación que se impondrá en los años sucesivos, inicialmente porque pese a la amenaza constante, el lobo no termina de llegar (de ahí el título del capítulo tercero *Las orejas del lobo)*, y más tarde porque, incluso aceptando la existencia de una cierta burbuja, se confía en un suave aterrizaje. Y ello, sin tomar en consideración los informes contrarios nacionales e internacionales de organismos del máximo prestigio y solvencia.

Claro que en los siguientes años, la burbuja lejos de pincharse sigue inflándose para escarnio de los defensores de su existencia y de los que preconizan una suave desaceleración de los precios (aterrizaje suave), objeto de todo tipo de bromas que les dedican los optimistas defensores del crecimiento permanente de los precios de la vivienda.

Consecuentemente, *Burbuja a todo trapo* es todo un titular periodístico del objetivo del capítulo cuarto. En él, García Montalvo trata de hallar una explicación a la persistencia de la burbuja pese a las voces que se alzan contra ella. Caída de tipos de interés, exceso de liquidez, escasas alternativas de inversión rentable y recuerdo desagradable del reciente pinchazo de la cotización de las acciones tecnológicas pueden ser causas de una conducta social tan generalizada y poderosa, como irreflexiva, cargada sobre todo de expectativas sicológicas que suelen adolecer de racionalidad: los precios de la vivienda aumentan fuertemente, pese a que la oferta sigue creciendo a ritmos muy elevados, y el esfuerzo financiero de las familias es cada vez más gravoso con plazos más largos para amortizar el principal y los intereses de los préstamos.

El final de la utopía llega en 2007, tal como recoge el capítulo quinto: *Del aterrizaje suave a la dura realidad*. Las compraventas se reducen, los períodos de venta se amplían y las empresas más avispadas comienzan a tomar medidas orientando su actividad hacia otros sectores en previsión de tiempos peores. De los artículos escritos por el autor, que se ofrecen en este epígrafe, quisiera destacar dos ideas: la primera, hace referencia a la sobrevaloración optimista (*hopeful overevaluation*) que solemos dar a la propia vivienda porque en ella se incorporan sentimientos y emociones ajenas al mercado, no suele ser una operación que se realice con habitualidad y genera una frustración mayor cuando se pierde dinero en la venta. La segunda, la postura de no aceptación de la realidad por parte de las autoridades, bien porque hay que generar confianza, bien porque el propio mercado se autorregula y genera soluciones (¿irreales o mágicas?) para solventar la crisis.

Las barricadas de la burbuja en Internet (capítulo sexto) ofrece un especial interés porque es una muestra de cómo la polémica también ha tenido una presencia protagonista en la red, lo que no hace sino dar fe de la trascendencia y actualidad de los temas inmobiliarios para muchos españoles. Recoge también las aportaciones de participantes en los foros y los sobrenombres (*nicks)* de los más activos, además de una relación de argumentos populares que niegan la existencia de la burbuja, un breve diccionario de términos usados en ese medio y algunos relatos que han hecho historia en la red.

Los incentivos fiscales, y las políticas públicas en general, han venido jugando, y lo siguen haciendo, un papel muy relevante en las decisiones de adquisición de vivienda de las familias españolas y, en consecuencia, no son ajenas a la formación de la burbuja inmobiliaria. Por ello, dedicar un capítulo, el séptimo, a *Políticas públicas, elecciones y vivienda*, era imprescindible y supone otro acierto de la obra que se reseña.

El título del último capítulo es suficientemente aclaratorio de su contenido: *Del cáncer inmobiliario a la metástasis financiera*. La creciente absorción de recursos financieros por parte del sector inmobiliario, necesarios para seguir manteniendo la actividad e inflar la burbuja, ha supuesto un enorme esfuerzo para el sistema bancario español que ha destinado a este fin casi dos tercios de la financiación concedida. Como el ahorro nacional, en su proceso continuado de caída, era insuficiente para atender las crecientes necesidades de inversión de familias y empresas, las entidades de depósito tuvieron que recurrir al ahorro exterior titulizando activos por importes superiores al 80 por 100 de los préstamos hipotecarios otorgados.

De esta forma, el sector financiero queda ligado al inmobiliario con una elevada concentración de riesgos y obligado a tomar medidas para evitar que un colapso del sector inmobiliario tenga efectos indeseables sobre el sistema financiero, tal como ha sucedido en otros países especialmente en Estados Unidos.

El autor explica en esta parte, de manera muy didáctica y acertada, la crisis de las hipotecas de baja calidad (*subprime)* y sus consecuencias sobre la actividad bancaria norteamericana y mundial, aprovecha para realizar una comparación entre la Gran Depresión iniciada en 1929 y la situación actual, destacando que en aquella las ayudas se dirigieron hacia los ciudadanos y en esta a los bancos.

La obra se cierra con dos apéndices y un índice analítico. El primero de los apéndices, que resulta muy curioso por su nove-

dad, recoge las opiniones de políticos, economistas y expertos, y profesionales financieros, agrupados en tres categorías: 1) N*egacionistas*, de la burbuja, que más tarde se convierten en *aterricistas*, al propugnar el aterrizaje suave; 2) *Chaquetistas*, finalmente convertidos a la tercera categoría, en la cual y tras lo que he señalado al comienzo de la reseña, parece que debo incluirme; y 3) *Burbujistas*, convencidos desde el principio de la existencia de la burbuja. El segundo apéndice es más breve y ofrece algunos gráficos relacionados con el texto.

Estamos ante un libro muy recomendable para los que quieren conocer y seguir la evolución de la burbuja inmobiliaria, y de las consecuencias que ha ido produciendo a lo largo del período. Escrito con un estilo sencillo, sin recurrir a formulaciones o planteamientos teóricos complejos que dificulten su lectura, es muy didáctico y es fácil de seguir, incluso por los no iniciados. La explicación de la crisis *subprime* es un modelo de sencillez y transmisión de sus puntos esenciales, sin entrar en complejidades adicionales que impiden en muchas ocasiones separar el trigo de la paja.

Hay algunos puntos que, como es natural en cualquier obra humana, podrían contribuir a mejorar lo acertado de la obra. En concreto, la editorial debería cuidar la presentación del libro. De una parte, las líneas de los gráficos plantean una cierta confusión, fácil de corregir si se utilizan en forma de puntos, discontinuas o mezclas de ambas. De otra, así como los artículos aparecen sobre un fondo sombreado, los extractos lo hacen de igual forma que el texto normal, requiriendo un esfuerzo adicional para distinguir unos de los otros. Finalmente, una lectura cuidadosa de las pruebas eliminaría erratas y errores que aparecen en el texto. Todas estas cuestiones son pequeños detalles que en nada empañan el buen hacer del autor y el resultado final de la obra, cuya lectura aconsejo por considerarla de gran interés al tratarse de un tema de gran actualidad, que me temo que seguirá siendo motivo de atención y preocupación en los próximos meses para una gran parte de la sociedad española.

Fernando Pampillón Fernández
UNED y FUNCAS

El economista camuflado. La economía de las pequeñas cosas,
Tim Harford, Ediciones Temas de Hoy, S.A., Madrid, 2007, 320 págs.
La lógica oculta de la vida: cómo la economía explica todas nuestras decisiones,
Tim Harford, Ediciones Temas de Hoy, Madrid, 2008, 352 págs.

La economía de las cosas pequeñas que explican nuestras decisiones

El título de esta recensión es la combinación de los dos subtítulos que aparecen en las obras del economista Tim Harford. "El economista camuflado" (2007) (EC) y " La lógica oculta de la vida" (2008) (LOV) publicados por la editorial Temas de Hoy que han alcanzado un nivel de popularidad poco frecuente cuando se trata de libros de contenido económico.

Si nos preguntamos por las razones de este éxito editorial, especialmente en el caso del "economista camuflado" que ha vendido más de 500.000 ejemplares y ha sido traducido a más de veinte idiomas, es posible que algunos consideren que la razón fundamental es la capacidad de comunicación del autor. Sus trabajos de periodismo económico en la BBC, donde presentaba un programa titulado *"Créame, yo soy economista",* o en el Financial Times con las secciones de *"Querido Economista*" y "*El economista camuflado*", han sido buenos observatorios para detectar los temas de la economía que más le interesaban al público. Las razones por las que suben los precios de los artículos de consumo habitual como el café[1]; la explicación de la pobreza en el mundo actual[2]; los problemas de la contaminación o del tráfico en las grandes ciudades,[3] son algunos ejemplos de los temas que aborda en sus libros y que, seguramente, interesan a muchos de sus lectores.

También hay una orientación hacia temas que pueden parecer menos económicos, como el divorcio o la elección de la pareja, en los que la aplicación de los principios económicos les hace aparecer de una forma nueva y atractiva. ¿Se puede aplicar la teoría de la oferta y la demanda al mercado matrimonial? es la pregunta que trata de responder mediante el análisis de cómo elegimos a nuestras parejas[4]. También explica los problemas que se presentan en los mercados donde la información de que disponen los compradores y vendedores es diferente, como por ejemplo, el mercado de coches de segunda mano o el de seguros médicos, y las formas que los economistas han estudiado para resolver dichos problemas[5].

En esta utilización de las herramientas del economista para analizar los problemas de la vida cotidiana es donde se encuentra, a mi juicio, el principal atractivo de la obra de Tim Hardford. La fórmula es bien sencilla, pero no por ello carente de dificultades. Se toma algún problema de la vida real, como la contaminación, el precio de los alquileres o los problemas del tráfico, se eliminan los elementos que no son decisivos para la toma de decisiones por los agentes que intervienen en la actividad concreta que estamos analizando, se le aplica a esa "realidad simplificada" las herramientas del análisis económico que han estudiado los economistas, en el pasado o en el presente, para situaciones o "modelos" similares, se vuelve a trasladar a la realidad las conclusiones principales que se derivan de la aplicación de los modelos económicos y, de esta manera, se hace más evidente la forma que tenemos de tomar muchas decisiones en las que aparentemente no hay unas motivaciones "económicas" directas.

[1] EC ¿Quién paga tu café? P. 17
[2] EC. Porque los países pobres son pobres. P. 215
[3] EC. El tráfico urbano. P. 103
[4] LOV. ¿Se ha subestimado el divorcio?. P. 99
[5] EC. La verdad secreta. P. 139

La finalidad del texto es que las personas corrientes comprendan mejor como funciona el mundo real donde realizan sus elecciones, que suelen ser racionales, y que se enfrentan a las que toman otras personas, empresas o instituciones. En opinión del autor, la racionalidad de las acciones que llevamos a cabo, no sólo afecta a las decisiones estrictamente económicas, como el precio o la renta de que se dispone. En muchos casos, el egoísmo, que caracteriza al *homo economicus* puede estar matizado por otros sentimientos como el amor, la solidaridad o el miedo. Pero hasta cuando se toman decisiones por motivaciones no económicas, estas suelen tener la racionalidad que fundamentalmente se basa en un cierto análisis de las ventajas e inconvenientes que la decisión implica (los economistas lo denominamos coste-beneficio), que suele realizarse de forma "inconsciente", (como cuando nos lanzan una pelota para que la atrapemos), pero hasta en situaciones de una aparente irracionalidad (por ejemplo, cuando fumamos pese a que sabemos que no es bueno para la salud), hay un cierto grado de racionalidad que ha hecho que disminuya el consumo de tabaco a pesar de las rarezas, manías y errores que cometemos los seres humanos.[6]

La mayoría de los capítulos analizan problemas reales y relevantes de la economía como, por ejemplo, el funcionamiento de los mercados bursátiles. La observación de las cotizaciones en la Bolsa de Nueva York durante la crisis financiera que se originó con los valores de las empresas del sector de las TIC (tecnologías de la información y comunicación), a finales del siglo XX, y que se denominó la crisis "punto.com", puede ser útil para comprender la actual crisis financiera[7], a pesar de que su opinión era contraria a la posibilidad de una futura depresión[8].

La visión de los temas que presenta en sus textos refleja una aplicación muy adecuada de las herramientas del economista al análisis de la realidad. Una realidad que parte de los problemas derivados de la escasez como razón fundamental para que se plantee las cuestiones económicas[9], que pasa por la búsqueda de la eficiencia en los mercados competitivos[10], pero que no deja de reconocer el importante papel que juegan en las decisiones económicas los fallos del mercado y las externalidades. Por ello, manifiesta algunas opiniones que pueden ayudarnos a reflexionar en los momentos actuales en los que una cierta corriente de opinión parece utilizar los fallos del mercado como un argumento en contra de la economía de mercado:

"Ya hemos analizado algunos de estos fallos: algunas empresas tienen el poder de la escasez y pueden fijar precios que están muy por encima del coste real, que es en el nivel en el que los precios se encontrarían si se tratara de un mercado competitivo. Ésta es la razón por la cual los economistas creen que existe una importante diferencia entre estar a favor de los mercados y estar a favor de las empresas, especialmente de algunas empresas en particular. El político que está a favor de los mercados cree en la importancia de la competencia y quiere evitar que las empresas acumulen demasiado poder de la escasez. El político demasiado influenciado por los miembros de grupos de presión empresariales hará exactamente lo contrario"[11]

Los libros contienen dos elementos que contribuyen a incrementar su interés. El primero es un índice temático bastante cuidado que permite localizar de forma fácil los conceptos económicos más relevantes que se incluyen en la obra. Un repaso a los mismos nos ofrece un panorama completo de los conceptos básicos que hoy se incluyen en la mayoría de los cursos de economía. Sin embargo, los textos no se pueden considerar como "manuales" para el aprendizaje de las cuestiones económicas básicas, sino más bien como textos donde se pueden aplicar los conceptos y herramientas de la economía y mejorar así su compresión y captación de la realidad.

El segundo elemento destacable es la inclusión de notas y referencias abundantes donde se recogen los trabajos e investigaciones relacionadas con los temas de cada capítulo. Ambos son de gran utilidad para el lector porque pone a su alcance una adecuada divulgación de los aspectos relacionados con la investigación económica así como las referencias precisas para ampliar algunos de los temas presentados.

En definitiva, nos encontramos con dos obras de "economía aplicada" interesantes, y de gran actualidad para los que deseen ampliar su información y completar su formación económica con una aproximación a los temas de la realidad que hoy preocupan a numerosos ciudadanos. Quizás por alguna de las razones anteriores, el Presidente del Gobierno, José Luís Rodríguez Zapatero, se presentó en la sesión de debate de los presupuestos en el Congreso (11/11/2008) con el libro de Tim Harford bajo el brazo. No nos cabe la menor duda de que en sus páginas podrá encontrar algunas de las respuestas a los problemas económicos que de forma prioritaria le ocupan en la actualidad.

Rafael Castejón Montijano

UNED

[6] LOV. Presentado la lógica de la vida. P.30-33.

[7] EC. La locura racional. P. 171.

[8] EC. P. 185.

[9] EC. P. 21

[10] EC. Los mercados perfectos y el mundo de la verdad. P 81

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 116. El sector exterior: Desequilibrio y tendencias en una economía global
N.º 117. Economía agroalimentaria. Nuevos enfoques y perspectivas

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

N.º 92. Operaciones fuera de balance
N.º 93. Seguros y fiscalidad

PANORAMA SOCIAL

N.º 7. Las claves de la sanidad futura: Investigación y gestión
N.º 8. Inmigrantes en España: Participación y convivencia

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 205. La economía, primer problema de los españoles
N.º 206. ¿Ahorrar en crisis?

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