

Informe Mensual



NÚMERO 316

La sed de petróleo de las economías emergentes Pág. 15

El auge de estas economías es el principal factor que explica el tirón del precio del petróleo

La escasa respuesta de la oferta de petróleo Pág. 22

El suministro de petróleo ha cubierto a duras penas el tirón de la demanda

Burbujas de petróleo Pág. 42

¿Son los especuladores los culpables de la escalada del precio del barril?

El petróleo, ¿importa? Pág. 59

Sí, a corto plazo, sobre todo si la subida es brusca, como ha sucedido en 2008

Previsiones

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

	2006	2007	2008	2007			2008		
				II	III	IV	I	II	III
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
				Previsiones			Previsiones		
Producto interior bruto									
Estados Unidos	2,8	2,0	1,8	1,8	2,8	2,3	2,5	2,2	1,3
Japón	2,4	2,0	1,1	1,8	1,8	1,4	1,2	1,0	1,1
Reino Unido	2,9	3,1	1,2	3,3	3,1	2,8	2,3	1,4	0,7
Zona del euro	2,9	2,7	1,4	2,6	2,7	2,2	2,1	1,5	1,0
<i>Alemania</i>	3,2	2,6	1,7	2,5	2,4	1,7	2,6	1,7	1,2
<i>Francia</i>	2,4	2,1	1,2	1,7	2,4	2,2	2,0	1,1	0,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,2	2,9	4,6	2,7	2,4	4,0	4,1	4,4	5,7
Japón	0,2	0,1	0,9	-0,1	-0,1	0,5	1,0	1,4	1,0
Reino Unido	2,3	2,3	3,5	2,6	1,8	2,1	2,4	3,3	4,3
Zona del euro	2,2	2,1	3,5	1,9	1,9	2,9	3,4	3,6	3,8
<i>Alemania</i>	1,6	2,3	2,8	2,0	2,3	3,1	2,9	3,0	3,1
<i>Francia</i>	1,7	1,5	3,1	1,2	1,3	2,3	2,9	3,3	3,3
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
				Previsiones			Previsiones		
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	3,9	3,4	1,1	4,1	3,0	2,9	2,2	1,2	0,7
Consumo de las AAPP	4,6	4,9	4,2	5,0	4,8	4,4	3,6	3,8	4,3
Formación bruta de capital fijo	7,1	5,3	-1,0	5,8	4,6	4,5	2,5	-0,2	-2,4
<i>Bienes de equipo</i>	10,2	10,0	1,5	11,3	8,5	7,1	5,2	2,3	0,5
<i>Construcción</i>	5,9	3,8	-3,5	4,2	3,3	2,9	0,3	-2,4	-5,1
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,3	4,4	1,1	4,9	3,9	3,8	2,8	1,5	0,6
Exportación de bienes y servicios	6,7	4,9	3,8	3,9	8,2	4,0	4,3	4,1	3,5
Importación de bienes y servicios	10,3	6,2	2,2	6,2	7,6	4,9	4,1	2,3	1,5
Producto interior bruto	3,9	3,7	1,4	3,9	3,6	3,3	2,6	1,8	0,9
Otras variables									
Empleo	3,2	2,9	0,0	3,2	2,8	2,2	1,4	0,4	-0,5
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,3	10,7	8,0	8,0	8,6	9,6	10,4	10,8
Índice de precios de consumo	3,5	2,8	4,6	2,4	2,4	4,0	4,4	4,6	5,0
Costes laborales unitarios	3,2	2,9	3,4	2,7	3,1	3,0	3,9	3,6	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-9,0	-10,1	-10,2	-9,1	-10,4	-10,5	-12,0	-9,5	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-8,4	-9,7	-9,8	-8,9	-10,2	-9,6	-11,2	-9,0	
Saldo público (% PIB)	1,8	2,2	0,0						
MERCADOS FINANCIEROS									
				Previsiones			Previsiones		
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	5,0	5,0	2,2	5,3	5,1	4,5	2,8	2,0	2,0
Repo BCE	2,8	3,9	4,1	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0	4,3
Bonos EEUU 10 años	4,8	4,6	3,9	4,8	4,6	4,1	3,5	3,9	4,0
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,2	4,4	4,4	4,3	4,2	3,9	4,4	4,5
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,26	1,38	1,52	1,35	1,39	1,46	1,53	1,56	1,51

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 13 China
- 15 *La sed de petróleo de las economías emergentes*
- 18 México
- 20 Materias primas
- 22 *La escasa respuesta de la oferta de petróleo*
- 26 Unión Europea
 - 26 Zona del euro
 - 28 Alemania
 - 29 Francia
 - 31 Italia
 - 32 Reino Unido
- 33 Mercados financieros
 - 33 Mercados monetarios y de capital
- 42 *Burbujas de petróleo*
- 44 Coyuntura española
 - 44 Actividad económica
 - 49 Mercado de trabajo
 - 54 Precios
- 59 *El petróleo, ¿importa?*
 - 62 Sector exterior
 - 65 Sector público
 - 68 Ahorro y financiación

El petróleo, otra vez

En julio, el precio del barril de petróleo alcanzó un nuevo máximo histórico. Hace un año, cuando el precio apenas llegaba a la mitad de los 146 dólares de julio, este nivel sólo parecía posible en un escenario en el que la oferta de petróleo se hubiera interrumpido bruscamente. Pero no, el flujo de compras y ventas seguía su curso con normalidad, salvo los inevitables problemas puntuales habituales en el suministro. A partir de ese momento, y en pocas semanas, el precio del barril ha corregido bruscamente, llegando a tocar los 110 dólares, unos niveles que de todas formas se sitúan muy por encima de lo esperado un año antes. ¿Por qué sube tanto el precio del petróleo? ¿Por qué es tan volátil?

Son preguntas que operadores y analistas tratan de contestar desde hace muchos años, desde que la primera crisis del petróleo a principios de los años setenta golpeó duramente a las economías desarrolladas. En los años recientes, está claro que uno de los factores de la subida reside en el tirón de la demanda de los países emergentes. La industrialización acelerada de los mismos los ha convertido en ávidos consumidores del oro negro. China, cómo no, va en cabeza, siendo el principal responsable del aumento del consumo. En cambio, en las economías avanzadas, que aún representan el 60% de la demanda mundial, la demanda de petróleo parece haberse estancado desde 2006 como consecuencia del alza de precios y la desaceleración económica.

Al tiempo que la demanda ha seguido tirando con fuerza, la oferta a duras penas ha conseguido cubrir las exigencias de los compradores. Hay que tener en cuenta que, a corto plazo, la oferta es relativamente inelástica, pues aumentar la capacidad de producción es un proceso largo y costoso. Requiere una considerable inversión inicial para exploración de yacimientos y luego se tarda un promedio de entre cinco y diez años hasta iniciar la explotación de los mismos. Además, unos pocos países concentran la exportación de petróleo y a menudo sufren inestabilidades de carácter interno o geopolítico, como en el caso de Oriente Medio, Nigeria, Venezuela o Rusia. Petróleo hay mucho, pero tratándose de un recurso finito crece el temor a que la oferta toque techo más o menos pronto (teoría del *peak oil*), con lo que la subida actual no sería más que un anticipo de lo que inexorablemente llegará.

Tirón de demanda y rigideces de oferta podrían explicar una tendencia de subida del precio del barril en los últimos años, pero no encajan en una escalada sideral como la vivida en el último año. Inevitablemente las miradas se han dirigido hacia los inversores en materias primas. Muchos han incorporado el petróleo a sus carteras de inversión en los últimos años, una tendencia que parece haberse acelerado tras la crisis financiera global que se inició en agosto de 2007. La meteórica subida del precio en el último año ha coincidido con el auge de los fondos que invierten en futuros de petróleo. El reciente bajón del precio se atribuye a una retirada del mercado de los inversores.

Pero la corrección del precio del petróleo no elimina una situación que podría calificarse de *shock* petrolífero, ya que significa un aumento del 70% en un año. Tradicionalmente, ello ha significado más inflación, menos crecimiento y menos empleo. Sin embargo, el impacto de las crisis energéticas parece ser cada vez menor. De hecho, el alza del petróleo a partir del 2000 ha coincidido con el ciclo expansivo más intenso y prolongado de la economía mundial en treinta años, en un contexto de inflación baja y desempleo en mínimos. No hay que bajar la guardia, pero ciertamente parece que las economías dependientes del oro negro cada vez son más capaces de encajar los golpes de las subidas del barril.

RESUMEN EJECUTIVO

Un año después del inicio de la crisis financiera la situación dista de estar solventada...

...y no se vislumbra un horizonte claro de salida de la misma.

Empieza a apreciarse su impacto en la economía real a través de la restricción crediticia y el deterioro de la confianza.

Empieza otro curso complicado

Lo que comenzó hacia julio de 2007 como un problema centrado en un conjunto limitado de actores y activos financieros ha acabado derivando en una crisis de calado internacional. El fuego iniciado en el segmento de hipotecas de escasa calidad crediticia (*subprime*) de Estados Unidos, prendió rápidamente en el resto del sistema financiero estadounidense. Años de relajadas condiciones crediticias y de negligencia regulatoria permitieron el desarrollo de prácticas bancarias imprudentes que se han convertido en un combustible letal. El fuego ha consumido buena parte de las provisiones de las entidades directamente involucradas, pero la relación de damnificados va más allá de Estados Unidos y se extiende a buena parte del sistema financiero internacional. Bloomberg estima que las provisiones por pérdidas efectuadas por todas las entidades desde el inicio de la crisis superan los 500.000 millones de dólares, de los cuales la mitad corresponde a entidades con domicilio social fuera de Estados Unidos.

El problema no se detiene aquí, sino que el miedo y la desconfianza siguen marcando la operativa de los mercados financieros. Así, los diferenciales de tipos de interés y las primas de riesgo siguen en niveles anormalmente altos y la actuación de las autoridades monetarias no consigue calmar los ánimos. Las generosas facilidades para garantizar la liquidez que los bancos centrales han ofrecido de forma coordinada no han solventado la sequía de los mercados interbancarios ni evitado un cierto tono de restricción crediticia que se percibe en muchas economías. La decidida actuación de la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, en el salvamento del banco

de inversión Bear Sterns parecía que marcaba una inflexión en la situación de desconfianza y temor financiero. Pero unos meses después de la misma, hay que reconocer que el panorama ha cambiado poco.

Los malos resultados conocidos en los bancos norteamericanos y en algunos europeos siguen lastrando la evolución de las bolsas. Por ello, a cada aparente recuperación de los mercados de acciones le ha seguido un movimiento en sentido contrario. El último episodio, el alza en las cotizaciones bursátiles registrada entre mediados de julio y principios de agosto, se ha visto parcialmente compensada por un posterior retroceso. En este contexto, los mercados de deuda han seguido actuando como refugio financiero, lo que explica la caída de tipos en estos activos.

Para acabar de complicar la ecuación, parece que la fase financiera de la crisis está dando paso a una peligrosa segunda parte: la transmisión de la misma a la economía real. ¿Cómo? mediante dos canales fundamentales: la menor disponibilidad de crédito y el empeoramiento de la confianza de empresas y consumidores. Estos procesos, que ya se han empezado a materializar, van a intensificarse en los próximos meses. Todo ello aderezado con unos precios de las materias primas, con el petróleo en cabeza, todavía elevados. A pesar de que entre mediados de julio y de agosto el petróleo cayó cerca de un 40%, su mayor retroceso porcentual mensual desde la Guerra del Golfo de 1991, los niveles actuales, en la zona de 115 dólares por barril, van a seguir drenando renta y tensando los precios en un momento cíclicamente delicado.

El impacto real de la crisis financiera será, no obstante, claramente diferente en fun-

ción de la zona del mundo en que nos encontremos. El epicentro de la misma, Estados Unidos, ha sorteado hasta la fecha la temida recesión. El impulso fiscal gubernamental (equivalente a algo más de un 1% del producto interior bruto) y la relajación de la política monetaria por parte de la Reserva Federal han contribuido a que por el momento el crecimiento se haya mantenido en niveles mucho mejores de lo previsible (3,3% intertrimestral anualizado en el segundo trimestre). La persistencia de la recesión inmobiliaria, para la cual no se vislumbra todavía un fin, impide esperar que la economía se mantenga a este ritmo en los próximos trimestres.

Europa, que parecía al abrigo de la recesión americana y ajena a los problemas del hipotecario estadounidense, de pronto presenta un panorama peor. El Banco Central Europeo ha seguido una política monetaria diametralmente opuesta a la norteamericana: los tipos de referencia se han mantenido invariables hasta julio, momento en el cual las autoridades de Frankfurt optaron por un aumento de un cuarto de punto (hasta el 4,25%), al revés de la Fed. Tampoco la política fiscal ha actuado con la contundencia de Estados Unidos. En este contexto, cuando la confianza de los agentes se ha evaporado y el entorno internacional ha empeorado, se ha desencadenado un intenso ajuste de la actividad que ha provocado caídas del producto interior bruto (PIB) en el segundo trimestre en Alemania, Francia e Italia, las tres grandes economías de la eurozona. En su conjunto, la zona del euro retrocedió un 0,2% intertrimestral.

Creemos que la eurozona evitará la recesión, pero con la inversión a la baja, el consumo privado frágil y la demanda externa debilitada, Europa se ha quedado sin motores para la expansión económica. Este empeoramiento de perspectivas del Viejo Continente, que contrasta con la mejor resistencia de la economía estadounidense, explica en parte por qué el dólar ha frena-

do su caída y ha empezado a remontar desde el mínimo de 1,60 por euro.

¿Motivos para la esperanza en este balance pesimista? Las economías emergentes. Su dinamismo se mantiene, de momento. Además de China, vector global, recordemos los datos de crecimiento más recientes de los emergentes más grandes: India, un 8,8%, Rusia, un 8,5% y Brasil, un 5,8%. Según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional, el crecimiento global se mantendrá algo por debajo del 4% tanto en 2008 como en 2009. Lejos, evidentemente, de los excepcionales registros de los primeros años del siglo actual, del orden del 5%, pero en cualquier caso cifras todavía muy notables.

Economía española: hacia un cambio de modelo

Este negativo entorno internacional ha incidido con fuerza en una economía como la española, cuyo crecimiento se fundamentaba en un excepcional ciclo expansivo de la construcción y en una potente expansión del consumo. En el segundo trimestre se intensificó el proceso de ajuste en marcha, con un PIB que aumentó un 1,8% en relación con el segundo trimestre de 2007, ocho décimas menos que tres meses antes. En relación con el trimestre anterior, el PIB sólo creció una décima, lo que muestra un práctico estancamiento, el menor incremento trimestral desde la última recesión de 1993.

La fuerte desaceleración económica se debió a la demanda interna, ya que la contribución del sector exterior pasó de restar dos décimas a sumar tres. Esta mejora de medio punto se produjo gracias a una ralentización más marcada de las importaciones de bienes y servicios que de las exportaciones, de modo que se amplió la diferencia entre los ritmos de crecimiento de ambas a favor de estas últimas. Se trata de un resultado relevante, puesto que la mejora del sector exterior es fundamen-

Estados Unidos consigue salvar la recesión, de momento, mientras que Europa entra en una fase de menor actividad.

Los emergentes se consolidan como la línea más sólida del crecimiento mundial, de momento.

La fuerte desaceleración de la economía española se intensifica en el segundo trimestre hasta casi un estancamiento.

Con todo, afloran dos elementos positivos: un freno en el deterioro del sector exterior...

tal para solventar dos cuestiones clave del modelo de crecimiento experimentado hasta ahora. En primer lugar, frenar el deterioro de la necesidad de financiación externa, en un contexto de creciente endurecimiento de las condiciones crediticias internacionales. Y, en segundo lugar, asegurar una parcela de la demanda que, por lo menos en parte, sustituya la agotada dinámica de la construcción y el consumo privado.

El consumo privado, precisamente es uno de los componentes de la demanda más debilitados. Así, en el periodo abril-junio apenas creció el 0,1% respecto al trimestre anterior. Un menor aumento de la renta real, unos niveles de endeudamiento elevados en un contexto de alzas de los tipos de interés y el aumento del paro socavaban la confianza de los consumidores. Por el contrario, el consumo público jugó un papel contracíclico y compensó parcialmente la debilidad del privado.

La construcción sigue la senda temida, debido al frenazo del segmento residencial: el gasto en viviendas cayó un 5,6% en relación con el primer trimestre. Por su parte, la inversión en bienes de equipo también se desaceleró fuertemente al disminuir la demanda esperada. En este marco, la coyuntura industrial se ha deteriorado considerablemente. Así, el valor añadido de las ramas industriales se redujo el 2,8% respecto al segundo trimestre de 2007. Por su parte, los servicios resistieron la desaceleración económica general.

La marcada ralentización económica está teniendo un claro efecto en el mercado laboral. Según las últimas cifras de la encuesta de población activa, en la primera mitad del año se destruyeron 51.800 puestos de trabajo. El nivel de ocupación en el sector privado presenta una clara tendencia a disminuir. Las caídas se centran en la construcción y en la agricultura. A pesar de que estos sectores emplean un número relativamente elevado de trabajadores extranjeros, la población extranjera ocupa-

da se elevó el 7% en el último año, mientras que el número de empleados con nacionalidad española disminuyó ligeramente. Este empeoramiento del mercado laboral no desanimó a los demandantes de un puesto de trabajo. Así, la población activa siguió incrementándose a buen ritmo, con un alza anual del 3,1% a consecuencia mayormente de la incorporación de mujeres y población extranjera al mercado de trabajo. En este contexto, el paro se aceleró y la tasa de paro ascendió hasta el 10,4%, 2,5 puntos más que el mínimo anotado un año antes, presentando una tendencia ascendente. Según Eurostat, al comienzo del verano la tasa de paro española se convirtió en la más elevada de la Unión Europea.

Esta negativa evolución del mercado de trabajo tiene, en el reverso, la cara positiva de una mejora sustancial de la productividad. Se trata de un cambio fundamental que debería consolidarse en los próximos trimestres, ya que después de haberse colocado en niveles muy bajos en los últimos años la productividad aparente del trabajo debería situarse en parámetros mucho más altos para encarar el fin del ajuste actual.

Mientras, la travesía del ajuste continúa cobrando un elevado peaje en términos, por ejemplo, de deterioro del déficit público. En los siete primeros meses de 2008 el Estado requirió una necesidad de financiación del 0,9% del PIB, frente a un superávit del 0,7% en el mismo periodo del año precedente, como consecuencia de la desaceleración de la economía pero también como resultado de las actuaciones para paliarla. A mediados de agosto, el gobierno aprobó un nuevo paquete de medidas para hacer frente a la situación económica, disposiciones que se completarían con un proceso de diálogo social para cambiar el modelo productivo español y tratar de impulsar un relanzamiento económico sobre bases sólidas.

28 de agosto de 2008

... y un avance relevante de la productividad por persona empleada, al coste de un rápido deterioro de los indicadores del mercado de trabajo.

Las autoridades económicas tratan de contener la desaceleración con más gasto público, reformas estructurales y un llamamiento al diálogo social.

CRONOLOGÍA

2007

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

2008

- enero** 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Chipre y Malta, hasta quince estados miembros.
22 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 3,50%.
30 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 3,00%.
- marzo** 9 El Partido Socialista Obrero Español gana las **elecciones generales**.
18 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,25%.
- abril** 18 El Gobierno aprueba un **Plan de medidas de estímulo económico**.
30 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,00%.
- julio** 3 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 4,25%.
11 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 146,6 dólares por barril.
15 El **euro** cotiza a 1,599 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.
- agosto** 14 El gobierno pone en marcha un **programa de 24 reformas económicas** para 2008 y 2009.

AGENDA

Septiembre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
- 3 PIB de la UE (segundo trimestre).
- 4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 5 Índice de producción industrial (julio).
- 11 IPC (agosto).
- 16 Comité de Mercado Abierto de la Fed. IPC armonizado de la UE (agosto).
- 19 Encuesta trimestral de coste laboral (segundo trimestre).
- 23 Ingresos y pagos del Estado (agosto).
- 25 Precios industriales (agosto). Comercio exterior (julio).
- 29 Avance IPCA (septiembre).
- 30 Balanza de pagos (julio).

Octubre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 3 Índice de producción industrial (agosto).
- 14 IPC (septiembre).
- 15 IPC armonizado de la UE (septiembre).
- 23 Comercio exterior (agosto).
- 24 Encuesta de población activa (tercer trimestre).
- 27 Precios industriales (septiembre).
- 28 Ingresos y pagos del Estado (septiembre).
- 29 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30 Avance IPCA (octubre). PIB de Estados Unidos (tercer trimestre).
- 31 Balanza de pagos (agosto).

COYUNTURA INTERNACIONAL

El PIB de Estados Unidos crece un 1,8%, con desaceleración de la demanda interna y un sector exterior al alza.

Estados Unidos: más exportaciones y menos consumo

El producto interior bruto (PIB) estadounidense creció un 2,2% interanual en el segundo trimestre. En términos intertrimestrales anualizados, el avance fue de 3,3%, algo por encima de lo previsto teniendo en cuenta el estímulo fiscal aprobado en abril. La revisión de julio de las cifras publicadas anteriormente dejó al último trimestre de 2007 con un crecimiento intertrimestral negativo. El consumo privado, el áncora de la economía, siguió desacelerándose con un avance del 1,4% interanual. Una parsimonia que podría ser menos sin las mencionadas ayu-

das fiscales y que apunta a la baja. En el capítulo de la inversión no residencial, si las estructuras tuvieron un buen comportamiento, la inversión en equipo, con más peso en la economía, se desaceleró con fuerza, descendiendo respecto al nivel del trimestre anterior mientras que continuaron los fuertes descensos en la inversión residencial.

El sector exterior pasa a ser el soporte más sólido del crecimiento gracias a la debilitada demanda de importaciones y a la renovada competitividad que otorga un dólar barato. Así, las exportaciones ganaron un 11,2% interanual mientras que las importaciones cedieron un 2,0%. El proble-

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007			2008				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB real	2,8	2,0	1,8	2,8	2,3	2,5	-	2,2	-	-
Ventas al por menor	5,8	4,0	4,0	4,0	4,7	3,0	2,8	2,0	3,4	2,6
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	106,7	105,7	91,2	76,5	62,8	58,1	51,0	51,9
Producción industrial	2,2	1,7	1,4	1,8	2,1	1,8	0,4	0,2	0,2	-0,1
Actividad manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	53,0	51,3	49,6	49,2	48,6	49,6	50,2	50,0
Venta de viviendas unifamiliares	-18,0	-26,8	-22,1	-27,3	-33,7	-33,1	-40,2	-37,8	-33,2	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	5,5	5,5	5,7
Precios de consumo	3,2	2,9	2,7	2,4	4,0	4,1	3,9	4,2	5,0	5,6
Balanza comercial (3)	-753,3	-700,3	-730,7	-701,4	-700,3	-695,6	-695,9	-695,6	-693,3	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (4)	5,2	5,3	5,4	5,4	4,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,8
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	82,5	77,9	79,3	77,0	73,3	72,0	70,5	70,8	71,4	70,9

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

(5) Cambio ponderado por los flujos del comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa.

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

ma es que la demanda interna del segundo trimestre se contrajo respecto al primero, y está por ver si un crecimiento

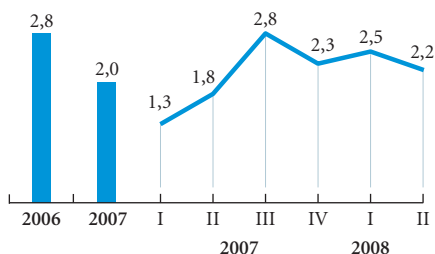
basado por completo en el sector exterior es sostenible en una economía tan grande como la estadounidense. Se esquila la re-

Los consumidores son pesimistas para hoy y, sobre todo, para mañana.

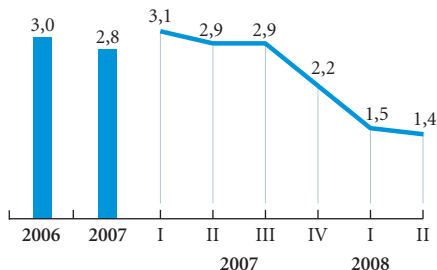
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

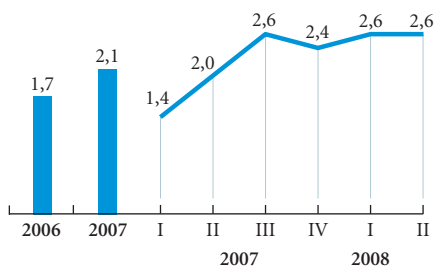
PIB



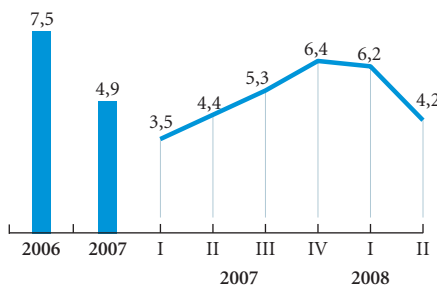
Consumo privado



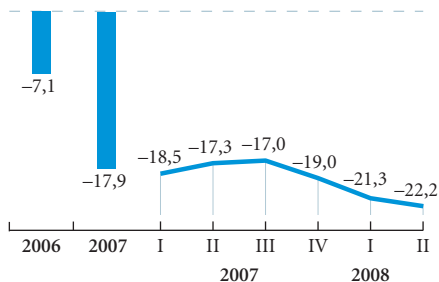
Consumo público



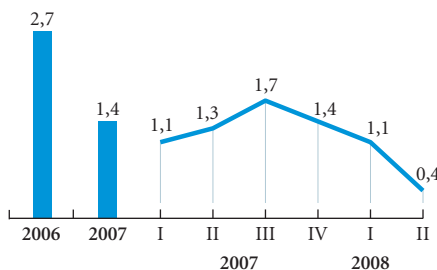
Inversión no residencial



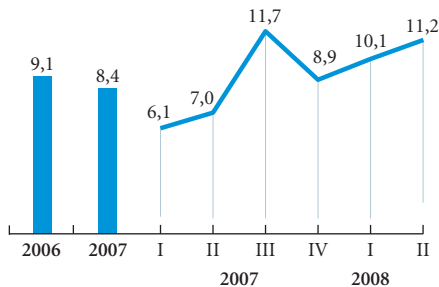
Inversión residencial



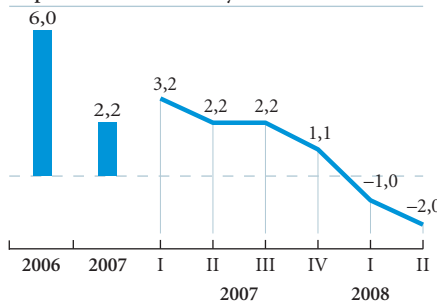
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

La debilidad económica alcanza los dos años de duración.

cesión pero, en los dos últimos meses, el riesgo vuelve a estar más en el lado del crecimiento que en el de la inflación. Aunque esto no implica que las tensiones de precios estén conjuradas, 2009 va configurándose como un año de débil actividad y no de recuperación.

Abundando en esta tesis está el sentimiento de los consumidores cuyo indicador más seguido, el índice de confianza del consumidor del Conference Board, se quedó en julio en los 51,9 puntos, un nivel que, aunque algo por encima de la cifra del mes anterior, en los últimos 30 años sólo ha estado tan bajo en los primeros dos meses de 1992. La gran diferencia con aquel entonces está en las expectativas. En 1982 éstas estaban muy por encima de la percepción del presente, mientras que en la actualidad sucede lo contrario. En consonancia con el sentimiento de los consumidores, las ventas al por menor de julio, sin incluir las fluctuantes compras de automóviles y el consumo de gasolina, avan-

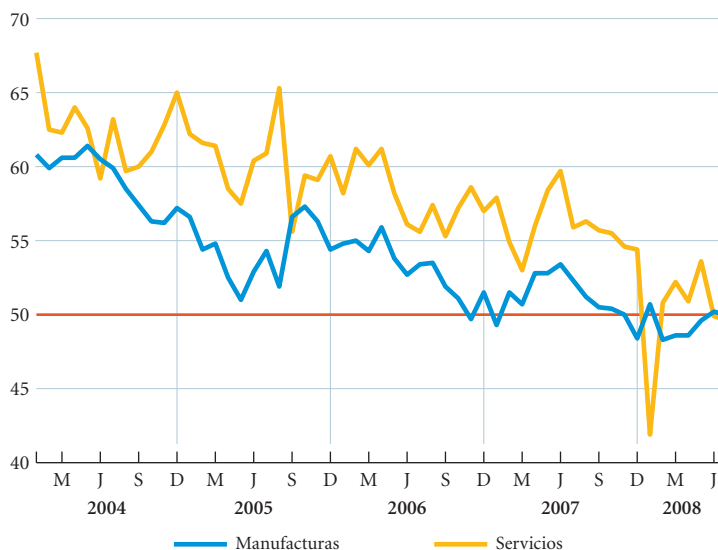
zaron un 3,4% interanual que, descontando las variaciones de precios, se traduce en un apagado 0,8%. Por su parte, las compras de automóviles siguieron intensificando su caída y acumulan un descenso del 10,5% interanual. Lo preocupante de esta evolución general no es tanto la intensidad de la desaceleración como la marcada tendencia a la baja.

La visión empresarial, aunque más sosegada en un principio, también se acoge a esta tendencia bajista, como lo atestigua en julio el índice de actividad empresarial del Institute for Supply Management, que en manufacturas descendió levemente hasta el nivel de equilibrio de los 50,0 puntos, donde hay tantas respuestas optimistas como respuestas pesimistas. Por su parte, el índice de servicios bajó hasta los 49,2 puntos. En ambos casos, la modesta recuperación del componente de empleo queda empañada por la persistencia de las tensiones en precios y por una mayor debilidad de los nuevos pedidos. En contras-

Los empresarios ven menos pedidos y precios al alza.

ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS VEN TENDENCIAS A LA BAJA

Nivel de los índices del ISM (*)



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

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

te con anteriores periodos de desaceleración, cuando estos índices reaccionaban con prontitud y con intensos retrocesos, esta vez nada de eso se está produciendo sino que se está marcando una tendencia suave, pero bien definida, a la baja.

La evolución del sector de la vivienda, más allá de las consecuencias directamente derivadas de su reducida actividad en las cuentas nacionales y en el empleo, marcará el paso del consumo privado a través de la evolución de sus precios. El gasto en construcción del segundo trimestre disminuyó un 15,6% respecto al periodo anterior en términos anuales, con lo que, aunque mejora el descenso del 25,0% del periodo previo, dista mucho de haber tocado fondo. En esta tesitura, las viviendas iniciadas cayeron en julio un 29,6% respecto al mismo periodo del año anterior. Apuntando en igual dirección, los permisos de construcción, que constituyen un indicador adelantado del anterior, descendieron un similar 32,4%, y la cuestión aquí ya no está en

los ritmos de descenso sino en los bajos niveles alcanzados.

Por el lado de la demanda, la situación es más preocupante. El precio de los inmuebles sigue disminuyendo la riqueza percibida de muchos consumidores y, en mayo, su índice más representativo, el Case-Shiller, siguió intensificando descensos con un retroceso acumulado del 19,8% respecto al máximo de junio de 2006, lo que, si se añade a la subida del IPC, alcanza una pérdida del 24,7%. Tampoco mejora la liquidez de los inmuebles con la venta de viviendas de segunda mano de junio, que cae un 15,5% interanual, y la de viviendas nuevas, con mayores oscilaciones, que cede un 33,3%. La consecuencia es que en junio se tardaba en promedio 11,1 meses en vender una vivienda, el doble de lo que se necesitaba hace tan sólo dos años.

El otro elemento importante que actúa sobre el consumo es el mercado de trabajo y tampoco aquí mejoran las perspecti-

La vivienda sigue sin tocar fondo, y el valor de los inmuebles acumula un descenso del 16%.

El mercado laboral evoluciona a la baja, el paro sube al 5,7% y la inflación llega al 5,6%.

ESTADOS UNIDOS: PARA VENDER LA VIVIENDA HAY QUE TENER PACIENCIA

Promedio de meses necesarios para vender una vivienda de segunda mano



FUENTES: US Census y elaboración propia.

El encarecimiento del petróleo impide la mejora del déficit comercial, pero en los otros sectores se reduce a la mitad de los máximos de 2005.

El PIB de Japón crece un 1,0% y el consumo privado y las exportaciones se debilitan.

El mercado inmobiliario está paralizado pero los precios no descienden.

vas. En julio, por primera vez desde 2003, había menos empleados no agrícolas en comparación con el mismo mes del año anterior. En los primeros siete meses de 2008 se acumula una pérdida neta de 463.000 puestos de trabajo. En julio, la tasa de paro se encaramó hasta el 5,7% de la población activa, un punto porcentual por encima del mismo periodo del año pasado con unos salarios que, considerando los repuntes de precios, están en niveles adquisitivos no superiores a 2001.

Sin embargo este aminoramiento de la marcha de la actividad económica sigue sin moderar las presiones sobre el índice de precios al consumo (IPC), que en julio avanzó un 5,6% interanual. Si ya es problemática la persistencia de la presión alcista de los precios de la alimentación y de la energía, no ayuda que el componente subyacente también evolucionase al alza, pasando de incrementos del 2,4% al 2,5%. Los precios de producción del mismo periodo se incrementaron en un 9,8% interanual, pero siguen sin trasladarse a los consumidores. Con todo, es positivo que la influencia de los precios energéticos en los otros sectores de la actividad está siendo mucho más limitada de lo que se esperaba, aunque la expectativa de que suban los precios a niveles cercanos al 2,0% queda ya un poco más lejos.

Por su parte, la balanza comercial de bienes y servicios arrojó en junio un déficit de 56.772 millones de dólares, un descenso del 4,0% interanual. Algo inferior a lo esperado por culpa del petróleo. Y es que, durante los últimos doce meses hasta junio, el déficit exterior en petróleo o en productos derivados del petróleo constituyó un 64,0% del déficit de bienes y servicios total del periodo. Sin embargo, la parte positiva es que el saldo negativo no petrolífero descendió hasta llegar a un 47,0% del máximo alcanzado en octubre de 2005 en dólares corrientes.

Japón: desaceleración en el interior y en el exterior

Las cuentas nacionales del segundo trimestre corrigieron a la baja los buenos augurios del primero, evidenciando así la complicada situación de la economía japonesa, cuya fuerte dependencia de las exportaciones al exterior preocupa en un contexto de desaceleración global. El PIB creció un 1,0% interanual, dibujando una clara trayectoria de desaceleración tras la revisión de los datos correspondientes a los trimestres anteriores previamente publicados. La mayor desaceleración se da en el consumo privado y en las exportaciones, que habían sido los componentes más alcistas del primer trimestre. En un perfil más bajo, continuó la debilidad inversora con una atonía de la inversión en equipo, que coincidió con una interrupción de la mejora de la construcción y con una inversión gubernamental que reanudó su tendencia bajista.

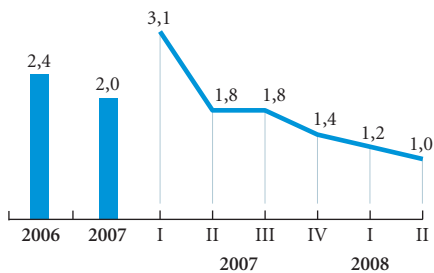
El mercado inmobiliario, uno de los factores que más influencia puede tener sobre el maltrecho consumo, sigue sumido en la apatía. Si bien los precios aguantan el tipo, ya que el precio de la vivienda media de Tokio repetía en julio prácticamente el valor del mismo periodo del año anterior, las ventas cedían un 59,9% interanual y evidenciaban que el mercado está prácticamente congelado. Por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas de junio dejaron en nada los tímidos atisbos de recuperación, que retrocedieron en junio un 16,7%.

Entre los indicadores de demanda más recientes destaca el descenso de la confianza del consumidor en el segundo trimestre, que pasa de 36,5 al nivel de los 32,3 puntos, el mínimo histórico desde el inicio del indicador, allá por los primeros años ochenta. De forma más pausada, en junio las ventas minoristas avanzaron un

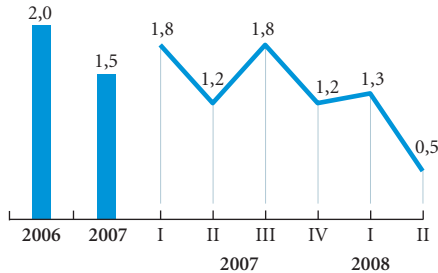
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

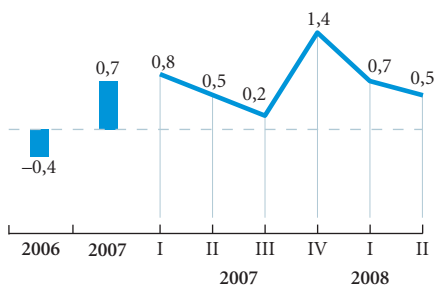
PIB



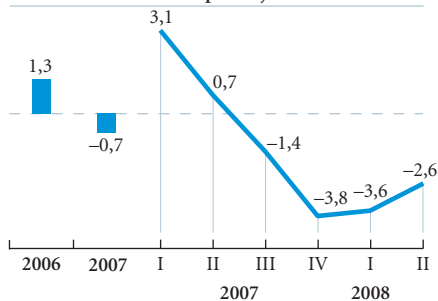
Consumo privado



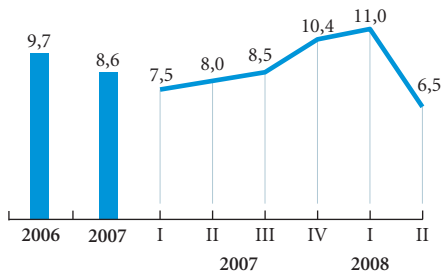
Consumo público



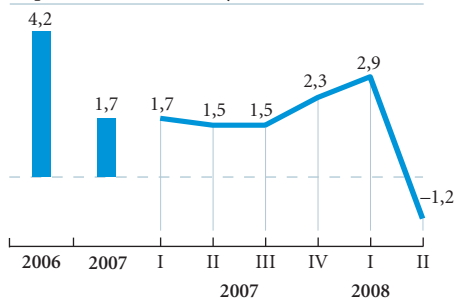
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

magro 0,3% interanual y, con un tono más positivo, las ventas de automóviles de los primeros siete meses del año crecieron un 2,2% respecto al mismo periodo del año anterior. Así, 2008 marca una tenue recuperación en el sector después de tres años seguidos de descensos.

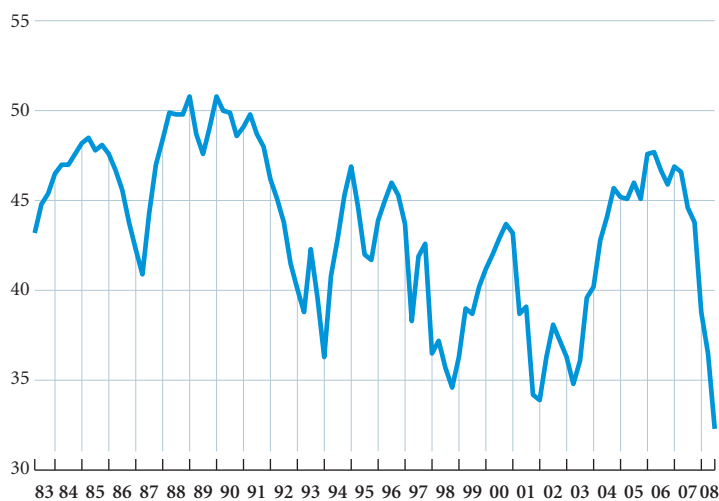
En el lado de la oferta, los vientos siguen siendo de atonía en el mejor de los casos, y justifican el viraje pesimista en las valo-

raciones del Banco de Japón. La producción industrial de junio permaneció inalterada respecto al mismo mes del año previo, y la producción industrial de bienes de consumo cedió todo el repunte de los meses anteriores al avanzar un 0,7% interanual. La publicación del índice Tankan de actividad empresarial elaborado por el Banco de Japón correspondiente al segundo trimestre acabó de amargar el panorama. El índice para

La confianza de los consumidores alcanza mínimos históricos.

JAPÓN: EL FATALISMO DE LOS CONSUMIDORES VA A MÁS

Índice de confianza del consumidor



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

El sentimiento empresarial vuelve a bajar y retrocede la inversión para exportaciones.

grandes empresas manufactureras descendió de 11 hasta el nivel de los 5 puntos, y el índice para grandes empresas no manufactureras hizo lo propio al pasar de 12 a 10, alcanzando ya los bajos niveles de 2003. En el capítulo de la formación de capital, las expectativas para los próximos meses son sombrías a causa del descenso de los pedidos de maquinaria de las empresas exportadoras, prácticamente la mitad del total, que en los últimos tiempos han sido el principal motor de la inversión en equipo.

En el frente inflacionista, el final de la deflación no está siendo causado por una reactivación de la demanda, sino que viene de fuera. El petróleo y la alimentación son los elementos activos que mueven los índices. Así, el IPC de junio subió un 2,0% interanual, cifra que no se alcanzaba desde 1992. El tradicionalmente seguido índice sin alimentos frescos hizo otro tanto, avanzando un 1,9%. Sin embargo, el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, registró un mínimo incremento del 0,1% interanual. Por su parte, la tasa

de paro de junio repuntó hasta el 4,1% de la población activa, una cifra moderada que, sin embargo, acumula ya tres meses consecutivos de aumentos.

En el sector exterior, Japón muestra un importante apalancamiento y, a la vista de la reducción de la demanda de importaciones por parte de Estados Unidos, las mayores esperanzas siguen estando en Asia, que recibe la mitad de las exportaciones niponas. El superávit acumulado en los doce meses hasta junio se redujo hasta los 10,3 billones de yenes. En el mes de junio, las exportaciones crecieron un modesto 3,7% interanual, muy por debajo de lo que venía siendo norma a causa de la desaceleración de las ventas al resto del continente asiático, mientras que las importaciones avanzaron un 18,1%. Los últimos datos de aduanas correspondientes a julio muestran una recuperación de las exportaciones destinadas al resto de Asia, especialmente a China, que habrá de tener continuidad si se cumple la hipótesis del *decoupling*, que es la capacidad de crecimiento de las economías de Asia

El petróleo lleva a los precios a subir al 2,0% y el desempleo llega al 4,1%.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007			2008				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB real	2,4	2,0	1,8	1,8	1,4	1,2	–	1,0	–	–
Producción industrial	4,2	2,9	2,4	3,1	2,7	2,5	0,7	2,3	0,0	...
Actividad empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	19,0	11,0	–	5,0	–	–
Viviendas iniciadas	4,5	–17,2	–2,8	–36,9	–27,1	–8,9	–8,7	–6,5	–16,7	...
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0	4,1	...
Precios de consumo	0,2	0,1	–0,1	–0,1	0,5	1,0	0,8	1,3	2,0	...
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	11,1	12,3	12,5	11,7	11,2	11,1	10,3	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	81,1	77,1	75,7	76,9	78,4	83,4	83,9	83,0	81,0	80,6

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

Oriental en el entorno de debilidad económica de Europa y de Estados Unidos.

El dragón chino sigue fuerte y modera su fuego inflacionista

La economía china creció en el segundo trimestre un 10,1% interanual. Continúa así tomando cuerpo la desaceleración de la economía. Al mismo tiempo, la inflación, que en la primera mitad del año se aceleraba con fuerza, parece moderarse en los últimos meses, con un IPC que subió un 6,3%. Así, si hace unos pocos meses estaba claro que el objetivo a perseguir por el gobierno era la lucha contra la inflación, hoy ya no lo está tanto, y esto implica una política monetaria menos restrictiva y, posiblemente, una divisa que no seguirá apreciándose al ritmo que lo venía haciendo. Desde el lado de la oferta, el sector secundario sigue liderando los avances, con un incremento del 11,3% interanual, seguido de los servicios, que subieron un 10,5%, aunque acusan la desaceleración. Por su parte, el sector agrí-

cola, aunque se recuperó del débil primer trimestre, avanzó con mayor parsimonia y mostró un crecimiento del 3,5%.

Entre los indicadores de actividad más recientes, la producción industrial creció en julio un 14,7% interanual, con lo que el enfriamiento cobra cuerpo al ver la evolución a lo largo del presente año. En contraste, las ventas al por menor del mismo periodo, descontando los incrementos de precios, siguieron acelerando hasta el 16,0%. Un incremento al que últimamente parecen sumarse las rezagadas zonas rurales. Todo ello ilustra el recorrido al alza que le queda al consumo interno chino. Si en telefonía móvil y en ordenadores se ha hecho ya un largo trecho, el proceso de sustitución de bicicletas por automóviles está todavía en su etapa inicial.

Los problemas inflacionistas parecen amainar poco a poco. El IPC general de julio del 6,3% interanual parece moderado en comparación con el incremento máximo de febrero, cuando se alcanzó un

Las exportaciones se desaceleran y las esperanzas se centran en Asia.

La economía china crece un 10,1% y presenta signos de desaceleración.

La producción industrial crece por debajo del 15% pero el consumo minorista sigue acelerando hasta el 16%.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	10,7	11,6	11,5	11,2	10,6	10,1	-
Producción industrial	16,4	17,1	18,1	17,5	16,5	15,9	14,7
Producción eléctrica	14,7	15,7	16,3	16,1	16,0	11,9	9,6
Precios de consumo	1,5	4,8	6,1	6,6	8,0	7,8	6,3
Balanza comercial (*)	177,5	261,9	253,6	261,9	256,5	247,9	248,8
Tipo interbancario 3 meses (**)	2,8	3,6	3,5	4,7	4,6	4,6	4,4
Renminbi por dólar	8,0	7,6	7,5	7,4	7,1	6,9	6,8

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

(**) Porcentaje.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas de China, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

La inflación se modera hasta el 6,3% y los alimentos suben un 14,4%.

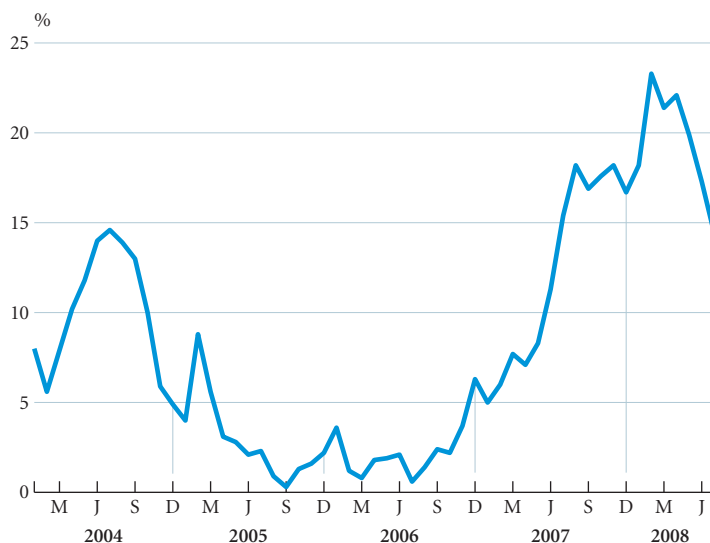
8,7%. El componente de alimentos, que en China tiene especial relevancia como indicador del coste de la vida, también vuelve a aguas más tranquilas, con un aumento del 14,4% interanual que queda claramente por debajo del 23,3% de cinco meses atrás.

En el sector exterior, el superávit de los últimos doce meses hasta julio llegó a los

248.800 millones de dólares, 16.600 millones menos que el techo de enero, y el superávit comercial bilateral con Estados Unidos en los doce meses hasta junio siguió estancado en torno a los 164.000 millones de dólares. Así, las exportaciones se desaceleran con parsimonia y en los primeros siete meses de 2008 crecieron un 22,6% respecto al mismo periodo del año anterior. Una tasa que es menor

CHINA: LA SUBIDA DEL PRECIO DE LOS ALIMENTOS SE ENFRÍA

Variación interanual del índice de precios al consumo en alimentación



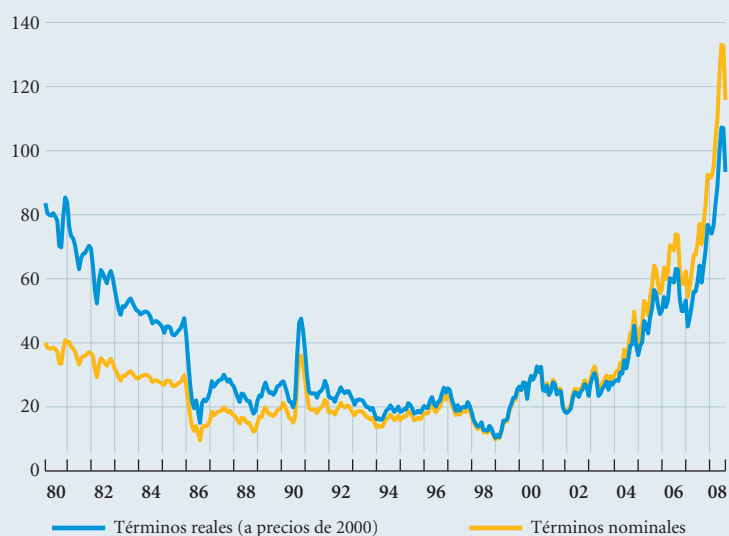
FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China, Mercado de Londres y elaboración propia.

La sed de petróleo de las economías emergentes

El precio del petróleo ha llegado a alcanzar en 2008 unos niveles que, hasta no hace mucho, sólo se imaginaban posibles en un escenario en el que la oferta de petróleo se hubiera interrumpido bruscamente. Los grandes buques petroleros, sin embargo, han continuado transitando con normalidad por el estrecho de Ormuz y, aun así, el precio ha tocado máximos históricos, tanto en términos nominales como reales (véase el gráfico siguiente). Sin duda, la depreciación del dólar y ciertas características de la oferta han contribuido al alza de precios (véase el recuadro «La escasa respuesta de la oferta de petróleo») y probablemente parte de lo que hemos observado en los últimos doce meses no es más que una burbuja especulativa (véase el recuadro «Burbujas de petróleo»), pero una razón fundamental tras la fortaleza del precio del crudo ha sido la pujanza de la demanda.

NIVELES RÉCORD DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN 2008

Dólares por barril *Brent* (promedio mensual)



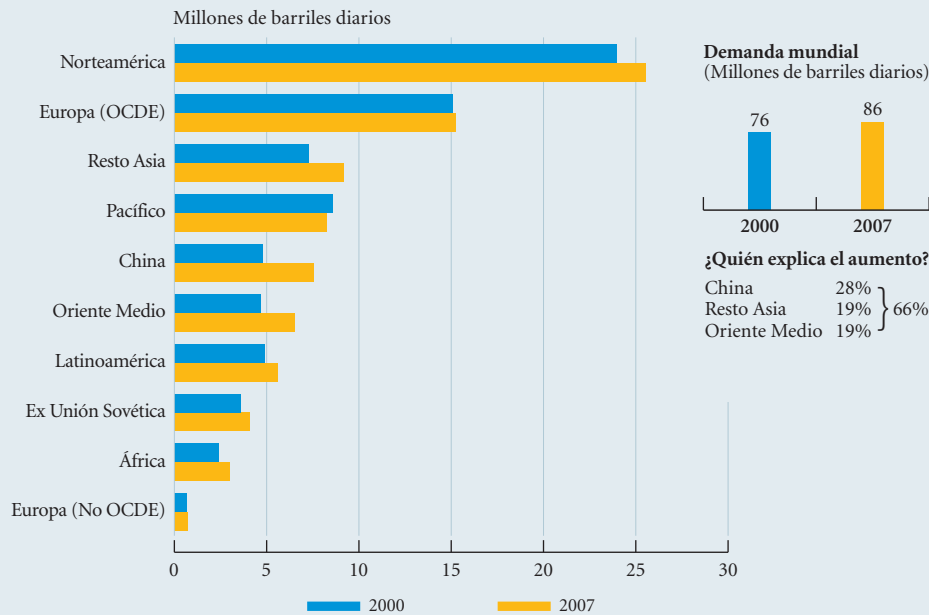
FUENTES: FMI y Agencia Internacional Energía (AIE) (datos hasta 12 de agosto).

El fuerte crecimiento de los países emergentes, en especial China, es la explicación de la gran subida de los precios más repetida en tertulias y artículos de opinión. Pero, ¿realmente ha crecido tanto su demanda de petróleo en los últimos años? La respuesta es clara: sí. Entre 2000 y 2007, la demanda mundial de petróleo aumentó unos 10 millones de barriles diarios (mbd) hasta los 86 mbd, y China sola ya fue responsable del 28% de este aumento, después de que su consumo creciera en cerca de 3 mbd. El resto de países asiáticos y Oriente Medio explican conjuntamente casi un 40% del aumento de la demanda (véase el gráfico siguiente).

En parte, la demanda de muchos de estos países se ha mantenido boyante porque los precios subsidiados de los carburantes no han reflejado totalmente el alza del precio del crudo. El consumidor chino, por ejemplo, paga el litro de gasolina a unos 53 céntimos de euro, lo que implica un subsidio de alrededor del 20%. El creciente coste fiscal de estas medidas, sin embargo, ha hecho que muchos países –como India, Malasia o Indonesia– hayan

decidido revisar al alza los precios regulados del combustible, lo que debería contribuir a la reducción en el ritmo de crecimiento de su demanda.

EL DINAMISMO DE LOS EMERGENTES EXPLICA BUENA PARTE DEL AUMENTO DE DEMANDA



FUENTE: Agencia Internacional de la Energía.

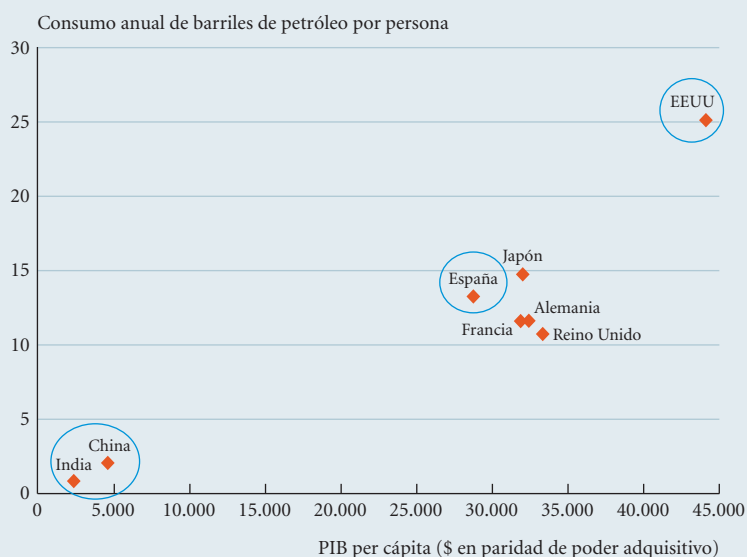
De todas maneras, el consumo de petróleo per cápita de los emergentes está todavía muy lejos del nivel en las economías más avanzadas, lo que sugiere que la demanda cuenta todavía con un fuerte recorrido al alza. Por ejemplo, mientras España consume alrededor de 13 barriles de crudo por persona al año, China consume poco más de 2 barriles. Las diferencias con Estados Unidos, donde cada habitante consume un promedio de 25 barriles al año, son todavía mucho mayores (véase el gráfico siguiente). La expectativa de que la demanda de los emergentes puede continuar creciendo fuertemente durante mucho tiempo ha alimentado la percepción de que el precio del crudo va a continuar alto de manera permanente. Pocos analistas prevén que el petróleo vuelva a cotizarse muy por debajo de los 100 dólares por barril de no mediar una fuerte desaceleración mundial que afecte a las economías emergentes. Sin embargo, a nadie escapa que la incertidumbre acerca de la evolución de la demanda a largo plazo es altísima gracias a las innovaciones tecnológicas que permiten mejorar la eficiencia energética. Por ejemplo, Estados Unidos consume hoy menos de la mitad de petróleo por unidad de PIB que a principios de los setenta.

En las economías avanzadas, que aún representan el 60% de la demanda mundial, la demanda de petróleo parece haberse estancado desde 2006 como consecuencia del alza de precios y la desaceleración económica. La reacción de la demanda, sin embargo, ha sido previsiblemente lenta y, de momento, tampoco muy notable, pues a corto plazo el consumo de petróleo no responde en demasía a un aumento de precio –la demanda es muy inelástica–. No obstante, el fuerte aumento en las ventas mundiales de vehículos menos pesados y de híbridos, el anuncio de cierres de fábricas de camionetas y todoterrenos, cuyas ventas se han desplomado, o el

empujón a la I+D de alternativas al motor de combustión sugiere que se ha iniciado ya un cambio de patrón en las decisiones de consumidores y empresas con el objetivo de ahorrar petróleo. Su alcance, sobre todo en Estados Unidos, el mayor consumidor de petróleo del mundo (21 mbd), será clave para la evolución futura de la demanda.

Otro factor, secundario eso sí, que ha podido influir en el precio del petróleo en el último año ha sido el cuestionamiento de la política de subsidios a los biocombustibles. Tras el fuerte aumento del precio de los cereales, muchas voces se han alzado en contra de estos subsidios, que tienden a reducir la oferta alimenticia en favor de la energética. Este cuestionamiento puede haber aumentado las previsiones de demanda futura de petróleo, y con ello su precio, pues parte de la demanda que muchos preveían que podría satisfacerse con biocombustibles deberá ser satisfecha, después de todo, con petróleo.

CHINA E INDIA: UN LARGO RECORRIDO AL ALZA



NOTA: Año 2006.
FUENTE: BP, FMI.

Finalmente, algunos analistas afirman que la demanda de existencias por precaución –como consecuencia de incertidumbres geopolíticas– está añadiendo presión a la demanda actual. Aunque es cierto que no hemos observado un aumento en las existencias de petróleo, ello puede ser simplemente consecuencia de que la oferta no ha podido satisfacer esta demanda adicional que, de todas maneras, habría provocado un aumento del precio.

En resumen, la creciente influencia de los países emergentes en la demanda mundial de crudo se revela como una razón de mucho peso tras el aumento del precio del petróleo. En combinación con la baja elasticidad de la demanda en los países industrializados y una oferta que no ha respondido satisfactoriamente, el precio del crudo ha escalado hasta niveles nunca vistos. Sin embargo, la desaceleración económica global a corto plazo y las mejoras de eficiencia energética inducidas por el alto precio del crudo a más largo plazo pueden ofrecer un respiro en el mercado del petróleo por el lado de la demanda. La caída del precio del crudo en las últimas semanas así lo parece empezar a reflejar.

Las exportaciones moderan su avance pero las importaciones siguen disparadas.

que lo que venía siendo norma en un componente que representa algo más del 30% del total de la economía en términos nominales.

Las importaciones, en cambio, siguieron acelerando, incrementándose en los primeros siete meses del año un 31,1% interanual, lo que da muestra del vigor de una demanda interna que cada vez es más vital para el crecimiento global. Según la consultora americana Global Insight, en 2009 China arrebatará a Estados Unidos el primer puesto en la producción de manufacturas mundiales, lo que implica que al crecimiento chino le quedan no pocas fuerzas. Un gigante que no está exento de riesgos después de ver cómo la bolsa de Shanghai perdía un 60% respecto a sus máximos de septiembre de 2007, con el precio de la vivienda disparado y con los controles en la concesión de hipotecas aún relativamente laxos. Sin embargo, también existen aquí fortalezas, ya que el ahorro chino es más importante que las deudas contraídas y, en el segundo trimestre, el total de la deuda hipotecaria no superaba el 12% del PIB.

México crece al 2,6% con una desaceleración de la inversión y del consumo.

México: desaceleración con más inflación

La publicación de las cuentas nacionales del primer trimestre y la revisión de las cifras correspondientes a los años previos evidencian una clara desaceleración de la actividad económica. El PIB invierte la tendencia y vira hacia crecimientos netamente inferiores, con un avance del 2,6% interanual en el primer trimestre que queda claramente por debajo del 4,2% del periodo previo. Todos los componentes tuvieron una evolución similar, con el crecimiento del consumo privado de un 3,7% interanual, la tasa más baja desde inicios de 2004, y con una fuerte desaceleración del consumo público. Por su parte, la inversión presenta un panorama mucho más bajista tras la revisión, que ha convertido lo que previamente era una recuperación en una marcada desaceleración y deja el crecimiento de la formación de capital fijo en un magro 2,7% interanual.

El sector exterior, que venía siendo el punto flaco de la expansión de los últi-

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007			2008				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB real	4,9	3,2	2,6	3,4	4,2	2,6	-	...	-	-
Producción industrial	5,4	1,9	0,9	1,9	3,1	0,9	5,7	-1,2	...	...
Tasa de paro general (*)	3,6	3,7	3,4	3,9	3,6	3,9	3,6	3,2	3,6	...
Precios de consumo	3,6	4,0	4,0	4,0	3,8	3,9	4,5	4,9	5,3	5,4
Balanza comercial (**)	-6,1	-10,1	-11,5	-11,2	-10,1	-9,3	-9,6	-8,9	-7,8	...
Tipo interbancario 3 meses (***)	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Pesos mexicanos respecto al dólar	10,9	10,9	10,8	11,0	10,8	10,7	10,5	10,3	10,3	10,0

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

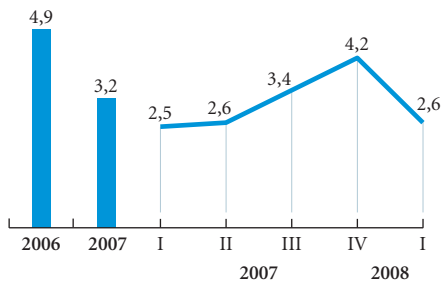
(***) Porcentaje.

FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

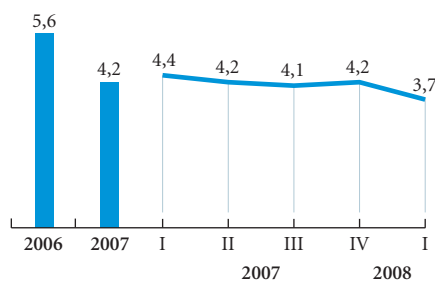
EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

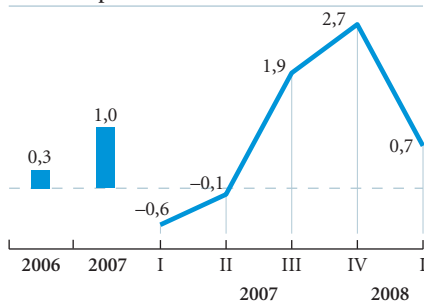
PIB



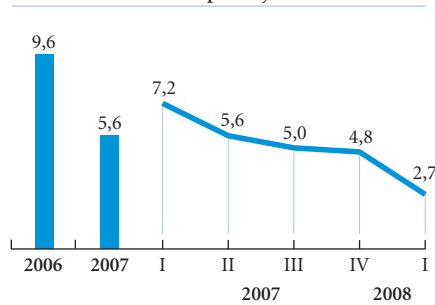
Consumo privado



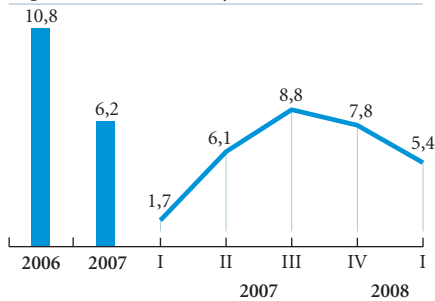
Consumo público



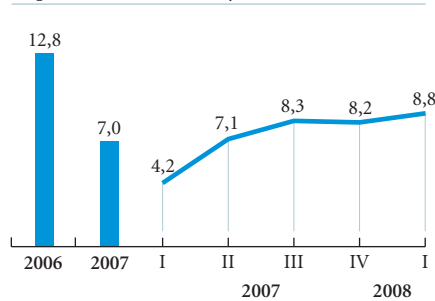
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

mos años, también evolucionó a la baja con una intensificación de la desaceleración exportadora que coexiste con una relativa estabilidad de las importaciones. Una situación que en el segundo trimestre debería corregirse, en parte, considerando la reducción del déficit comercial en los últimos meses. El valor al alza de las exportaciones de petróleo redujo el déficit comercial de los primeros seis meses de 2008 hasta los 2.519 millones de dólares, un 47% por debajo del corres-

pondiente al mismo periodo del año anterior. La cuestión está en la problemática de mantener esta corrección, ya que el déficit de la balanza comercial, excluyendo las exportaciones de crudo, siguió intensificando sus aumentos, con un incremento en la primera mitad del año del 30% interanual.

Entre los indicadores de actividad más recientes, siguen dominando las perspectivas bajistas, evidenciando la influencia de

Las exportaciones de petróleo aguantan un sector exterior que sigue en retroceso.

MÉXICO: UNA INFLACIÓN CADA VEZ MÁS AMENAZANTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Banco Central de México y elaboración propia.

La producción industrial retrocede y las ventas minoristas se desaceleran.

La inflación llega al 5,4% a pesar de la desaceleración, pero el desempleo sigue por debajo del 4%.

El petróleo se encarama por encima de los 145 dólares por barril, pero después corrige abruptamente.

la debilidad del vecino del norte. Por el lado de la oferta, en mayo, la producción industrial general retrocedió un 1,2% interanual, y la de manufacturas se desaceleró con fuerza, pasando de crecer al 9,8% a hacerlo al 1,2%. En el lado de la demanda, las ventas al por menor del mismo mes también perdieron fuerza, pasando de crecimientos del 7,3% a un más modesto 3,3% interanual.

En el frente inflacionista, el incremento de los precios ha pasado en pocos meses de una plácida moderación a constituir una seria amenaza para la estabilidad macroeconómica. En julio, el IPC general aceleró, aumentando un 5,4% interanual, y el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, hizo lo propio hasta un 5,1% interanual. A los efectos del encarecimiento de las materias primas se une el incremento de los costes laborales unitarios, que en mayo volvieron a repuntar hasta registrar avances del 7,6% interanual. Por su parte, la tasa de paro general

de mayo aumentó hasta un relativamente bajo 3,6% de la población activa.

Petróleo: sube y baja

El precio del petróleo sigue inmerso en una etapa de elevada volatilidad que ha propiciado que en un mes haya registrado un máximo histórico para, a continuación, sufrir una caída de cerca de 40 dólares por barril. Así, el pasado 11 de julio, el oro negro cotizaba a 146 dólares por barril (calidad *Brent* a un mes), máximo histórico. A lo largo de las cuatro semanas siguientes el barril de petróleo retrocedía hasta los 110 dólares. El descenso mensual entre el 15 de julio y el 15 de agosto equivalió a cerca de un 30%, el mayor movimiento bajista porcentual registrado desde la Guerra del Golfo Pérsico, en 1991. A partir de estos valores en la zona de los 110 dólares se ha producido un cierto rebote, que ha situado las cotizaciones hacia los 115 dólares por barril.

EL PRECIO DEL PETRÓLEO TOCA TECHO Y CORRIGE A LA BAJA

Cotizaciones de barril de petróleo de calidad *Brent* para entregas a un mes



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

¿Qué explica este movimiento de ida y vuelta tan intenso y rápido? Aunque los factores puntuales que subyacen a esta evolución son variados, parece existir un cierto consenso en el que el episodio alcista iniciado en febrero de 2008 respondía en gran medida a la entrada de capitales con orientación a corto plazo que, en un contexto de crisis financiera global, buscaban activos con potencial de revalorización.

Estos fondos son los que parecen haberse retirado del mercado cuando las cotizaciones han alcanzado niveles percibidos por los propios operadores del mercado como excesivos, y las inversiones alternativas, y en particular las bolsas y el dólar, han ofrecido una cierta mejora de rendimiento. Dicho cambio tomó cuerpo en las primeras semanas de julio, momento en el cual se extendió la percepción de que, al mantenerse en la zona de los 150 dólares por barril, el precio del petróleo provocaría un ajuste bajista de la demanda.

Las restantes materias primas han evolucionado en un sentido similar al del petróleo, reforzando la hipótesis de que el factor esencial que ha dominado en los últimos meses estos mercados tiene carácter primordialmente financiero. La mayor corrección en precios la han experimentado los metales que, como agregado, han cedido más de un 10% en el mes de agosto. Entre ellos cabe destacar el retroceso de los metales preciosos (platino, plata y oro) y de algunos metales industriales como el aluminio y el cobre. En todos estos casos el descenso ha superado los dos dígitos. También han experimentado un ajuste apreciable las materias primas agrícolas alimentarias, que como grupo han caído un 9% en el mes de agosto. El maíz y la soja han sido los dos grandes protagonistas por la intensidad del retroceso de sus precios, superior al 20% en el primer caso y al 16%, en el segundo.

La intensidad del movimiento sugiere el predominio de los factores financieros como factor determinante del mismo.

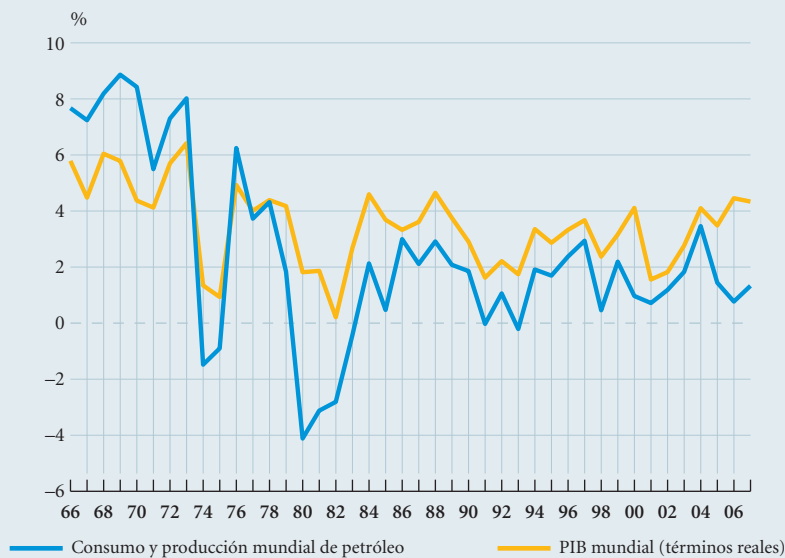
Las restantes materias primas replican la caída del oro negro, si bien con menor intensidad.

La escasa respuesta de la oferta de petróleo

Ante el empuje de la demanda de petróleo, la reacción por el lado de la oferta se convierte en un factor crucial que atenúa o amplifica la presión al alza sobre su precio. Una oferta que hubiera respondido de manera rápida a la expansión de la demanda habría amortiguado significativamente la subida del precio pero la reacción que hemos observado, de una rigidez considerable, no ha hecho más que exacerbar las presiones procedentes del lado de la demanda. Razones de tipo estructural se han combinado con otras de carácter geopolítico para que ello fuera así.

LA DEMANDA PRESIONA ANTE UNA OFERTA RÍGIDA

Tasa de crecimiento anual



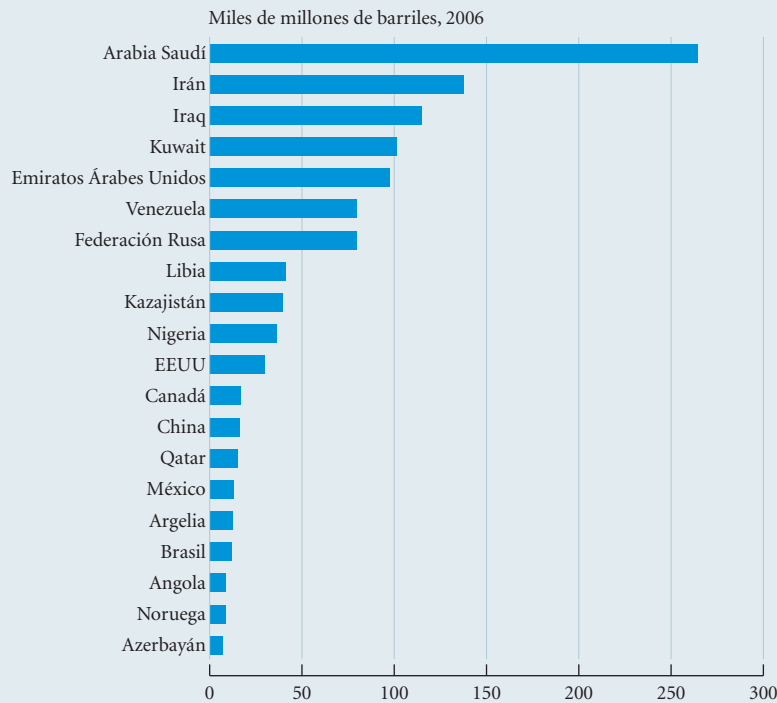
FUENTES: BP y Banco Mundial.

Una característica fundamental del petróleo es que, a corto plazo, la oferta es relativamente inelástica, pues aumentar la capacidad de producción es un proceso largo y costoso. En primer lugar, se requiere una considerable inversión inicial para explorar la zona donde se sospecha que se podría encontrar el preciado mineral. Una vez se confirma su presencia, se tarda un promedio de entre 5 y 10 años hasta iniciar la explotación del yacimiento.

Otra peculiaridad de la oferta de petróleo es su elevada concentración en unos pocos países. En concreto, más de un 30% del petróleo procede de Oriente Medio, siendo Arabia Saudí el máximo productor mundial con un 13% de la producción. Si hablamos del total de reservas probadas que existen en el mundo la preponderancia de esta región, que controla un 63% de dichas reservas, es aún más acusada.

Esta fuerte concentración en la oferta tiene dos consecuencias que pueden repercutir en el precio. En primer lugar, inestabilidades geopolíticas en algunos de los países productores pueden desestabilizar fácilmente la oferta mundial de petróleo. Últimamente no faltan ejemplos de ello: los conflictos ininterrumpidos en el delta del Níger entre minorías étnicas y compañías petrolíferas extranjeras, que han reducido el flujo de crudo procedente

LAS RESERVAS PETROLÍFERAS Y LA SUPREMACÍA DE ORIENTE MEDIO



FUENTE: BP.

de Nigeria hasta en un 40%; las tensiones nucleares en Irán y su enfrentamiento con Israel, lo que hace peligrar la producción iraní y el tránsito de petróleo por el Estrecho de Ormuz; la situación de violencia en Irak; o el riesgo jurídico para las empresas extranjeras en Venezuela, Rusia y otros países. Aunque pueda parecer que hoy en día la magnitud de los problemas geopolíticos no es tan grande como lo había sido en pasadas crisis del petróleo, algunos analistas, como Daniel Yergin de la consultora especializada Cambridge Energy Research Associates (CERA), argumentan que la acumulación de varios focos con tensiones geopolíticas puede ocasionar grandes disrupciones en la oferta agregada. Basta comprobar que la producción total de petróleo de los países arriba mencionados supera la producción de Arabia Saudí.

En segundo lugar, la concentración de reservas facilita la coordinación entre los países productores para modificar la oferta mundial y hacer variar con ello los precios. Este tipo de actuación, concretamente la reducción de oferta o la limitación de su crecimiento, fue para muchos el principal factor responsable de las subidas de precios durante la década de los setenta. Sin embargo, hoy en día, la mayor parte de países productores –con la excepción de Arabia Saudí– están produciendo a niveles de plena capacidad (véase tabla siguiente), lo que sugiere que la coordinación entre estos países para restringir la oferta no ha sido el detonante en la subida de precios.

Además, el envejecimiento de los yacimientos existentes junto a la difícil accesibilidad de muchos de los nuevos descubrimientos aumenta el precio final del crudo, pues limita la oferta y aumenta los costes de producción. La imagen de James Dean en «Gigante» completamente cubierto en crudo y dando saltos de alegría al lado de una altísima fuente de petróleo que sale a borbotones sin esfuerzo alguno no es, ni de lejos, la realidad del proceso de extracción. A menudo, y cada vez con más frecuencia, es necesario el uso de métodos sofisticados y más caros para sacar de las entrañas de la tierra el codiciado oro negro. En zonas como Oriente Medio es aún frecuente en-

EXTRAYENDO A PLENA CAPACIDAD

	Producción	Capacidad estimada	Capacidad utilizada (%)
Arabia Saudí	9.530	10.800	88%
Irán	3.850	4.100	94%
Kuwait	2.585	2.600	99%
Emiratos Árabes Unidos	2.650	2.650	100%
Venezuela	2.340	2.500	94%
Libia	1.735	1.750	99%
Total OPEP – 13	32.520	34.780	94%

Nota: Datos en miles de barriles diarios, Junio 2008.

Fuente: Bloomberg.

contrar campos donde la extracción es natural (*natural lift*), es decir, donde no es necesario usar gases, inundaciones con agua u otros procedimientos. Sin embargo, en zonas como Estados Unidos, el norte de Europa y el Golfo de México, las técnicas artificiales son absolutamente necesarias (*artificial lift*).

En lo relativo a los nuevos descubrimientos, la mayoría de ellos se encuentran en aguas profundas –como el yacimiento Carioca en Brasil o aquellos situados en el Golfo de México–, por lo que requieren perforaciones de hasta 3.000 metros bajo el agua. Ello dificulta y encarece la exploración y explotación de los nuevos yacimientos.

Al mayor coste derivado del envejecimiento de los pozos y de los nuevos descubrimientos debemos añadir que los costes en desarrollar un nuevo yacimiento se han duplicado en los últimos cuatro años, según CERA, especialmente en el caso de aguas profundas, donde el precio de alquilar un barco perforador se ha multiplicado por cinco en el mismo periodo. Los bajísimos precios del petróleo durante las décadas de los ochenta y noventa están detrás de este aumento de costes. Esa situación de precios bajos indujo a los productores a explorar muy poco y, por ello, se formaron poquísimos ingenieros y personal especializado y no se invirtió en la investigación en nuevos equipos. Está claro que la falta de inversión, especialistas y equipos durante tantos años está pasando factura.

Otro factor que añade presión a la oferta es el incremento de los royalties e impuestos sobre las empresas petrolíferas en algunos países, como Argelia y Venezuela, hasta niveles del 90% de la producción. Esta presión impositiva, y el riesgo de nuevos aumentos, reduce la rentabilidad de nuevas exploraciones y de esta manera los incentivos a llevarlas a cabo.

El gran número de empresas estatales que existen en el sector del crudo es una particularidad destacable, pues puede afectar a la productividad de la industria, y por tanto, a la oferta. Algunas de estas compañías tienden a estar más preocupadas por transferir recursos a corto plazo al presupuesto del estado que por maximizar su beneficio a largo plazo, lo que requeriría más inversiones en exploración e investigación.

Finalmente, el temor a que la oferta toque techo, que algunos sitúan en unos 120 millones de barriles diarios sobre 2020-2030, puede también estar afectando a los precios (teoría del *peak oil*). Sin embargo, esta teoría tal vez infravalora algo las posibles mejoras tecnológicas que permitan en un futuro, por ejemplo, acceder a yacimientos inalcanzables a día de hoy, por su remota localización.

En suma, a la relativa falta de elasticidad de la oferta de petróleo a corto plazo se han unido distintos factores que han limitado el crecimiento de la oferta en los últimos años, como inestabilidades geopolíticas, el envejecimiento de los pozos existentes, y el aumento de costes de producción. Ante una demanda en constante ascenso, una oferta que no ha podido mantener el mismo ritmo de crecimiento se ha traducido irremediabilmente en un aumento de precios. Y todo ello, sin un gran conflicto en Oriente Medio que haya restringido la oferta, un riesgo, sin embargo, que no podemos ignorar.

UNIÓN EUROPEA

Cae el PIB de la zona del euro en el segundo trimestre...

Zona del euro: ¿camino de la recesión?

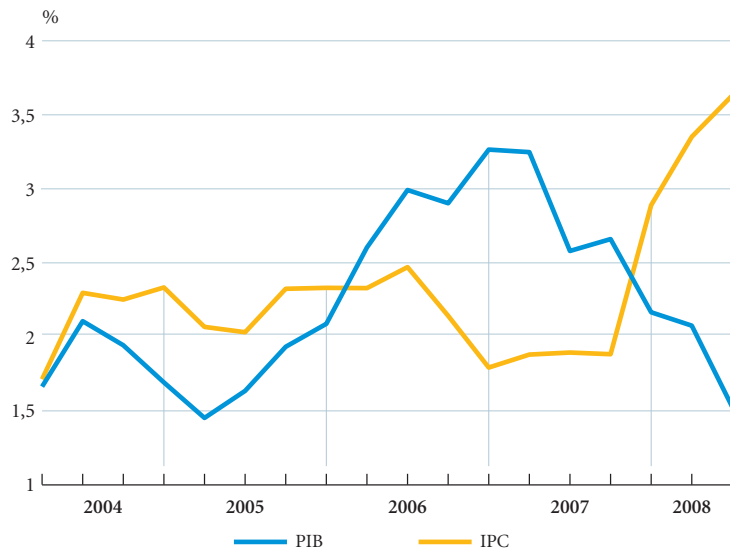
La economía de la eurozona cayó en el segundo trimestre un 0,2% respecto al trimestre anterior, de acuerdo con Eurostat. ¿Se está dirigiendo la zona del euro hacia la primera recesión de su corta historia? Para profundizar un poco en esta presunción conviene partir de los últimos datos disponibles. Y si ésta es la tendencia última, la de fondo es igualmente negativa, como se desprende de la desaceleración de la economía hasta el 1,5% interanual. Aunque en parte se trata de una compensación por el fuerte avance del primer trimestre (0,7% intertrimestral; 2,1% interanual), de la evolución tanto por componentes de la demanda

como por países se desprenden algunas conclusiones preocupantes.

Empecemos por la evolución por países. Los datos más recientes indican que Alemania, Francia e Italia, las tres grandes economías de la zona del euro, han registrado caídas del producto interior bruto (PIB) en el segundo trimestre. Además, en los restantes países de la zona de la moneda única para los cuales se dispone de datos del segundo trimestre, Países Bajos y España, los crecimientos intertrimestrales han sido nulos o bien sólo marginalmente positivos. Por tanto, una primera idea a retener es que el frenazo se extiende a muchos países, algunos de los cuales constituyen el núcleo duro económico europeo.

LA ZONA DEL EURO LUCHA EN DOS FRENTES: ESTANCAMIENTO E INFLACIÓN

Tasa de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	2,9	2,7	2,7	2,2	2,1	1,5	–	1,5	–	–
Ventas al por menor	1,6	0,9	1,3	–0,3	–0,2	–1,5	–1,8	0,3	–3,1	...
Confianza del consumidor (*)	–9,1	–4,9	–3,9	–7,7	–11,9	–14,6	–12,4	–14,6	–16,7	–19,7
Producción industrial	4,0	3,4	3,9	3,0	2,5	0,9	4,0	–0,5	–0,8	...
Sentimiento económico (*)	106,3	108,4	108,7	104,3	100,5	96,5	97,1	97,6	94,8	89,5
Tasa de paro (**)	8,3	7,4	7,4	7,3	7,2	7,3	7,2	7,3	7,3	...
Precios de consumo	2,2	2,1	1,9	2,9	3,4	3,6	3,3	3,7	4,0	4,0
Balanza comercial (***)	–10,4	20,1	31,4	34,3	23,4	11,4	18,0	12,1	4,0	...
Tipo de interés										
Euríbor 3 meses	3,1	4,3	4,5	4,7	4,5	4,9	4,7	4,9	4,9	5,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	103,6	107,7	107,7	110,6	112,8	115,6	116,0	115,5	115,4	115,8

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

La evolución de la demanda no contribuye a paliar el pesimismo. A pesar de que no se dispone del detalle de componentes de la contabilidad nacional del segundo trimestre, los indicadores sugieren por dónde está haciendo aguas la economía europea. Un primer foco de pérdida de actividad afecta a la demanda interna. Aunque la evolución del consumo privado había sido relativamente contenida hasta la fecha, los últimos datos señalan un empeoramiento significativo. Así, y por citar un indicador representativo, las ventas al por menor cayeron un 3,1% interanual en julio. El descenso de la confianza del consumidor y la falta de progresos en la reducción de la tasa de paro (anclada en el 7,3% en mayo y junio) apuntan a que la tendencia venidera será de mayor debilidad del gasto de las familias. A este empeoramiento se le suma la cesión del ritmo de la demanda en inversión, un componente que hasta la fecha había aguantado el tipo.

Un perfil similar exhibe la demanda externa. Durante mucho tiempo ésta ha actuado de puntal del crecimiento. Ahora empieza a flaquear. En junio, el superávit comercial, en saldo de doce meses, fue de apenas 4.000 millones de euros, un notable descenso respecto a los 12.100 millones de euros de mayo. El momento de debilidad cíclica queda asimismo reflejado en los últimos indicadores de oferta. La producción industrial cayó un 0,8% interanual en junio, lejos de los avances del 4,0% interanual registrados apenas dos meses antes.

Por tanto, los datos del segundo trimestre referidos a la actividad muestran una preocupante inflexión bajista que ha alarmado y ha suscitado dudas sobre si se podrá evitar la recesión. Aunque las previsiones apuntan a que probablemente el crecimiento intertrimestral volverá a ser positivo en el tercer trimestre, lo será a un nivel tan reducido que la percepción de crisis se mantendrá por cierto tiempo, es-

...debido a los descensos en Alemania, Francia e Italia.

Siguen publicándose indicadores débiles de oferta y de demanda.

La inflación se mantiene en el 4%.

pecialmente si se recuerda que la pérdida de actividad se está viendo acompañada de un episodio inflacionista de elevada intensidad.

Las últimas cifras del índice de precios de consumo (IPC) armonizado apunta a que se mantiene en la zona del 4% interanual (julio en el 4%; agosto en el 3,8%). Se trata de un registro elevado que prácticamente dobla el objetivo inflacionista del Banco Central Europeo. El problema se sigue debiendo, como en meses anteriores, a la complicada combinación de energía cara y alimentos al alza. La situación económica general, por tanto, es compleja, ya que atender tanto a frenar la inflación y a sostener la actividad acostumbra a ser un equilibrio difícilmente realizable.

La economía alemana cae un 0,5% en el segundo trimestre.

Alemania: vía de agua en el segundo trimestre

La economía germana registró en el segundo trimestre una caída del PIB del 0,5% respecto a los tres primeros meses de 2008. Aunque ciertamente el primer trimestre había sido excepcionalmente bueno, el retroceso ha sido acusado. En

términos interanuales, una medida que nos aproxima a la tendencia de fondo de la economía, Alemania pasa a crecer un 1,7%, lejos del 2,6% del trimestre precedente. ¿Dónde radica la clave para explicar el retroceso de la actividad? El deterioro alcanza tanto a la demanda interna como a la externa. Por componentes de la demanda, cabe destacar la desaceleración interanual de consumo privado e inversión, que no queda compensada por la aceleración del consumo público. Por su parte, el sector exterior reduce su aportación positiva a la variación del PIB.

Las últimas cifras conocidas, lejos de aportar esperanza, tienden a confirmar que las tendencias a empeorar se acrecientan a medida que avanza el año. La evolución de la demanda confirma que, a nivel interior, el consumo privado y la inversión continúan en horas bajas. Tras este ajuste existen factores de fundamentos (como es el hecho de que la tasa de paro parece haber tocado suelo en el 7,8% de junio y julio), pero también un deterioro de expectativas. En este sentido, el anuncio del ministro de finanzas, Peer Steinbrück, de que el gobierno se está replanteando la rebaja fiscal sobre la renta

Notable ajuste de la actividad industrial.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	3,2	2,6	2,4	1,7	2,6	1,7	-	1,7	-	-
Ventas al por menor	6,1	-7,6	-7,5	-8,8	-0,8	-0,7	0,9	1,0	-3,9	...
Producción industrial	6,0	5,9	5,7	5,0	5,0	2,6	5,2	1,2	1,6	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	105,6	103,7	104,0	102,3	102,3	103,4	101,2	97,5
Tasa de paro (**)	10,7	9,0	8,9	8,5	8,0	7,9	7,9	7,9	7,8	7,8
Precios de consumo	1,6	2,3	2,3	3,1	2,9	3,0	2,5	3,0	3,3	3,3
Balanza comercial (***)	151,5	183,5	192,0	198,1	201,1	202,2	203,2	200,4	203,0	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

que se debería aplicar en 2010 no es una ayuda. Tampoco la demanda exterior está jugando el papel de soporte que ha exhibido durante varios trimestres.

Pero quizás donde se vislumbra con mayor claridad la rapidez con la que el ciclo se ha dado la vuelta y ha encarado la senda bajista es en la dimensión de la oferta. La fábrica de Europa, tras beneficiarse de una excepcional fase de crecimiento, está perdiendo fuelle. La producción industrial creció en junio un tímido 1,6% interanual, lejos del 5,2% de abril. En este contexto, y con la demanda esperada a la baja, no es de extrañar que el indicador IFO de actividad empresarial haya cedido más de ocho puntos en sólo tres meses, de junio a agosto. El sector secundario no es el único que sufre. La confianza de los servicios y los indicadores de la construcción muestran que estos dos sectores también están registrando un sensible deterioro en su ritmo de actividad.

En este contexto, la inflación representa la puntilla. Con el IPC en el 3,3 en junio y julio, una cifra 1,2 puntos porcentuales mayor a la de un año antes, los consumidores ven erosionado su poder adquisitivo; con los precios de producción creciendo al 10% interanual en ese mismo mes de julio, las empresas ven amenazada su ca-

pacidad competitiva internacional. Frente a esta batería de malos datos económicos que pueden sumir en la perplejidad por su rápida evolución, el Bundesbank ha tratado de clarificar los derroteros futuros de la economía. De entrada, ha descartado que el tercer trimestre vaya a ser satisfactorio en términos de crecimiento. Frente a esta mala noticia, que confirma lo que espera el conjunto de analistas, una cierta esperanza en el frente de los precios: según el banco central alemán, lo peor del episodio inflacionista puede haber salido ya a la luz. Aunque no esperan una remisión en breve tiempo de las tensiones en precios, consideran que la tendencia alcista se truncará en los próximos meses.

Francia: peor de lo previsto

Si el primer trimestre representó un alivio al constatarse un mayor crecimiento de lo previsto, en los segundos tres meses del año las tornas se han girado. Cuando se esperaba un leve crecimiento positivo, las cifras han arrojado un inesperado decrecimiento del PIB, concretamente del 0,3% intertrimestral. En términos interanuales el ritmo de avance económico se ha reducido a prácticamente la mitad, al pasar del 2% del primer trimestre al 1,1% del segundo. Por componentes, cabe des-

El Bundesbank espera que el debilitamiento continúe, pero es menos positivo en materia de precios.

Contra lo previsto, Francia entra en crecimiento negativo en el segundo trimestre.

El consumo de los hogares está perdiendo fuelle.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008		2008			
			III	IV	I	II	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	2,4	2,1	2,4	2,2	2,0	1,1	-	1,1	-	-
Consumo de los hogares	3,3	4,4	4,9	3,7	2,3	1,3	0,2	2,8	1,0	...
Producción industrial	1,0	1,3	1,9	2,2	1,6	-0,2	2,9	-1,8	-1,6	...
Tasa de paro (*)	9,2	8,3	8,1	7,9	7,6	7,5	7,5	7,5	7,5	...
Precios de consumo	1,7	1,5	1,3	2,3	2,9	3,3	3,0	3,3	3,6	3,6
Balanza comercial (**)	-27,0	-32,3	-32,9	-37,3	-40,7	-45,3	-43,1	-45,4	-47,5	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

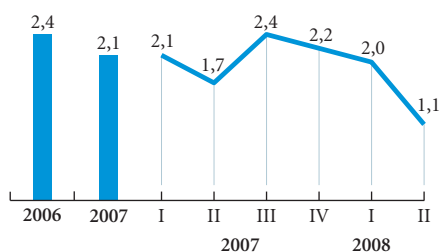
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: OCDE, Eurostat, INSEE, Comisión Europea y elaboración propia.

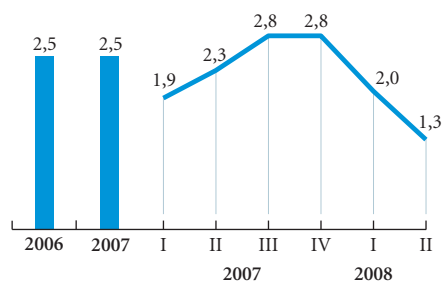
EVOLUCIÓN DEL PIB DE FRANCIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

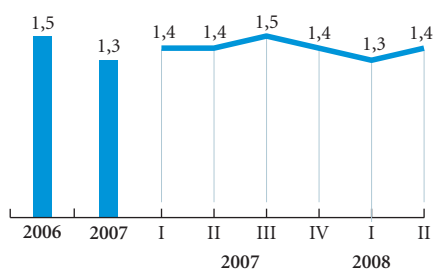
PIB



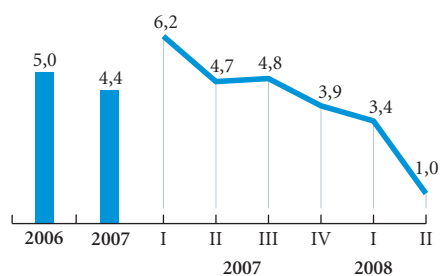
Consumo privado



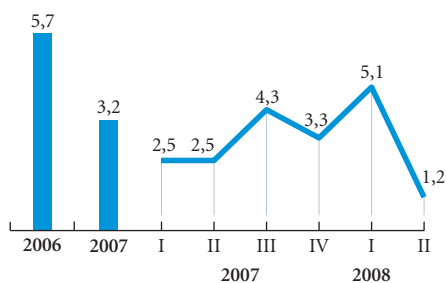
Consumo público



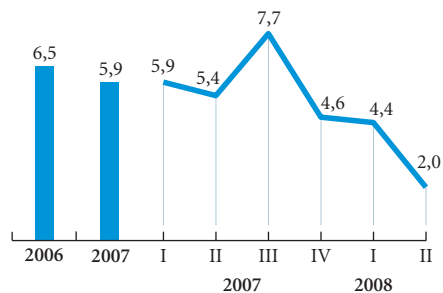
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: INSEE y elaboración propia.

El primer ministro Fillon hace una llamada a una actuación anticrisis coordinada a nivel comunitario.

tacar que la crisis se ha cebado en la demanda de consumo privado y de inversión, mientras que el consumo público ha acelerado ligeramente su crecimiento en dicho segundo trimestre. La demanda externa, por su parte, restó tres décimas porcentuales a la variación del PIB debido al desplome de las exportaciones.

Los últimos indicadores disponibles confirman la tendencia al empeoramiento económico. Por citar sólo los más signifi-

cativos, desde la perspectiva de la demanda, la desaceleración de las ventas minoristas (1,0% interanual en junio, lejos del 2,8% de mayo) y el retroceso de la confianza del consumidor, de más de 10 puntos entre mayo y julio, ratifican la falta de pulso en esta dimensión. Igualmente, el descenso interanual de la producción industrial, del 1,6% en junio, refuerza la imagen de una economía en plena senda bajista. La inflación, que crece un 3,6% interanual en julio, y el paro que se man-

tiene sin variación en junio (7,5% de la población activa), completan un escenario poco optimista.

En esta tesitura, el ejecutivo galo convocó en agosto una reunión extraordinaria de los seis ministros responsables de las áreas económicas del gobierno, tras la cual el primer ministro, François Fillon, demandó una respuesta coordinada a nivel comunitario frente a la crisis, al tiempo que afirmaba que esta batería de medidas sería objeto prioritario de la actual presidencia gala de la Unión. A diferencia del enfoque que se sigue en España, Fillon descartó que Francia opte por incrementar el gasto público como eje de su actuación anticrisis. El anuncio del Banco de Francia de que esperaba que el crecimiento en el tercer trimestre volviese a ser positivo, sorteando la tan temida recesión, ha representado una voz de esperanza en un paisaje teñido de sombrías perspectivas.

Italia: recaída de la actividad

Italia ya encadena tres trimestres con la actividad en serias dificultades. Tras el retroceso del PIB en el cuarto trimestre de 2007 (-0,4% intertrimestral), el aumento de los primeros tres meses de 2008, un

0,5%, no ha tenido continuidad en el segundo trimestre, periodo en el cual el PIB retrocedió un 0,3%. Ello implica que respecto al segundo trimestre de 2007 la economía no ha crecido.

Lejos de tratarse de un trastorno transitorio, la esclerosis económica italiana es crónica ya que, de confirmarse los augurios más probables, Italia sufrirá en pocos meses su cuarta recesión en los últimos diez años. Y ciertamente las últimas cifras avalan que va a ser difícil que Italia no encadene dos trimestres consecutivos a la baja: fuertes caídas de la matriculación de vehículos hasta julio, la producción industrial en niveles un 2,1% inferiores a los de junio pasado y la tasa de paro en ascenso en el primer trimestre.

Mención aparte requiere la situación de los precios. A pesar de la atonía de la demanda interna, el IPC se situó en julio en el 4,1% interanual, su peor registro desde junio de 1996. En igual sentido alcista se mostraron los precios de producción, que ascendieron por encima del 8% interanual en junio. En ambos casos, tras aguantar en los primeros cuatro meses del año de forma relativamente estable, desde entonces las tensiones inflacionistas han emergido.

Segundo retroceso del PIB en los últimos tres trimestres en Italia.

Debilidad de consumo y aumento del paro.

Sensible repunte inflacionista.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	1,9	1,4	1,6	0,2	0,3	0,0	-	0,0	-	-
Ventas al por menor	1,2	0,5	0,2	0,5	0,9	...	-2,3	0,5	...	...
Producción industrial	2,4	0,0	0,8	-3,0	-1,3	-1,6	-0,2	-2,4	-2,1	...
Tasa de paro (*)	6,8	6,1	6,2	6,2	6,5	...	-	...	-	-
Precios de consumo	2,1	1,8	1,6	2,4	3,1	3,6	3,3	3,6	3,8	4,1
Balanza comercial (**)	-17,6	-13,7	-11,3	-8,9	-9,1	...	-8,6	-7,9	...	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Crecimiento nulo en el segundo trimestre en el Reino Unido...

...debido a la ralentización del consumo privado.

El mal momento del sector inmobiliario y las dificultades financieras lastran las posibilidades de la economía.

Reino Unido: fortalezas de antaño, debilidades de hogaño

El Reino Unido ha disfrutado en los últimos años de una bonanza económica apreciablemente superior a la de las grandes economías continentales europeas. Este periodo ha finalizado. Los que habían sido los grandes impulsores del dinamismo británico –consumo, sector inmobiliario y globalización financiera– ahora están lastrando el potencial económico británico. Así, frente a un consumidor siempre reluctante en el continente, las familias británicas se habían mostrado notablemente más alegres con su gasto. Las últimas cifras de contabilidad nacional certifican que esto ya no es así: el crecimiento nulo intertrimestral del segundo trimestre se debe en parte importante al mal comportamiento del consumo.

Si nos situamos en una perspectiva de más largo plazo, cabe señalar que en dicho trimestre se registró un avance interanual del 1,4% interanual (2,3% en el primer trimestre). También en ese horizonte temporal la desaceleración se ha debido en gran medida a la ralentización del consumo privado. Ciertamente, también el retroceso

de la inversión y del consumo privado contribuyeron al ajuste, junto a la menor aportación del sector exterior, pero el grueso del mismo ha recaído en los hogares. El aumento del paro en julio y la inflación en el 4,4% interanual en ese mismo mes representan dos lastres importantes para que el consumidor cambie su tendencia reciente.

Un segundo motor del crecimiento que se gripa es el de la construcción e inmobiliario, especialmente en el sector residencial. Aunque tampoco la industria y los servicios están en buena forma, el mal momento de la actividad de construcción, y de aspectos vinculados como la evolución negativa de los precios inmobiliarios, está frenando a la economía británica. Finalmente, un tercer antiguo puntal, el del papel beneficioso del muy globalizado sector financiero británico, con la *City* en posiciones internacionalmente dominantes, ha quedado tocado por la crisis financiera global. Nada impide que la economía británica vuelva a resurgir a medio plazo, no en balde es de las más flexibles de la Unión Europea, pero a corto plazo el diagnóstico de la Cámara de Comercio Británico (recesión antes de un año) parece de lo más verosímil.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	2,9	3,1	3,1	2,8	2,3	1,4	–	1,4	–	–
Ventas al por menor	3,1	4,4	5,0	3,8	5,4	4,6	3,6	8,1	2,1	2,0
Producción industrial	0,3	0,3	0,1	0,7	0,4	–1,1	0,0	–1,7	–1,6	...
Tasa de paro (*)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,6	2,6	2,7
Precios de consumo	2,3	2,3	1,8	2,1	2,4	3,3	3,0	3,3	3,8	4,4
Balanza comercial (**)	–74,1	–82,9	–84,0	–88,4	–90,9	–92,4	–91,8	–92,3	–93,0	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,3	6,0	6,3	6,0	6,0	6,0	5,8	5,9	5,9
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra	98,0	103,9	104,3	102,2	97,6	92,6	92,6	93,1	92,2	92,8

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de libras esterlinas.

FUENTES: OCDE, Banco de Inglaterra, ONS, Comisión Europea y elaboración propia.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

El escenario económico se deteriora para los bancos centrales

La crisis financiera hipotecaria *subprime* ha cumplido un año desde su inicio en verano de 2007. Al principio, el aumento de la morosidad hipotecaria afectó a la valoración de activos de renta fija, cuyo respaldo eran las hipotecas *subprime*. Posteriormente, los bancos tuvieron que realizar importantes dotaciones de provisiones para cubrir las posibles pérdidas. La falta de transparencia sobre quién tenía este tipo de activos y sobre su valoración han provocado una crisis de confianza en el sistema financiero internacional.

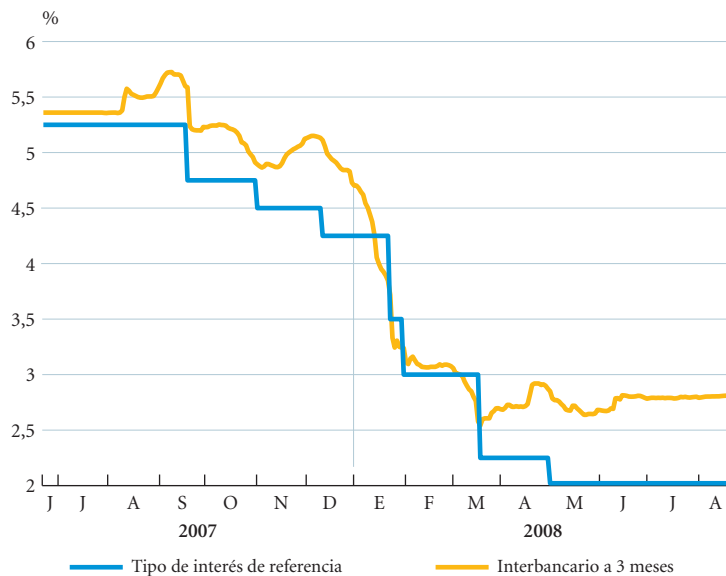
Ante esta incertidumbre, los bancos decidieron restringir el volumen de fondos

que prestaban en el mercado interbancario. Una restricción de liquidez que se mantiene, por ejemplo, en el mercado interbancario de Estados Unidos, como puede verse en el siguiente gráfico. El diferencial entre el tipo de interés del mercado interbancario a 3 meses y el tipo de referencia del banco central es muy superior a la media histórica, antes del inicio de la crisis, de 12 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%). Varios bancos que dependían de esta fuente de financiación tuvieron que ser intervenidos para evitar su quiebra. Entre ellos, el Northern Rock británico y el quinto banco de inversión de Estados Unidos, Bear Stearns. Es decir, la crisis de confianza se tradujo en una crisis de solvencia.

La crisis hipotecaria *subprime* cumple un año desde su inicio, sin visos de mejora.

TENSIONES DE LIQUIDEZ EN EL MERCADO INTERBANCARIO DE ESTADOS UNIDOS

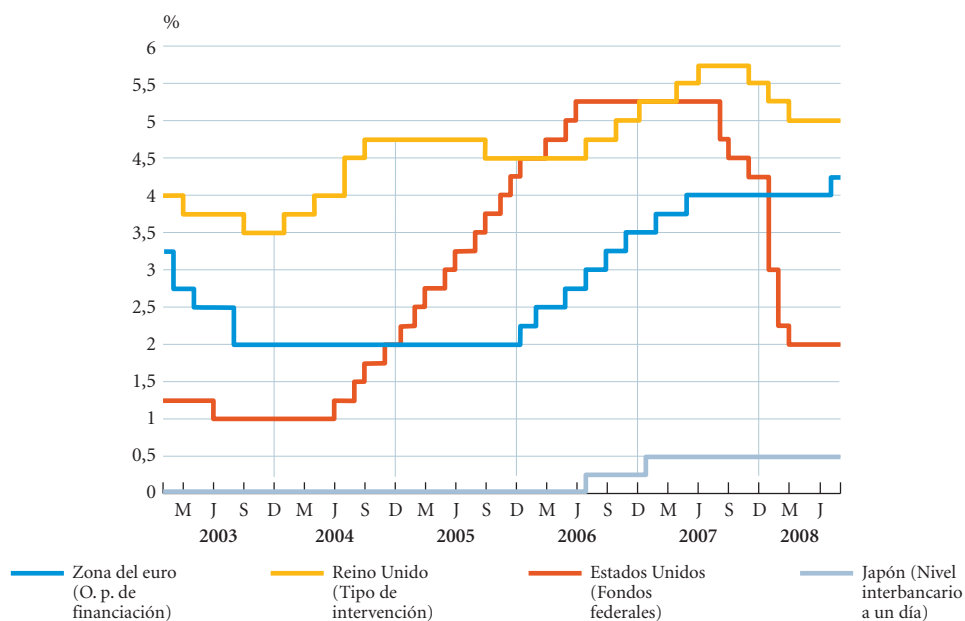
Tipos de interés de referencia y del mercado interbancario a 3 meses



FUENTE: Bloomberg.

EL BANCO CENTRAL EUROPEO SUBE EL TIPO DE INTERÉS EN JULIO

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTES: Bancos centrales.

La restricción crediticia empieza a impactar en familias y empresas.

Ahora, el impacto de la restricción del crédito se hace sentir sobre las familias y las empresas, que recortan consumo e inversión. Lo que había empezado como una crisis financiera local, que posteriormente, debido a la globalización financiera, se ha transformado en una crisis del sistema financiero internacional, está afectando a la economía real. Esto ha provocado que se hayan consolidado las expectativas de una desaceleración económica mundial.

Esta situación complica la actuación de los bancos centrales, pues a este menor crecimiento económico previsto se le une el *shock* de precios de las materias primas de alimentación y del crudo, que han provocado una subida de los índices de precios en todo el mundo. Ésta es la peor combinación para las instituciones que deciden la política monetaria, porque se encuentran entre la espada y la pared. Por una parte, deberían subir el tipo de inte-

rés oficial para controlar la inflación; por otra, tensar la política monetaria es un contrasentido cuando una economía se está desacelerando.

Es lo que le ha sucedido al Banco de Inglaterra en su última reunión de política monetaria del 7 de agosto. De los seis miembros, uno votó a favor de una subida inmediata del tipo de referencia para controlar preventivamente el riesgo de inflación, mientras que otro votó a favor de un descenso del mismo tras el recorte de las previsiones de crecimiento del propio banco emisor. El resto votó a favor de mantener el nivel actual del 5%. Ésta es una situación atípica, pues no es normal que se voten las tres posibilidades existentes con respecto al posible movimiento del tipo de interés oficial. Esta disparidad de opiniones refleja el fuerte nivel de incertidumbre sobre la futura trayectoria de la economía británica.

División de opiniones de los miembros del comité de política monetaria en el Banco de Inglaterra.

En la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) cumplió su aviso en la reunión del 3 de julio, al subir el tipo de interés oficial del 4% al 4,25%. En el anuncio de la medida, tras la reunión del Consejo de Gobierno, el BCE dejó entrever la posibilidad de volver a subir el tipo de interés hacia septiembre.

Pero en la reunión del 7 de agosto, en la tradicional rueda de prensa y a través del presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, hizo más hincapié en la desaceleración económica en la eurozona. Los mercados entendieron que el banco emisor no va a realizar otra subida del tipo de interés en lo que resta de año. Trichet comentó que en su reunión de septiembre haría públicas las nuevas previsiones del BCE sobre crecimiento e inflación, pero destacó que se habían materializado algunos de los riesgos a la baja en el crecimiento que el BCE había identificado en los meses de junio y julio. Además, indicó que el banco central en este momento no tenía aún clara la dirección del tipo de interés de referencia en los próximos meses.

Si se tiene en cuenta que hasta ahora la política de comunicaciones ha consistido en preparar a los mercados antes de que se produzca el movimiento del tipo oficial, parece descartable que se vaya a modificar el tipo de interés de referencia de la eurozona en los próximos meses. En todo caso, dependerá de los datos económicos que se vayan conociendo. Por otra parte, las previsiones preparadas por su departamento de estudios económicos serán fundamentales en la próxima reunión del BCE del 4 de septiembre.

Tampoco lo ve claro el Banco de Japón, que en su reunión del 19 de agosto decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,5%. En la misma, aprovechó para rebajar su evaluación sobre las perspectivas económicas de Japón. El incremento de precios de materias primas, la inestabili-

dad provocada por la crisis financiera y la desaceleración económica en Estados Unidos son los factores que cita para calificar el crecimiento económico de «flojo». Uno de los elementos más importantes para alcanzar esta conclusión es la fuerte desaceleración en el último dato conocido del mes de junio de las exportaciones japonesas, cuya caída fue la más intensa desde 2001.

Sin embargo, el banco emisor japonés advirtió que si el riesgo de desaceleración económica disminuyera subiría el tipo de interés de referencia debido a que, al ser anormalmente bajo, invita a la creación de burbujas financieras. Aunque al banco central le gustaría subir el tipo oficial, es probable que no tenga oportunidad de hacerlo durante este año, pues la inflación está en sólo el 1,8%. Y no se observa ningún tipo de espiral de precios-salarios preocupante mientras que, en cambio, el riesgo de desaceleración económica es elevado.

También en Estados Unidos, la Reserva Federal duda sobre los siguientes pasos a dar en las decisiones de política monetaria. En su última reunión del 4 de agosto, un miembro votó a favor de una subida inmediata, mientras que el resto se decantó por mantener el tipo de interés oficial en el 2%. En el comunicado que se hizo público tras la reunión, alcanzaban la misma conclusión que el resto de los más importantes bancos centrales del mundo. Es decir, que hay riesgos al alza en precios y a la baja en crecimiento. Se espera con gran atención su próxima reunión, que será el 16 de septiembre, para ver si mantienen su posición o se decantan por una posición más agresiva, tras conocerse los índices de precios industriales, cuyo índice subyacente crece a una tasa interanual del 10,2%, máximo de los últimos 27 años, y avisan del riesgo de que se acabe trasladando un mayor incremento a los precios de consumo.

El BCE desinfla las perspectivas de una nueva subida del tipo de interés oficial.

El Banco de Japón y la Fed también tienen dudas sobre el crecimiento económico.

En cambio, la tendencia en los emergentes es más bien a subir tipos.

Siguen los problemas de liquidez en el mercado interbancario...

Sin embargo, excluidos los bancos centrales citados, el resto de bancos emisores son conscientes que el problema principal es la inflación y han empezado a subir los tipos de interés oficiales como han hecho, por ejemplo, los bancos centrales de Bulgaria, Argentina, México e India.

La deuda pública actúa como refugio

Como se comenta en el apartado anterior, los tipos de interés a corto plazo del mercado interbancario reflejan las tensiones de liquidez provocadas por la crisis financiera y que, a pesar de todos los esfuerzos de los bancos centrales, no se ha conseguido eliminar. Así por ejemplo, el dife-

rencial entre el tipo de interés a 3 meses euríbor y el tipo oficial del BCE se mantiene en 71 puntos básicos. Es decir, los bancos se cobran 0,71% más entre ellos para prestarse dinero durante tres meses que el precio al que obtienen financiación en la ventana del BCE. Y esto sucede a pesar de que el mercado ha retirado en buena parte la expectativa de que el BCE vuelva a subir el tipo de interés de referencia en los próximos meses.

Pero es en Estados Unidos donde el diferencial es mayor, pues el tipo de interés a 3 meses del interbancario cotiza un 2,81%, mientras que la Fed mantiene el tipo de interés de referencia en el 2%. La misma situación la encontramos en el Reino

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro		Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza	
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5) Tres meses	Un año	Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	
2007									
Julio	4,00	4,26	4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63
Agosto	4,00	4,74	4,78	5,25	5,62	0,97	5,75	6,69	2,86
Septiembre	4,00	4,79	4,73	4,75	5,23	1,03	5,75	6,30	2,82
Octubre	4,00	4,60	4,60	4,50	4,89	0,90	5,75	6,28	2,68
Noviembre	4,00	4,81	4,69	4,50	5,13	0,99	5,75	6,61	2,62
Diciembre	4,00	4,68	4,75	4,25	4,70	0,90	5,50	5,99	2,63
2008									
Enero	4,00	4,37	4,32	3,00	3,11	0,87	5,50	5,58	2,59
Febrero	4,00	4,38	4,38	3,00	3,06	0,96	5,25	5,74	2,72
Marzo	4,00	4,73	4,73	2,25	2,69	0,91	5,25	6,00	2,78
Abril	4,00	4,86	4,96	2,00	2,85	0,92	5,00	5,84	2,86
Mayo	4,00	4,86	5,10	2,00	2,68	0,92	5,00	5,87	2,78
Junio	4,00	4,95	5,39	2,00	2,78	0,93	5,00	5,95	2,73
Julio	4,25	4,97	5,37	2,00	2,79	0,90	5,00	5,78	2,78
Agosto (1)	4,25	4,96	5,31	2,00	2,81	0,87	5,00	5,76	2,77

NOTAS: (1) Día 21.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 3-08-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%), 7-12-06 (3,50%), 8-03-07 (3,75%), 6-06-07 (4,00%), 3-07-08 (4,25%).

(3) Últimas fechas de variación: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%).

(4) Últimas fechas de variación: 10-05-07 (5,50%), 5-07-07 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-02-08 (5,25%), 10-04-08 (5,00%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

Unido, donde mientras en tres meses cotiza un 5,76%, el tipo oficial del banco de Inglaterra continúa anclado en el 5%. Y aquí la situación parece más grave, pues los inversores consideran probable que el banco central del Reino Unido recorte el tipo de interés.

¿A qué se debe esta tensión de liquidez reflejada en las cotizaciones exigidas a diferentes plazos en los mercados interbancarios? El motivo es el deterioro del balance de los bancos, que se ha puesto de manifiesto con las dotaciones realizadas para cubrir las posibles pérdidas por la crisis hipotecaria *subprime*, que han alcanzado la asombrosa cifra de 504.000 millones de dólares. Podemos comparar esta cifra con el PIB español, que es de unos 1,5 billones de dólares. Es decir, representa aproximadamente el 34% de la generación de riqueza que se produce en España durante un año. La mitad de las provisiones las han dotado bancos norteamericanos y aproximadamente el resto, la banca europea, siendo la registrada por la banca asiática casi residual en comparación con la cifra global de medio billón de dólares.

Pero, entonces, ¿los bancos tienen miedo a prestarse entre ellos por el riesgo de quiebra y, por lo tanto, están restringiendo la oferta crediticia? No exactamente. Quizás algunas entidades hayan visto recortado su acceso al mercado interbanca-

rio debido al deterioro de su perfil de crédito. Pero el problema real es que este ingente aumento de las pérdidas bancarias ha provocado que a muchas entidades se les haya reducido el capital disponible para prestar en el mercado interbancario. Las entidades globales internacionales están combatiendo esta dificultad a través de ampliaciones de capital y de reducciones del negocio bancario, es decir, a través de una restricción de crédito. Esta situación es la reflejada en el encarecimiento del precio del dinero en los mercados interbancarios, que se sitúa por encima de las condiciones normales de mercado.

En cambio, los inversores se han refugiado en el activo libre de riesgo de crédito de máxima calidad. Es decir, en la deuda pública de países como Estados Unidos, la eurozona, el Reino Unido y Suiza. Como el movimiento del precio de los bonos y su rentabilidad es inverso, cuando aumenta la demanda de los bonos y sube su precio, cae la rentabilidad de los mismos. Por tanto, el bono a 10 años en Estados Unidos ha descendido su rentabilidad desde el 3,97% a finales de junio hasta el 3,79% el 21 de agosto.

Con mayor intensidad se ha reproducido este movimiento en los bonos a 10 años de deuda pública en la eurozona, que si cotizaban al 4,62% a finales de junio, a finales de agosto apenas superan el 4,1%.

...provocada por la reducción del capital disponible por el deterioro de los balances de los bancos.

Los inversores se refugian en los bonos de deuda pública de máxima calidad crediticia...

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Deuda pública a 10 años, final del periodo, en porcentaje anual

	2005	2006	2007		2008	
			Septiembre	Diciembre	Junio	Agosto (*)
Estados Unidos	4,39	4,70	4,59	4,02	3,97	3,79
Japón	3,31	1,69	1,69	1,51	1,60	1,42
Eurozona	1,48	3,95	4,33	4,33	4,62	4,14
Reino Unido	4,10	4,74	5,01	4,51	5,13	4,56
Suiza	1,97	2,52	3,01	3,05	3,29	2,81

NOTA: (*) Día 21.

FUENTE: Bloomberg.

LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA NO REMONTA EL VUELO

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años



FUENTE: Bloomberg.

...aunque su rentabilidad sea mínima.

Con la inflación en la eurozona en el 4%, es significativo que los inversores quieran comprar un producto que, si bien tiene un riesgo crediticio nulo, sólo les ofrece una rentabilidad real del 0,1%. Esto refleja el nivel de aversión al riesgo entre los inversores, cuyo objetivo es refugiarse a corto plazo en la deuda pública para capear el temporal. Es decir, la finalidad es evitar perder dinero y no intentar ganar una alta rentabilidad para la inversión.

El dólar recupera posiciones

El cambio más significativo, en los últimos dos meses, en el mercado de divisas ha sido la rápida y brusca revalorización del dólar contra el euro y el yen japonés. Si en julio la cotización del euro-dólar había alcanzado el 1,60, un máximo histórico del euro, nivel que intentó superar un par de veces sin conseguirlo, a finales de agosto se había desplomado hasta cotizar un 1,48. Es decir, una revalorización del dólar frente a la moneda de la eurozona de un 8% en po-

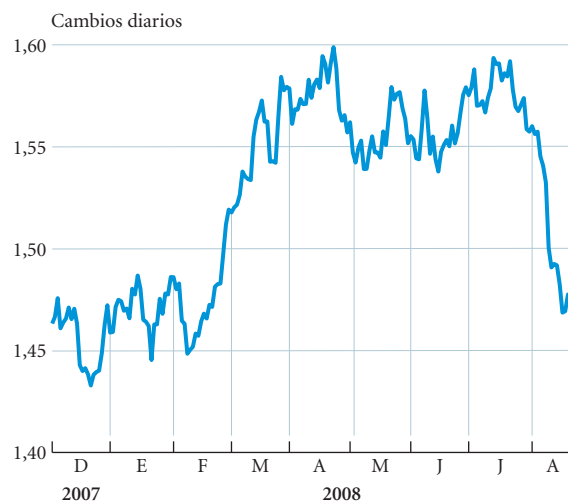
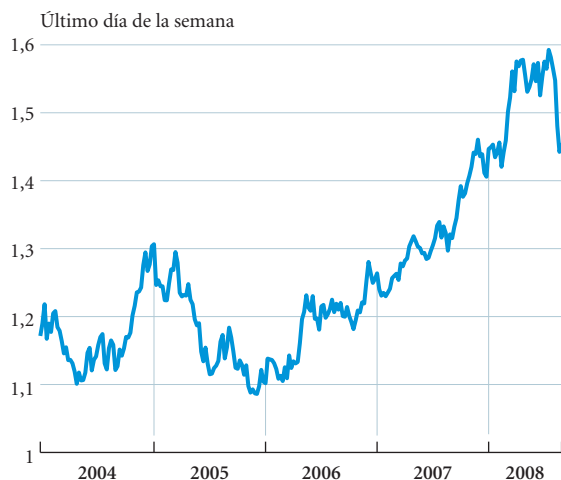
cas semanas. El movimiento, si bien más moderado, también se produjo contra el yen japonés. Si el 14 de julio un dólar compraba 105 yenes, exactamente un mes más tarde, el 14 de agosto, compraba 110 yenes.

¿Cuál es el motivo de este movimiento en el valor del dólar? Dos factores ayudan a explicarlo. En primer lugar, las declaraciones del Banco de Japón y del BCE, que coincidían en afirmar que el riesgo de menor crecimiento se estaba materializando. En ambos casos las indicaciones de los bancos emisores hacían pensar a los mercados que no son previsibles en los próximos meses subidas del tipo de interés oficial en ambas zonas. Por otra parte, el elemento anterior ha permitido una reconsideración del punto en el que las diferentes áreas están situadas en el ciclo económico. La nueva argumentación es que si diferentes áreas empiezan a desacelerar su economía, siguiendo la estela de la norteamericana, como al ser ésta la primera en desacelerarse también será la que saldrá en primer lugar en la recuperación económica.

El dólar se fortalece ante el goteo de malas noticias en el Reino Unido, la eurozona y Japón.

CAMBIO EURO-DÓLAR: HASTA 1,60 HEMOS LLEGADO

Tipo de cambio euro-dólar



FUENTE: Bloomberg.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-08-08

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	108,7	2,0	-2,8	-5,3
Libra esterlina	0,535	7,2	6,2	6,0
Franco suizo	1,094	6,9	-3,6	-10,3
Dólar canadiense	1,057	5,4	5,6	-0,5
Peso mexicano	10,143	0,1	-7,5	-9,9
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,479	-7,1	1,4	9,9
Yen japonés	160,8	-5,1	-1,4	4,3
Franco suizo	1,618	-0,2	-2,2	-0,4
Libra esterlina	0,791	-0,4	7,7	16,5
Corona sueca	9,385	-0,7	-0,5	0,0
Corona danesa	7,460	0,0	0,0	0,2
Zloty polaco	3,316	2,9	-7,8	-13,9
Corona checa	24,33	5,9	-8,4	-12,1
Forint húngaro	233,8	2,3	-7,5	-10,7

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

FUENTE: Bloomberg.

Las bolsas no aguantan los mínimos de marzo y vuelven a las andadas.

El dólar, como puede verse en el cuadro anterior, también se ha fortalecido de forma intensa contra la libra esterlina, depreciándose ésta un 7,2% en apenas un mes. El pesimista escenario dibujado por el gobernador del Banco de Inglaterra, King, hizo caer la libra esterlina contra el dólar al nivel más bajo de los últimos 22 meses. Los *traders* en divisas no habían estado nunca tan negativos desde principios de año con respecto a la futura evolución de la divisa británica. Tampoco se libró el dólar canadiense, que vio cómo su divisa se depreciaba en un mes un 5,4% con respecto al dólar de Estados Unidos.

A pesar de estos bruscos movimientos, todavía no ha quedado claro si estamos ante una nueva tendencia en el mercado de divisas.

Las bolsas sufren la incertidumbre económica

El panorama económico actual, que conlleva dos grandes incertidumbres, no es propicio para un buen comportamiento de las bolsas. La primera incertidumbre es, en términos económicos, cuál será el mínimo en la desaceleración económica. Es decir, el impacto sobre la economía real de las familias y las empresas de la restricción crediticia que se vive en los mercados interbancarios. En segundo lugar, el tiempo necesario para volver a la velocidad de crucero respecto al crecimiento de todas estas economías. Es decir, el quid de la cuestión estriba en estimar los daños materiales y el período de recuperación tras el *shock* de esta crisis.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

21-08-08

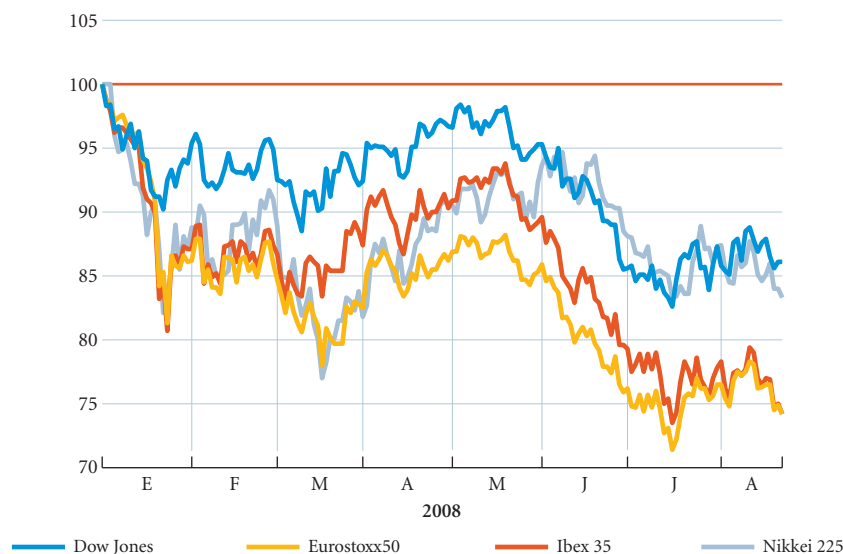
	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	11.417	-0,4	-13,9	-12,8
<i>Standard & Poor's</i>	1.275	1,2	-13,2	-11,9
<i>Nasdaq</i>	2.389	4,8	-9,9	-5,2
Tokio	12.752	-0,4	-16,7	-19,8
Londres	5.336	-1,3	-17,4	-12,3
Zona del euro	3.264	-2,1	-25,8	-21,8
<i>Francfort</i>	6.265	-2,5	-22,3	-15,6
<i>París</i>	4.317	-0,2	-23,1	-20,3
<i>Amsterdam</i>	399	-0,3	-22,6	-21,0
<i>Milán</i>	27.953	-0,9	-27,5	-28,2
<i>Madrid</i>	11.272	-4,4	-25,8	-20,8
Zurich	7.031	2,5	-17,1	-18,3
Hong Kong	20.392	-9,5	-26,7	-6,2
Buenos Aires	1.740	-12,2	-19,1	-11,3
São Paulo	55.377	-8,9	-13,3	11,2

NOTA: (*) Nueva York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq Composite; Tokio: Nikkei 225; Zona euro: DJ Eurostoxx 50; Londres: Financial Times 100; Francfort: DAX; París: CAC 40; Amsterdam: AEX; Milán: MIBTEL; Madrid: IBEX 35 de las bolsas españolas; Zurich: Swiss Market Index; Hong Kong: Hang Seng; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.

FUENTE: Bloomberg.

¿DÓNDE ESTÁ EL SUELO?

Evolución de las bolsas en base 1-1-2008 = 100



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

Como puede observarse en el cuadro anterior, en el último mes la mayoría de bolsas de los países desarrollados se han movido entre el descenso del 4,4% del índice selectivo español, Ibex 35, y el 4,8% del índice tecnológico norteamericano, Nasdaq. Pero esta referencia no nos da toda la información sobre la situación real del comportamiento de la renta variable durante este año. Es más interesante observar la evolución de las bolsas desde el inicio del año. Las bolsas no aguantaron los mínimos que hicieron en marzo, y por ahora tenemos que los mínimos absolutos los marcó en julio. Mientras no se definan las dos variables clave, impacto y duración de la crisis, es muy difícil que se produzca una recuperación intensa y duradera.

Tampoco los índices de las bolsas emergentes, que hasta hace muy poco (con la excepción china) habían representado un refugio donde invertir, han logrado man-

tener las ganancias que presentaban a mediados de año. Ciertamente, los índices de México y Brasil se han comportado relativamente mucho mejor que las bolsas de los países desarrollados. Pero así y todo presentan unas minusvalías de alrededor del 10%-12%. Otro panorama más negro se presenta en la bolsa de China, en la que una inversión realizada el 1 de enero habría perdido más de un 50% a finales de agosto. Es cierto que la cotización de la misma no estaba sustentada en una valoración razonable de las compañías representadas en el índice. En realidad, era la forma que utilizan las familias chinas para canalizar su ahorro en un entorno donde la inflación es superior al tipo de interés ofrecido por los productos de la banca tradicional. Es decir, se había producido una burbuja, pero de todas maneras la fuerte caída no deja, por más que sea razonable, de impactar.

Tampoco los índices de bolsa emergentes se salvan de las malas expectativas económicas.

Burbujas de petróleo

Nadie discute que el aumento del precio del petróleo en los últimos años ha tenido que ver con factores fundamentales relacionados con la oferta y la demanda. Muchos analistas, sin embargo, también aciertan a vislumbrar los destellos de una burbuja especulativa. En una reciente comparecencia en el Senado norteamericano, George Soros, especulador por excelencia, explicaba cómo la incorporación del petróleo a las carteras de fondos de pensiones y otros inversores institucionales, a través de compras de futuros, ha expuesto el precio del petróleo a la volatilidad de las expectativas de los inversores y ha facilitado, en su opinión, la creación de una burbuja. Aunque esta explicación ha recibido una aceptación bastante generalizada, reputados economistas como Paul Krugman han defendido vehementemente que la especulación no ha tenido impacto alguno sobre el precio del petróleo.

LA CONTRATACIÓN DE FUTUROS DE PETRÓLEO SE HA DISPARADO

Miles de contratos vivos («open interest») en futuros de petróleo en el NYMEX



FUENTE: Bloomberg.

Empecemos por establecer qué entendemos por burbuja especulativa: aquella situación en la que el precio de un bien, como el petróleo, o un activo financiero sube no tanto por razones fundamentales sino gracias al entusiasmo de los inversores, que esperan que el precio siga en aumento, algo que el anterior presidente de la Fed, Alan Greenspan, denominó en los noventa «exuberancia irracional». Identificar una burbuja, sin embargo, no es fácil, porque normalmente el entusiasmo de los inversores está basado, siquiera parcialmente, en factores fundamentales. El quid de la cuestión es discernir si el entusiasmo está justificado o es exagerado. En la segunda mitad de los noventa, por ejemplo, la cotización de Yahoo se multiplicó por más de 150 en menos de cinco años, durante una revolución tecnológica que prometía ingentes beneficios para los portales «punto.com». En 2001, con la explosión de la burbuja tecnológica, la cotización de Yahoo cayó un 95% y aún hoy su precio está un 80% por debajo de los máximos históricos. Ahora parece claro que las expectativas de los inversores no estaban bien fundamentadas... Pero las burbujas sólo se acostumbran a identificar después de que han explotado.

En el caso del petróleo también ha habido una revolución, en este caso de la demanda, por parte de los países emergentes que, en combinación con una oferta que no ha crecido lo suficiente, justificaría un aumento en los precios. En este contexto, muchos inversores han incorporado el petróleo a sus carteras de inversión en los últimos años, una tendencia que parece haberse acelerado tras la crisis financiera global que se inició en agosto de 2007. Según los que creen que existe una burbuja en el mercado del petróleo, como Soros, estos inversores habrían exagerado el impacto de las fuerzas de oferta y demanda sobre el precio. De hecho, la meteórica subida del precio en el último año ha coincidido con el auge de los fondos que invierten en futuros de petróleo a la vez que analistas *superstar* de importantes bancos de inversión auguraban continuos aumentos de precios. Por la parte de los fundamentos, es difícil identificar novedades en los últimos doce meses que justifiquen la magnitud del alza en los precios. China crece, pero eso ya lo sabemos desde hace unos años...

Existen datos, sin embargo, que no parecen corroborar el impacto de los inversores sobre el precio del crudo. Un informe reciente del órgano supervisor del mercado de futuros sobre materias primas en Estados Unidos (la *Commodity Futures Trading Commission*) señala que aunque el número de contratos de futuros sobre petróleo se ha triplicado desde 2004, los inversores considerados especuladores (aquellos que no pertenecen a una industria relacionada o que hace un uso intensivo del petróleo) han combinado posiciones largas (aquellas que apuestan por un aumento del precio del petróleo) con posiciones cortas (apostando por un descenso del precio), pero no se ha observado una mayoría aplastante de las primeras. De hecho, el informe indica que la mayor parte de posiciones abiertas durante la primera mitad de 2008 eran cortas. De todas maneras esta evidencia no es concluyente, principalmente por dos motivos: primero, porque existen dudas acerca de la clasificación de los inversores entre especuladores y no especuladores; y, más importante todavía, porque el análisis sólo incluye los contratos efectuados a través del *New York Mercantile Exchange* y, por lo tanto, no tiene en cuenta otros mercados internacionales o las operaciones cerradas fuera de los mercados organizados (*over-the-counter*).

Krugman argumenta, para negar cualquier influencia de los especuladores sobre el precio del petróleo, que las existencias de petróleo no han crecido mientras el precio del crudo iba en aumento. Si la especulación hubiera empujado los precios de los futuros a un nivel artificialmente alto, muy por encima del nivel que iguala la oferta y la demanda de petróleo en el mercado *spot* (al contado), comprar petróleo al contado, almacenarlo y venderlo en el mercado de futuros a 1 año habría sido un buen negocio. En efecto, existe un argumento de arbitraje que relaciona el precio *spot* y el precio del futuro: la diferencia de éste último con el primero no debería superar el coste de almacenaje del crudo y el tipo de interés, aunque pueden surgir diferencias adicionales en un entorno de riesgo. Por ejemplo, si almacenar un barril de petróleo durante un año cuesta 10 dólares, el tipo de interés es del 5% y el precio *spot* es de 100 dólares, la cotización de un futuro de petróleo a 1 año no puede ser superior a los 115 dólares. Lo que eleva el precio *spot* en una situación de especulación es, pues, una acumulación de existencias que, como no hemos observado, parece descartar que exista una burbuja en el precio del petróleo. Algunos analistas, sin embargo, han señalado que aunque es cierto que las existencias no han aumentado, éstas no incluyen el crudo retenido por parte de los productores de petróleo, ya sea en barriles o bajo tierra. ¡Quizás son ellos los que especulan!

En definitiva, sólo sabremos si hay una burbuja y cuál es su tamaño después de que haya explotado. Por ahora, el descenso del precio del crudo en las últimas semanas desde cerca de los 150 dólares hasta alrededor de los 115 dólares parece confirmar que algo de burbuja había. Aunque queda por ver si se ha desinflado toda, la oferta y la demanda no deberían tardar en emitir su veredicto.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

La escalada de los precios de las materias primas y la persistencia de la crisis financiera internacional contribuyen a la intensificación de la desaceleración económica.

La economía entra en un severo proceso de ajuste

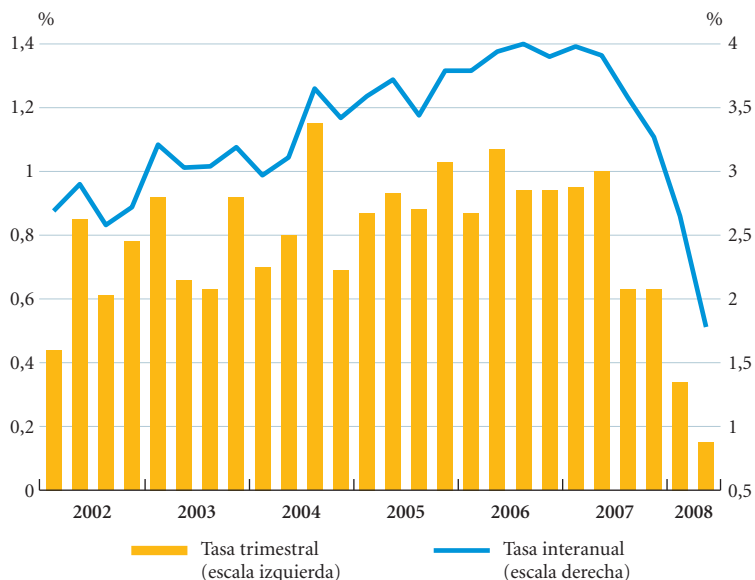
En el segundo trimestre se intensificó la desaceleración económica iniciada en el pasado ejercicio, a lo que contribuyeron la escalada de los precios de las materias primas y la crisis financiera internacional. De acuerdo con los datos de la contabilidad nacional trimestral publicados por el Instituto Nacional de Estadística, el producto interior bruto (PIB) aumentó el 1,8% en relación con el segundo trimestre de 2007, 8 décimas menos que tres meses antes. Esta tasa es ligeramente superior a la registrada en el conjunto de la Unión Europea y en la zona del euro. No obstante, esta tasa interanual no refleja propiamente el brusco aterrizaje de la economía

en los últimos meses, puesto de manifiesto por un crecimiento intertrimestral de sólo una décima, el menor desde la última recesión de 1993 y que indica que el PIB está próximo al estancamiento.

Los datos de la serie trimestral del PIB ya incorporan la habitual revisión anual de los últimos ejercicios, que incluyen los nuevos datos estadísticos disponibles. En esta ocasión, la revisión rebajó en una décima el crecimiento anual del PIB en 2007, que pasa al 3,7%. Los cambios en la composición del crecimiento son un poco más marcados. Así, la aportación al crecimiento del PIB de la demanda nacional se redujo en 0,15 décimas, hasta el 4,4%. Las revisiones a la baja de los componentes de la inversión y del consumo

EL PIB, PRÓXIMO AL ESTANCAMIENTO

Variación del PIB



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

público sólo fueron compensadas parcialmente por una mayor estimación del consumo privado.

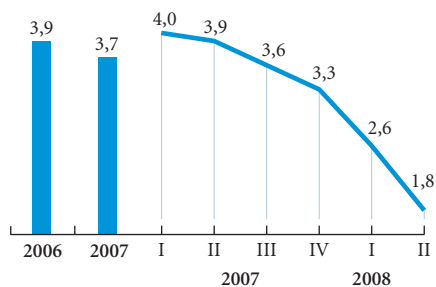
La ralentización del PIB es atribuible a la profundización de la pérdida de dinamismo de la demanda interna. Ésta pasó de

En el segundo trimestre la demanda exterior pasa de restar 2 décimas al PIB a sumar 3.

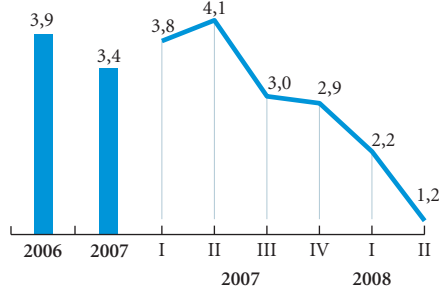
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

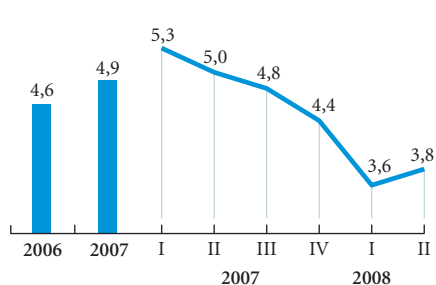
PIB



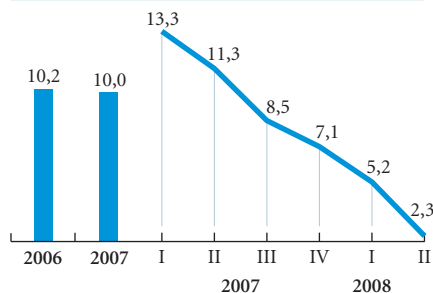
Consumo de los hogares



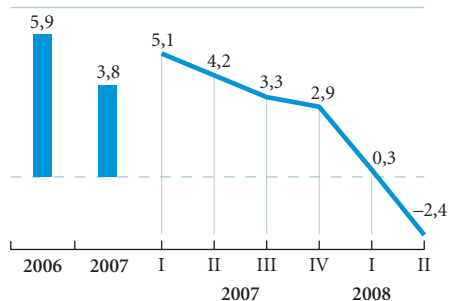
Consumo público



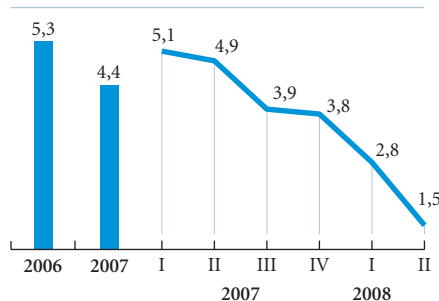
Inversión en bienes de equipo



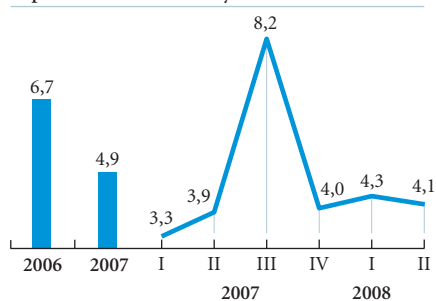
Inversión en construcción



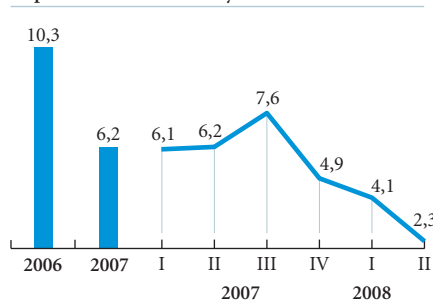
Demanda nacional



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

El déficit corriente con el exterior se corrige después de haber alcanzado un máximo en el primer trimestre.

contribuir el 2,8% al PIB en el primer trimestre al 1,5% en el segundo. Por el contrario, la demanda exterior pasó de restar 0,2 puntos a sumar 0,3 puntos.

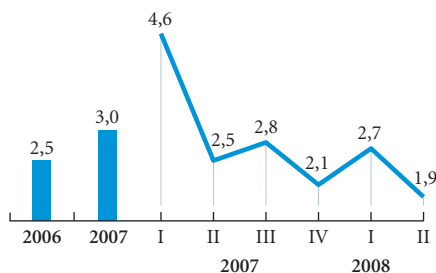
Esta mejora de medio punto de la aportación de la demanda externa se produjo por una ralentización más marcada de las importaciones de bienes y servicios que de las exportaciones, de modo que se amplió la brecha entre los ritmos de crecimiento de ambas a favor de éstas últimas.

De este modo, el déficit por cuenta corriente con el exterior, que había alcanzado un máximo histórico del 12,0% del PIB en el primer trimestre, se cifró en el segundo en el 9,5% del PIB, debido mayormente a factores estacionales, pero reflejando también un freno en su deterioro. De todas formas, sigue siendo muy elevado y representa uno de los más importantes desequilibrios de la economía española, el cual ha cobrado más importancia en la actual coyuntura de crisis fi-

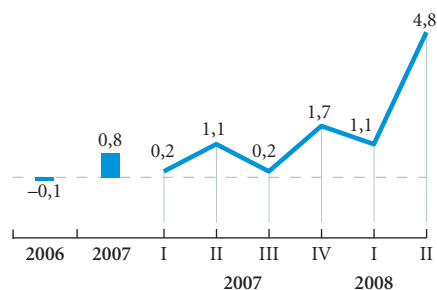
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

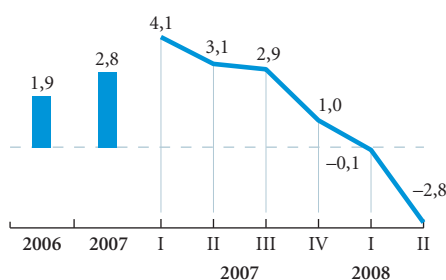
Agricultura



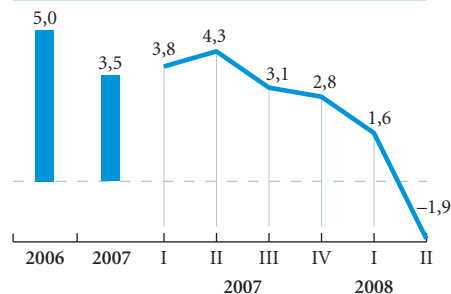
Energía



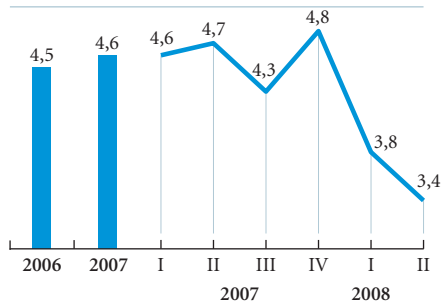
Industria



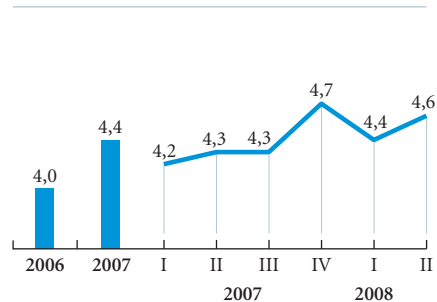
Construcción



Servicios de mercado



Servicios no de mercado



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

nanciera internacional, que dificulta su financiación.

Volviendo a los componentes de la demanda nacional, el consumo de las familias sufrió un fuerte frenazo en el segundo trimestre y anotó un modesto crecimiento interanual del 1,2%, un punto menos que en el periodo enero-marzo. Un menor aumento de la renta real debido al encarecimiento de la cesta de la compra, unos niveles de endeudamiento elevados en un contexto de alzas de los tipos de interés y el aumento del paro socavaron la confianza de los consumidores. De hecho, es probable que el consumo continúe deprimido si nos atenemos al mínimo histórico registrado por el índice de confianza del consumidor en el mes de julio.

En cambio, el consumo público avivó su ritmo de crecimiento hasta el 3,8% interanual, contrarrestando parcialmente la deceleración del privado. El aumento del consumo público se basó en el crecimiento de las remuneraciones de los asalariados de las administraciones públicas. De esta forma, el consumo público jugó un papel contracíclico.

La inversión flexionó más intensamente que el consumo, hasta el punto que la formación bruta de capital fijo cayó el 0,2% en relación con el segundo trimestre de 2007. Todos los componentes de la inversión se ralentizaron significativamente en respuesta al debilitamiento de la demanda, tanto interna como externa, a la desaceleración de los resultados empresariales y al consiguiente deterioro de la confianza empresarial.

La formación bruta de capital fijo en bienes de equipo pasó de presentar un incremento interanual del 11,3% en el segundo trimestre de 2007 al 2,3% doce meses después. La inversión en otros productos, como los programas informáticos y las prospecciones petroleras, redujo su ritmo

de avance anual a casi la mitad en el último trimestre al mostrar un aumento anual del 3,3%. En cuanto a las perspectivas de la inversión industrial, no parecen favorables en los próximos meses, dado un nuevo descenso del nivel de utilización de la capacidad productiva en el tercer trimestre.

Pero es en la construcción donde radica la causa de la caída de la inversión. La inversión en construcción se redujo el 2,4% respecto al segundo trimestre del año pasado. La contracción en la edificación residencial se intensificó, con un decremento interanual del 6,3%. Las proyecciones son de una continuación del ajuste en este sector dado el amplio volumen de viviendas sin vender, que ya condujo a una leve disminución del precio de la vivienda en el segundo trimestre en relación con el trimestre anterior. Así lo corrobora el índice de confianza en la construcción, que marcó un nuevo mínimo en el mes de julio.

Las otras construcciones (obra civil y edificación no residencial), no obstante, mantuvieron un crecimiento interanual en el 1,9%. Por otra parte, la licitación oficial de obra pública aumentó el 11% en los cinco primeros meses del año en relación con el mismo periodo del año precedente. De esta manera, probablemente la inversión pública compensará el freno en la construcción de viviendas, pero sólo en parte.

Desde el lado de la oferta, la principal novedad en el segundo trimestre es la profundización de la crisis de la industria, además de la construcción. Así, el valor añadido de las ramas industriales manufactureras bajó el 2,8% en relación con el segundo trimestre de 2007, mayor incluso que el registrado por la construcción. Al efecto arrastre negativo de la construcción en subsectores como la fabricación de materiales de construcción y de bienes duraderos, se han añadido otros problemas. El deterio-

Frenazo del consumo de las familias y la confianza de los consumidores marca un mínimo histórico.

El consumo público juega un papel contracíclico.

Caída de la inversión debido a la contracción en edificación residencial.

PRINCIPALES MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA DEL GOBIERNO ANTE LA CRISIS

- Deducción de 400 euros en el IRPF (gasto total: 6.000 millones de euros).
- Devolución anticipada del IVA a las empresas (6.000 millones de euros).
- Ampliación de avales públicos, ayudas y financiación para pymes y vivienda protegida.
- Construcción de 150.000 viviendas protegidas al año (objetivo a medio plazo).
- Anteproyecto de medidas de fomento del alquiler de viviendas.
- Impulso de la renovación y rehabilitación de edificios y viviendas.
- Ampliación sin coste del plazo de la hipoteca (eliminación de gastos fiscales, registrales y notariales).
- Eliminación del impuesto sobre el patrimonio (a partir del 1-01-2008).
- Plan de renovación de automóviles de más de 15 años (15.000 millones de euros al año).
- Liberalización de algunos servicios del transporte por ferrocarril.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Profundización de la crisis industrial.

ro del mercado de trabajo, con el epicentro de la destrucción de empleo en la construcción, ha incidido negativamente en el consumo. Además, el debilitamiento de la demanda externa por la ralentización económica global y la pérdida de competitividad agravada por la fortaleza del euro también han perjudicado a la industria.

Los servicios resistieron. Con todo, los servicios de mercado anotaron un crecimiento anual del 3,4%, 4 décimas menos que en el primer trimestre. Las perspectivas son de una continuación de la ralentización. Así, en julio el tráfico aéreo de pasajeros se redujo el 3,7% en relación con el mismo mes del año anterior y el número de turistas extranjeros cayó el 8,0% interanual. Sin embargo, las pernoctaciones en establecimientos hoteleros subieron el 0,9% en julio respecto al mismo mes de 2007, y las de no residentes aumentaron el 2,9%.

Por otra parte, la productividad aparente del factor trabajo continuó la recuperación experimentada en los últimos trimestres, después de haberse colocado en niveles muy bajos en los últimos años. Así, la productividad aparente del trabajo para el conjunto de la economía registró un avance anual del 1,4% en el segundo trimestre, el doble que en el mismo trimestre de 2007. Esta mejora, no obstante, se ha debido sobre todo a un ajuste en el empleo.

Recuperación de la productividad aparente del trabajo, pero sobre todo por el ajuste del empleo.

Así, la construcción, que hasta el tercer trimestre de 2007 presentaba retrocesos de la productividad, en el segundo trimestre de 2008 mostraba un gran aumento después de haber destruido ocupación fuertemente. En cambio, la productividad continuó disminuyendo en la industria, lo que no constituye un buen augurio.

El severo deterioro de la coyuntura económica propició que hacia el final de julio el gobierno revisase a la baja sus proyecciones de crecimiento económico, que han de servir para enmarcar los presupuestos generales del Estado para 2009. Así, el crecimiento previsto del PIB para 2008 pasó del 2,3% al 1,6%, mientras que para 2009 la cifra se recortó del 2,3% al 1,0%.

Asimismo, a mediados de agosto el gobierno aprobó un nuevo paquete de medidas económicas, que se añadió a los de abril y junio de este año, para hacer frente a la crisis económica. Una parte de estas medidas son de estímulo económico. Otras tienen por objetivo acometer reformas para aumentar la competitividad de la economía. Estas medidas se completan con un proceso de diálogo social para cambiar el modelo productivo español y preparar el relanzamiento económico sobre bases sólidas. Quedan pendientes, no obstante, posibles reformas en el mercado laboral, entre otras.

Mercado de trabajo

Deterioro del empleo y fuerte aumento del paro

El enfriamiento de la economía ya ha repercutido claramente en el mercado laboral. El número de ocupados sólo aumentó en 22.900 personas en el segundo trimestre de 2008 en relación con el trimestre anterior, según las cifras de la Encuesta de Población Activa (EPA) publicadas por el Instituto Nacional de Estadística. Esta creación de empleo es muy inferior a la habitual en un segundo trimestre. De esta forma, la tasa de variación anual cayó desde el 1,7% anotada en el primer trimestre hasta sólo el 0,3%.

En el primer semestre el número de ocupados disminuyó en 51.800. La tendencia, por tanto, indica una clara destrucción de

empleo. Los datos más recientes de la afiliación a la Seguridad Social corroboran esta apreciación puesto que en julio el número de afiliados se situaba el 0,7% por debajo del mismo mes de 2007.

En los últimos doce meses la creación de empleo estimada por la EPA es de 57.800 personas. Ello resulta de un aumento de la población extranjera ocupada de 189.300 personas, el 6,9%, y de una caída del número de empleados con nacionalidad española de 131.400 personas, el 0,75%. De este modo, los extranjeros ya representan el 14,4% de la población ocupada.

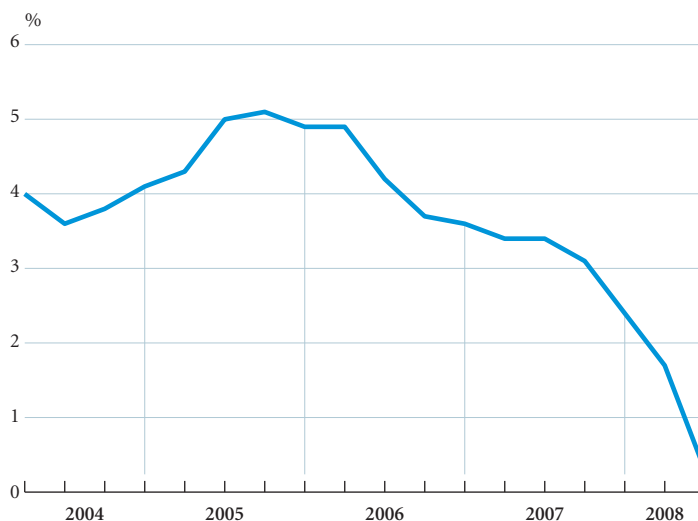
Esta evolución se ha producido a pesar del desplome del sector de la construcción, que concentra el mayor número de trabajadores extranjeros. En efecto, el hundi-

En el primer semestre el número de ocupados disminuye en 51.800, poniendo de manifiesto la tendencia a la destrucción de empleo.

En los últimos doce meses la población española ocupada cae el 0,8%, mientras que la extranjera sube el 6,9%.

BRUSCO FRENAZO DEL EMPLEO

Variación interanual del empleo



NOTA: Datos corregidos del impacto de los cambios metodológicos introducidos en el primer trimestre de 2005.
FUENTES: INE y elaboración propia.

EMPLEO ESTIMADO

Segundo trimestre 2008

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	880,9	-41,8	-4,5	-24,9	-2,7	-40,1	-4,4	4,3
No agrarios	19.544,2	64,7	0,3	-26,9	-0,1	98,0	0,5	95,7
<i>Industria</i>	3.273,2	-68,4	-2,0	-5,9	-0,2	29,4	0,9	16,0
<i>Construcción</i>	2.498,0	-122,4	-4,7	-195,5	-7,3	-215,7	-7,9	12,2
<i>Servicios</i>	13.773,0	255,5	1,9	174,5	1,3	284,2	2,1	67,4
Por empleadores								
Sector privado	17.483,3	-45,8	-0,3	-80,3	-0,5	-9,3	-0,1	85,6
Sector público	2.941,8	68,6	2,4	28,5	1,0	67,1	2,3	14,4
Por situación profesional								
Asalariados	16.853,0	35,6	0,2	-23,6	-0,1	73,7	0,4	82,5
<i>Contrato indefinido</i>	11.900,5	153,4	1,3	242,3	2,1	465,0	4,1	58,3
<i>Contrato temporal</i>	4.952,5	-117,8	-2,3	-265,9	-5,1	-391,4	-7,3	24,2
No asalariados	3.562,0	-12,7	-0,4	-31,2	-0,9	-16,7	-0,5	17,4
<i>Empresarios empleadores</i>	1.175,4	35,9	3,2	39,1	3,4	65,7	5,9	5,8
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.188,4	-29,9	-1,3	-66,2	-2,9	-57,8	-2,6	10,7
<i>Ayudas familiares</i>	198,2	-18,7	-8,6	-4,1	-2,0	-24,6	-11,0	1,0
Otros	10,1	0,0	0,2	3,0	42,3	0,8	9,2	0,0
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	17.975,9	23,5	0,1	-117,9	-0,7	48,7	0,3	88,0
A tiempo parcial	2.449,2	-0,6	0,0	66,1	2,8	9,1	0,4	12,0
Por sexos								
Varones	11.859,4	-64,5	-0,5	-137,7	-1,1	-148,3	-1,2	58,1
Mujeres	8.565,8	87,4	1,0	86,0	1,0	206,1	2,5	41,9
TOTAL	20.425,1	22,9	0,1	-51,8	-0,3	57,8	0,3	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

La reducción de empleo en el último año se concentra en la construcción y en la agricultura.

miento del sector residencial se tradujo en la pérdida de 215.700 puestos de trabajo en la construcción desde el segundo trimestre de 2007, el 7,9%, la mayor parte en el segundo trimestre de 2008. También la agricultura, otro sector con una proporción relativamente elevada de mano de obra extranjera perdió ocupación en el último año, 40.100 empleos, el 4,4%.

Los ocupados en la industria se incrementaron en 29.400 personas en los últimos doce meses. No obstante, la evolución fue muy dispar por subsectores. La indus-

tria alimentaria fue la más dinámica en la creación de empleo, con un aumento neto de 37.000 personas, seguida de la madera y corcho, química y metalurgia. En el polo opuesto la fabricación de material y equipo eléctrico perdió 14.000 personas. También la construcción de maquinaria y equipo mecánico, el cuero y calzado y el refinado de petróleo redujeron empleo apreciablemente. No obstante, cabe señalar que la degradación de la coyuntura industrial en el último trimestre se tradujo en una destrucción neta de 68.400 empleos en el sector secundario en el segundo trimestre de 2008.

En el sector servicios el empleo subió en 284.200 personas en el último año, el 2,1%, frente a un aumento anual del 4,3% en el segundo trimestre de 2007. La mayoría de subsectores terciarios aumentaron sus niveles de ocupación, encabezados por el comercio, con un ascenso de 158.500 puestos de trabajo. Sin embargo, en el transporte y comunicaciones se registró un descenso del empleo y también de menor entidad en la hostelería.

Otra muestra del deterioro del mercado laboral: el empleo cayó en el último año en el sector privado, con una caída estimada de 9.300 personas. El empleo en el sector público compensó la bajada con una elevación en 67.100 personas, el 2,3%.

El número de asalariados continuó aumentando ligeramente más que el número total de ocupados. En el último año el número de asalariados con contrato indefinido se elevó en 465.000, mientras que los trabajadores con contrato temporal descendieron en 391.400. De esta manera, la tasa de temporalidad, es decir, la proporción entre el número de trabajadores con contrato temporal y el total de

asalariados bajó hasta el 29,4%, la cota mínima desde el primer trimestre de 1990, si bien se coloca claramente por encima de los estándares europeos.

El empeoramiento del mercado laboral no desanimó a los demandantes de un puesto de trabajo. Así, la población activa siguió incrementándose a buen ritmo, con un alza anual del 3,1%. Esto refleja en parte que continúa la incorporación de las mujeres al mercado de trabajo, pues la población activa femenina subió el 4,6%, mientras que la masculina se elevó el 2,0%. De esta forma, la tasa de actividad femenina alcanzó el 50,25%, estrechando distancias con el 69,6% de los hombres. Por otra parte, apenas se ha frenado la llegada de población extranjera al mercado de trabajo, con un incremento anual de los extranjeros activos del 12,6%.

En este contexto de fuerte expansión de la población activa y escaso aumento estacional de los empleos el paro se aceleró. En el segundo trimestre el número de parados se incrementó en 207.400 personas, un máximo histórico en este trimestre, con lo que sube hasta 453.900 en la prime-

Disminución del número de ocupados en el sector privado en el último año, compensada por la creación de empleo en el público.

La difícil coyuntura del mercado de trabajo no desanima la incorporación de los colectivos más sensibles, como las mujeres y los extranjeros.

PARO ESTIMADO

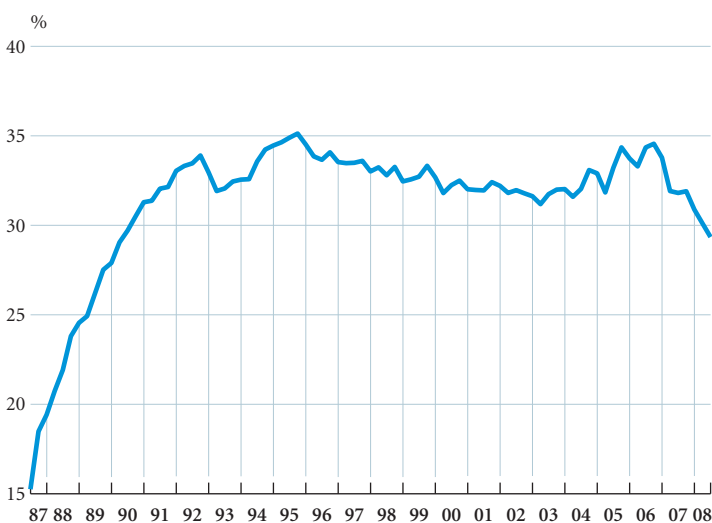
Segundo trimestre 2008

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro % sobre población activa
		Absoluta	%	Absoluta	%		
Por sexos							
Hombres	1.182,9	164,3	16,1	402,3	51,5	49,7	9,1
Mujeres	1.198,6	43,1	3,7	219,3	22,4	50,3	12,3
Por edades							
Menores de 25 años	573,9	73,8	14,8	131,7	29,8	24,1	23,9
Resto	1.807,6	133,5	8,0	489,9	37,2	75,9	8,9
Por situación personal							
Paro de larga duración	586,6	29,4	5,3	90,1	18,1	24,6	–
Buscan primer empleo	222,5	24,7	12,5	11,2	5,3	9,3	–
Resto	1.572,4	153,2	10,8	520,3	49,5	66,0	–
TOTAL	2.381,5	207,4	9,5	621,6	35,3	100,0	10,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

LA TASA DE TEMPORALIDAD BAJA AL MÍNIMO DE LOS ÚLTIMOS DIECIOCHO AÑOS

Trabajadores con contrato temporal sobre el total de asalariados



FUENTES: INE y elaboración propia.

POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Segundo trimestre 2008

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	3.798	123	3,4	3.180	-55	-1,7	618	179	40,6	16,3
Aragón	660	12	1,9	615	2	0,3	45	10	30,2	6,8
Asturias	494	23	4,8	455	27	6,2	39	-4	-9,5	7,8
Baleares	574	18	3,2	525	0	0,1	48	18	57,3	8,4
Canarias	1.038	13	1,3	872	-52	-5,7	166	66	65,8	16,0
Cantabria	280	6	2,2	260	4	1,4	20	2	13,4	7,0
Castilla y León	1.174	24	2,1	1.065	-2	-0,1	109	25	30,2	9,3
Castilla-La Mancha	955	49	5,4	855	20	2,4	100	29	40,8	10,5
Cataluña	3.843	106	2,8	3.550	41	1,2	293	65	28,7	7,6
Comunidad Valenciana	2.531	106	4,4	2.238	24	1,1	293	82	38,6	11,6
Extremadura	484	14	3,0	417	4	1,0	67	10	17,4	13,9
Galicia	1.310	16	1,2	1.201	5	0,4	109	11	11,4	8,3
Madrid	3.355	116	3,6	3.061	24	0,8	295	92	45,5	8,8
Murcia	719	35	5,1	638	-1	-0,2	82	37	81,2	11,3
Navarra	309	3	1,1	292	2	0,7	17	1	8,0	5,6
País Vasco	1.065	7	0,6	1.006	11	1,1	59	-5	-7,2	5,6
La Rioja	159	5	3,1	148	2	1,1	11	3	42,0	6,8
Ceuta y Melilla	60	4	7,5	49	4	9,2	11	0	0,9	18,8
TOTAL	22.807	679	3,1	20.425	58	0,3	2.382	622	35,3	10,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

ra mitad del año. El número de desempleados se cifró en 2.381.500 personas, con un alza interanual del 35,3%. La tasa de paro ascendió hasta el 10,4%, 2,5 puntos más que el mínimo anotado un año antes.

En el ámbito territorial se observan notables diferencias en la evolución de la ocupación. Así, en los últimos doce meses el empleo aumentó el 6,2% en Asturias y el 2,4% en Castilla-La Mancha. Por el contrario, el número de ocupados cayó el 5,7% en Canarias y el 1,7% en Andalucía, afectadas por la crisis de la construcción residencial. Estas dos comunidades también encabezaban la tabla de las tasas de paro por comunidades autónomas, si bien con el orden invertido, del 16,3% y del 16,0%. En el lado opuesto el País Vasco y Navarra ostentaban las menores tasas de paro con el 5,6%.

El número de parados registrados continúa subiendo a un vivo ritmo

Las cifras de los parados registrados en las oficinas públicas de empleo del mes de julio apuntan a que el desempleo sigue deteriorándose. Así, las listas de parados se engrosaron en 36.492 personas en el mes, la peor evolución en un mes de julio de la serie actual. Así, el paro registrado se elevaba el 23,2% en relación con el mismo mes del año precedente.

El paro continuó aumentando en todos los sectores en términos interanuales, pero con importantes diferencias de grado. El mayor incremento lo presentaba la construcción con un alza anual del 70,7%. La tasa de variación entre los demandantes de primer empleo era mucho menor, del 5,6%.

El paro se dispara en el segundo trimestre, con un alza interanual del 35,3%.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Julio 2008

	Parados	Variación sobre diciembre 2007		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	81.698	12.886	18,7	17.267	26,8	3,4
Industria	306.403	26.422	9,4	40.336	15,2	12,6
Construcción	390.529	106.662	37,6	161.734	70,7	16,1
Servicios	1.414.921	130.671	10,2	224.762	18,9	58,3
Primer empleo	233.365	20.728	9,7	12.479	5,6	9,6
Por sexos						
Hombres	1.086.102	200.963	22,7	330.727	43,8	44,8
Mujeres	1.340.814	96.406	7,7	125.851	10,4	55,2
Por edades						
Menores de 25 años	277.978	37.595	15,6	57.454	26,1	11,5
Resto de edades	2.148.938	259.774	13,8	399.124	22,8	88,5
TOTAL	2.426.916	297.369	14,0	456.578	23,2	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Precios

La inflación anual de los precios de consumo sube 4 décimas en junio y 3 más en julio hasta el 5,3%.

La inflación sube hasta la cota más alta desde 1992

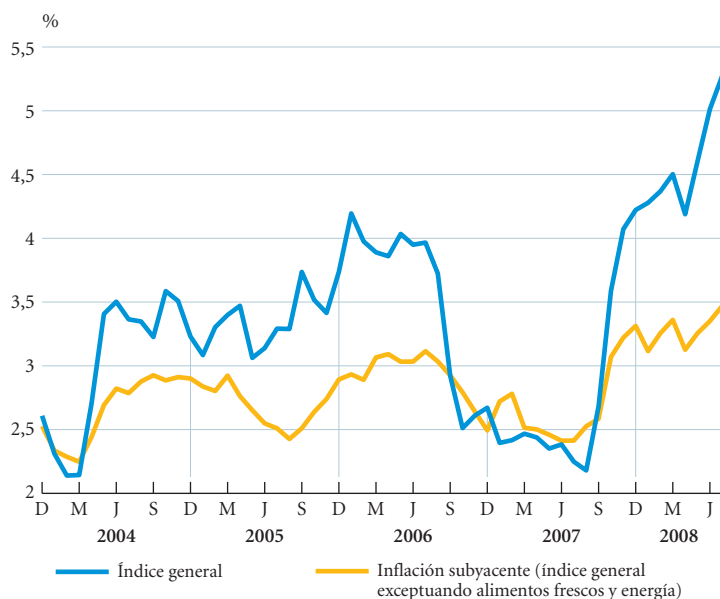
No ha habido tregua en el frente inflacionario al principio del verano. La tendencia alcista de la inflación de los precios de consumo iniciada hacia mediados del año pasado con la escalada de los precios del petróleo y otras materias primas se reavivó en los últimos meses cuando el precio del crudo se encaramó hasta un nuevo máximo histórico en la segunda semana de julio. Así, la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) aumentó cuatro décimas en junio y tres más en julio hasta colocarse en el 5,3%, la tasa más alta desde diciembre de 1992.

Los productos energéticos fueron los principales impulsores del repunte del IPC en los primeros meses estivales, al pasar de una variación anual del 16,5% en mayo al 21,4% en julio. Destaca la subida de los carburantes y lubricantes, con un ascenso anual del 25,9% en julio. También cabe mencionar una nueva alza de la electricidad en julio, que se añadió a la de enero, con un incremento interanual del 10,2%.

Los alimentos frescos, otro elemento volátil del IPC, también contribuyeron apreciablemente a las tensiones inflacionistas al subir su tasa interanual un punto en junio hasta el 5,1%, en parte por la huelga del transporte en la primera mitad del mes, que afectó al abastecimiento. En

CARBURANTES Y ALIMENTOS DISPARAN LA INFLACIÓN

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2007			2008		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2006	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2007	% variación anual
Enero	-0,7	-0,7	2,4	-0,6	-0,6	4,3
Febrero	0,1	-0,6	2,4	0,2	-0,5	4,4
Marzo	0,8	0,1	2,5	0,9	0,4	4,5
Abril	1,4	1,5	2,4	1,1	1,5	4,2
Mayo	0,3	1,8	2,3	0,7	2,2	4,6
Junio	0,2	2,0	2,4	0,6	2,8	5,0
Julio	-0,7	1,3	2,2	-0,5	2,3	5,3
Agosto	0,1	1,4	2,2			
Septiembre	0,3	1,7	2,7			
Octubre	1,3	3,0	3,6			
Noviembre	0,7	3,8	4,1			
Diciembre	0,4	4,2	4,2			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

julio se revirtió el ascenso, pero sólo parcialmente hasta el 4,4%.

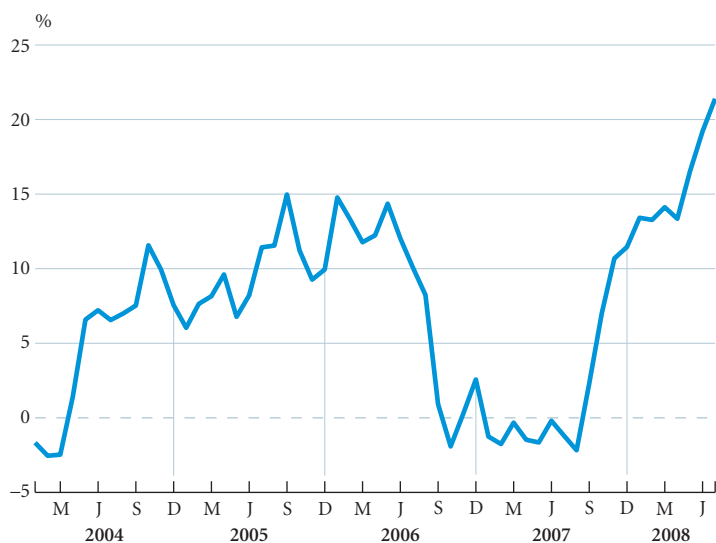
De todas formas, aunque la mayor parte del incremento del IPC es atribuible a los

componentes más erráticos, el núcleo más estable, la denominada inflación subyacente experimentó asimismo presiones alcistas en los dos últimos meses al aumentar en dos décimas hasta el

La inflación subyacente alcanza el máximo desde 2002.

FUERTE REPUNTE DE LOS PRODUCTOS ENERGÉTICOS HASTA JULIO

Variación interanual de los precios de los productos energéticos



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Julio

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,2	0,3	0,1	1,5	1,9	2,6	7,0
Bebidas alcohólicas y tabaco	111,4	0,1	0,0	5,7	3,6	6,1	4,0
Vestido y calzado	94,9	-11,1	-11,3	-11,7	-12,3	1,0	0,4
Vivienda	112,6	0,3	1,7	3,3	6,9	3,1	8,4
Menaje	105,1	-0,6	-0,6	1,2	1,2	2,7	2,5
Medicina	98,5	0,2	0,3	-2,5	0,0	-2,2	0,5
Transporte	113,9	0,2	0,7	4,7	8,1	0,6	10,6
Comunicaciones	100,2	-0,2	0,0	1,3	0,3	0,7	-0,2
Ocio y cultura	100,1	0,8	1,1	-0,2	0,7	-1,0	0,1
Enseñanza	107,6	0,1	0,1	0,6	0,4	4,6	3,9
Hoteles, cafés y restaurantes	111,1	0,9	1,0	4,7	4,6	5,0	4,8
Otros	106,9	-0,1	-0,1	2,4	2,9	3,1	3,5
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	110,7	0,1	0,2	2,3	2,7	2,2	7,8
Alimentos sin elaboración	109,4	0,5	-0,1	1,4	0,9	4,7	4,4
Conjunto no alimentario	107,0	-1,0	-0,6	1,0	2,3	2,0	4,8
Bienes industriales	105,3	-2,7	-2,0	-1,2	1,2	0,2	5,6
<i>Productos energéticos</i>	<i>124,9</i>	<i>0,5</i>	<i>2,3</i>	<i>6,6</i>	<i>16,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>21,4</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>128,5</i>	<i>0,6</i>	<i>1,1</i>	<i>7,9</i>	<i>18,0</i>	<i>-2,5</i>	<i>25,1</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>98,9</i>	<i>-3,8</i>	<i>-3,6</i>	<i>-3,7</i>	<i>-3,7</i>	<i>0,6</i>	<i>0,3</i>
Servicios	108,7	0,6	0,7	3,3	3,5	3,8	4,0
Inflación subyacente (**)	105,6	-1,0	-0,9	0,6	0,8	2,4	3,5
ÍNDICE GENERAL	107,8	-0,7	-0,5	1,3	2,3	2,2	5,3

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Persisten las presiones inflacionistas de los servicios, más resguardados de la competencia exterior.

3,5%, la mayor tasa desde diciembre del año 2002. Cabe señalar que la inflación subyacente se elevó en 1,1 puntos en los últimos doce meses al transmitirse el encarecimiento de las materias primas. Con todo, el diferencial con la inflación general se amplió hasta 1,8 puntos, el nivel máximo desde 1981.

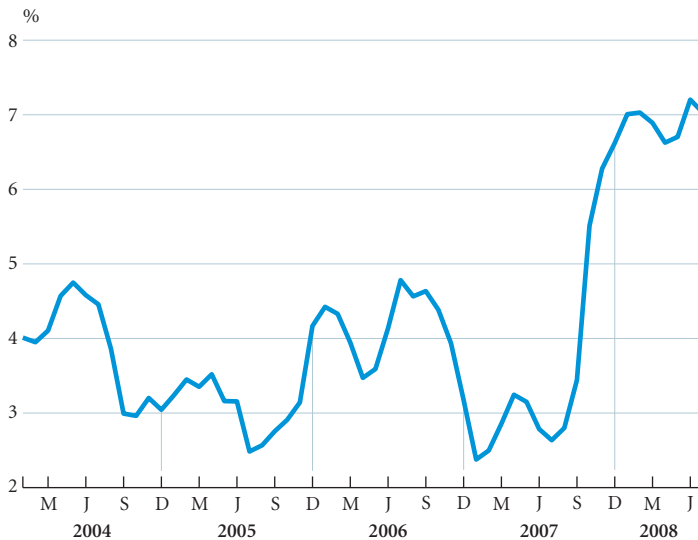
Dentro de la inflación subyacente, persisten las presiones inflacionistas de los servicios, resguardados hasta cierto punto de la competencia exterior. Así, la in-

flación anual de los servicios se elevó hasta el 4,0% en julio, 2 décimas más que en mayo. Destaca la subida anual del 21,2% del transporte aéreo. Los hoteles y otros alojamientos presentaban una subida menor, del 5,5%, pero por encima de la media.

De los otros grandes bloques de la inflación subyacente cabe apuntar que los alimentos elaborados también contribuyeron al aumento del IPC al pasar su tasa de variación anual del 7,5% en mayo al

LOS ALIMENTOS ANOTAN EL MÁXIMO DE LOS ÚLTIMOS AÑOS EN JUNIO

Variación interanual de los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

7,8% en julio. Por otro lado, la tasa anual de los bienes industriales no energéticos repuntó 2 décimas en julio y pasó al 0,3%. Ello ocurrió a pesar de que las rebajas de verano de vestido y calzado este año fueron más intensas que en el anterior. La relativa contención de los bienes industriales no energéticos estuvo favorecida por el fortalecimiento del euro y por una dura competencia en los mercados internacionales.

La tasa de inflación interanual en términos armonizados con la Unión Europea en julio se situó en el mismo nivel que el del IPC general en julio, en el 5,3%. De esta forma, el diferencial de inflación con la eurozona aumentó hasta 1,3 puntos porcentuales, la cota más alta de los últimos dos años.

Sin embargo, las perspectivas inflacionarias presentan tintes de mejora, gracias sobre todo a la reciente brusca caída del precio del oro negro y de otras materias primas, que se añadiría a la desaceleración del consumo. De esta manera, la tasa de

inflación anual podría haber alcanzado un techo en julio y empezar a moderarse a partir de agosto hasta colocarse cerca del 4% al final del ejercicio.

Los precios mayoristas alcanzan un clímax

El encarecimiento del petróleo y otras materias primas provocó fuertes tensiones inflacionistas en los bienes industriales y de importación en los primeros meses veraniegos. No obstante, la reciente moderación de los precios de las materias primas en los mercados internacionales indica que probablemente decrecerán las presiones inflacionistas en los mercados mayoristas a partir de agosto.

La inflación de los precios industriales alcanzó el máximo desde octubre de 1984 al colocarse en el 10,2% en julio. El fuerte repunte de los precios industriales fue debido sobre todo al componente energético, cuya tasa de inflación anual se elevó hasta el 30,3%. También los bienes inter-

El diferencial de inflación con la eurozona marca la cota más alta de los últimos dos años, 1,3 puntos porcentuales.

La tasa de inflación anual probablemente alcanzó un techo en julio.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios
2007											
Junio	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	-1,4	1,3	0,9	-0,1	6,1	-
Julio	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	-2,6	0,7	0,9	-0,2	4,3	-
Agosto	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	-2,9	0,7	1,4	0,2	3,9	3,0
Septiembre	12,1	3,4	3,1	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,3	3,1	-
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,1	0,6	0,0	2,0	-
Noviembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,1	0,7	0,0	0,7	3,0
Diciembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	4,9	1,1	-0,1	0,7	-
2008											
Enero	11,1	6,6	5,4	2,7	5,9	13,3	6,7	1,1	0,4	1,8	-
Febrero	7,3	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	6,8	1,4	0,3	1,8	3,2
Marzo	10,5	6,9	5,5	2,3	6,3	14,6	6,7	0,7	-0,2	2,1	-
Abril	8,5	7,2	5,3	2,3	6,0	16,5	6,8	0,6	-0,2	2,5	-
Mayo	15,2	7,9	5,3	2,0	5,9	21,2	9,2	0,9	-0,1	3,2	3,4
Junio	8,6	9,0	5,4	2,1	6,3	25,5	10,4	1,4	-0,3	3,7	-
Julio	...	10,2	5,2	2,3	7,3	30,3	...	...	...	...	-

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

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

La tasa de inflación de los precios industriales registra el nivel máximo desde 1984.

medios subieron considerablemente, con un alza anual del 7,3%. En cambio, los de consumo redujeron su variación anual hasta el 5,2%, el nivel mínimo desde diciembre, debido a la desaceleración del consumo. La inflación de los bienes de equipo, por el contrario, se incrementó ligeramente en algunas décimas, pero se mantenía contenida en el 2,3% gracias a la fuerte competencia internacional.

Descenso del precio mayorista de la leche en la primera mitad del año, pero rebota el precio del ganado de abasto.

Los precios de importación también experimentaron elevados ascensos en junio debido sobre todo a la energía, que aumentó el 55,0% en los últimos doce meses. En cambio la inflación de los bienes de equipo y de consumo se mantenía en

niveles muy reducidos, con un descenso del 0,3% y un aumento del 1,4%, respectivamente, gracias a la apreciación del euro.

Por otro lado, los precios percibidos por los agricultores se han moderado en cierta medida después de experimentar fuertes tensiones. Así, en junio mostraban un aumento interanual del 8,6% frente al 15,2% de mayo. La principal ralentización provino de los productos agrícolas, aunque también los ganaderos, con un marcado descenso de la leche, contribuyeron. En cambio, los precios del ganado de abasto rebotaron, después de haber caído por debajo del nivel de un año antes.

El petróleo, ¿importa?

A finales de 2007 la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico publicaba su tradicional informe de perspectivas económicas. El organismo internacional preveía que en 2008 el precio del barril de petróleo de calidad *Brent* se situaría en unos 90 dólares. Esta predicción no disenta sensiblemente de lo que la mayoría de analistas esperaba. Apenas medio año después, el oro negro se encaramaba hasta los 145 dólares. Es decir, prácticamente se había doblado en un año. Aunque la corrección posterior ha sido importante, volviendo a situar las cotizaciones en la zona de los 115 dólares, en el promedio de lo que llevamos de 2008 los precios han aumentado un 70% respecto a un año antes. Por tanto, el episodio ha sido de tal intensidad que cabe presumir que sus efectos macroeconómicos –inflación, crecimiento, empleo– van a ser importantes.

AUGE Y CAÍDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO: SEGUIMOS CON EL ORO NEGRO MUY CARO

Precio del barril de petróleo *Brent*



FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

¿Cuáles son los canales a través de los que se transmite un *shock* del petróleo en la economía? El impacto principal se materializa a través de la transferencia de renta de los países importadores hacia los países productores. Si hay que pagar más por los carburantes queda menos renta para otros gastos, con lo que tanto consumo como inversión van a ser menores que en ausencia del *shock* petrolífero. Estos ajustes, a su vez, van a generar efectos negativos indirectos sobre el empleo. Todo ello implicará una reducción del crecimiento del producto interior bruto (PIB). En contrapartida, esta pérdida de renta puede verse en parte compensada si las ganancias de renta de los productores de petróleo se emplean en compras de manufacturas a los países dependientes del petróleo importado.

Otro efecto inmediato será un incremento de los índices de precios de la economía, tanto de consumo como de producción, puesto que en los mismos el componente energético es importante. A través de los mecanismos de formación de precios y de las rigideces de la economía el aumento de los carburantes puede repercutir sobre los precios del resto de bienes o servicios o generar mayores demandas de aumentos salariales. En este

caso, nos encontramos con los llamados efectos de segunda ronda, que llevan a un aumento de la inflación. Una mayor inflación significa un desequilibrio económico que tarde o temprano acaba pagándose en menos actividad y en pérdidas de renta. Si las autoridades monetarias consideran que se trata de un efecto inflacionario de carácter permanente, la respuesta es un aumento del tipo de interés de la economía, con lo que, de nuevo, cabe prever un impacto negativo sobre el consumo y la inversión (lo que, a su vez, generará un nuevo peaje en términos de empleo).

A fin de pasar de estos canales teóricos a la estimación del efecto cuantificado sobre las economías de referencia, un instrumento disponible son las estimaciones que ha publicado el Fondo Monetario Internacional (FMI) en distintos momentos. De acuerdo con sus cálculos, un aumento del 20% en el precio del petróleo provocaría un menor crecimiento de tres décimas porcentuales en Estados Unidos y de dos décimas porcentuales en la zona del euro en el primer año, y una reducción de cuatro décimas porcentuales en el crecimiento en cada uno de los dos ejercicios siguientes, tanto en Estados Unidos como en la eurozona. Por lo que se refiere al impacto inflacionista, en Estados Unidos el alza del petróleo provocaría un aumento en los precios de ocho décimas porcentuales en el primer año, para después moderarse en los siguientes ejercicios. En la zona del euro el impacto sería levemente menor en dicho primer año, pero después persistiría más en el tiempo.

¿Y si el *shock* fuese del 70%, el que estamos experimentado en 2008? Partiendo de las estimaciones anteriores, y suponiendo que el efecto sea proporcional, la economía estadounidense sufriría en 2008 una reducción del crecimiento del orden de un punto porcentual y la de la eurozona, unas siete décimas porcentuales. Por lo que se refiere a la inflación, ésta sería mayor en más de 2,8 puntos porcentuales en Estados Unidos y en unos 2,5 puntos porcentuales en la zona del euro. Aunque las cifras se pueden rebajar un tanto, considerando que el efecto de mayores aumentos del petróleo no es proporcional, queda claro que en 2008 estamos sufriendo un *shock* importante. Dichas cifras implican, por ejemplo, que en ausencia del episodio alcista del petróleo en 2008 el crecimiento de la eurozona, en vez de moverse en la franja del 1,5% interanual, superaría el 2%, es decir, próximo al potencial de crecimiento. Por su parte, la inflación se alejaría de las actuales cifras del 4% para situarse dentro del objetivo del 2% del Banco Central Europeo. ¡Qué alivio para el Sr. Trichet!

Aunque estas cifras tienen la virtud de incorporar tanto los efectos directos como indirectos de la subida del petróleo y un marco analítico explícito, no dejan de ser ejercicios sujetos a ciertas simplificaciones inherentes a los modelos económicos. Otros cálculos más simples, de pura aritmética a partir de los datos disponibles, también ayudan a poner de relieve la magnitud del *shock*. Así, en el caso de la economía española, del aumento interanual del 5,3% del Índice de Precios de Consumo (IPC) de julio, la aportación del componente energético ha sido de 2,1 puntos porcentuales. Es decir, un componente que representa menos del 10% de la cesta de la compra ha aportado casi un 40% de la variación interanual.

En el caso de la mayor factura de las importaciones energéticas, a la altura de mayo de 2008 las importaciones energéticas netas de España ascendían a más de 40.980 millones de euros (acumulado de doce meses), de manera que la factura aumentó un 26% cuando, en volumen, las compras crecieron sólo un 12%.

Tomadas en su conjunto, las cifras anteriores sugieren que nos enfrentamos a un *shock* petrolífero relevante. Sin embargo, desde una perspectiva histórica, no se trata de una crisis comparable a las de los años setenta y principios de los ochenta. El petróleo viene experimentando una serie de subidas encadenadas desde 2000 que las economías dependientes del mismo han superado hasta ahora sin excesivas dificultades. De hecho, la actual fase alcista iniciada en 2000 ha coincidido con el ciclo expansivo más intenso y prolongado de la economía mundial en treinta años, en un contexto de inflación baja y desempleo en mínimos.

La capacidad de absorción de los impactos petrolíferos es cada vez mayor, la dependencia de los hidrocarburos desciende y se están desarrollando alternativas a los mismos. Cabe preguntarnos entonces si el petróleo aún es clave para las economías occidentales. La respuesta es que a corto plazo sí, especialmente si, como ha ocurrido en 2007-2008, la subida es intensa, pero en el medio-largo plazo cabe presumir que importa, ciertamente, pero cada vez menos.

Sector exterior

El deterioro comercial continúa a causa de la energía

El déficit comercial crece un 11,4% por el deterioro de la balanza energética.

En el primer semestre de 2008 el déficit comercial fue de 51.502 millones de euros, un incremento del 11,4% interanual que continúa la tendencia de deterioro de los últimos meses, aunque de forma algo más moderada. En lo concerniente a la tasa de cobertura, ésta se situó en el 65,4%, ligeramente por debajo del 66,5% del mismo periodo correspondiente al año anterior.

El aumento del desequilibrio comercial fue debido a la balanza comercial energética, mientras que en el resto de componentes la tendencia es de estabilización, especialmente en bienes de capital y de consumo. Así, en el acumulado hasta junio, el déficit energético fue de 24,326 millones de euros y alcanzó el 47,2% del total del déficit comercial. Respecto al mismo periodo del año anterior, el déficit comercial se incrementó en 5.286 millones de euros pero, mientras que el déficit comercial energético aumentó en 8.402

COMERCIO EXTERIOR

Enero-junio 2008

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	29.794	55,3	20,0	5.467	67,6	5,6	-24.326	18,4
Bienes de consumo	35.679	-5,0	23,9	35.076	4,5	36,0	-603	98,3
<i>Alimenticios</i>	7.685	4,2	5,2	11.593	6,5	11,9	3.909	150,9
<i>No alimenticios</i>	27.995	-7,8	18,8	23.483	-0,1	24,1	-4.512	83,9
Bienes de capital	12.866	-13,0	8,6	8.330	-1,7	8,5	-4.536	64,7
Bienes intermedios no energéticos	70.644	6,5	47,4	48.607	4,9	49,9	-22.037	68,8
Por áreas geográficas								
Unión Europea	82.793	0,3	55,6	69.202	5,7	71,0	-13.591	83,6
<i>Zona del euro</i>	69.261	-0,1	46,5	55.321	4,9	56,8	-13.940	79,9
Otros países	66.190	19,6	44,4	28.279	7,9	29,0	-37.911	42,7
<i>Rusia</i>	4.685	14,1	3,1	1.375	51,9	1,4	-3.309	29,4
<i>EEUU</i>	5.865	24,2	3,9	3.690	-3,8	3,8	-2.176	62,9
<i>Japón</i>	2.982	-5,4	2,0	658	-4,8	0,7	-2.324	22,1
<i>América Latina</i>	7.689	11,5	5,2	4.464	-16,5	4,6	-3.225	58,1
<i>OPEP</i>	14.759	43,6	9,9	3.058	22,5	3,1	-11.701	20,7
<i>Resto</i>	30.210	15,4	20,3	15.034	16,2	15,4	-15.177	49,8
TOTAL	148.983	8,1	100,0	97.480	6,4	100,0	-51.502	65,4

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

millones, el déficit no energético disminuyó en 3.116 millones. Simultáneamente, el déficit de bienes de consumo y el de bienes de capital siguió perdiendo peso en el total.

En términos de flujos comerciales, cabe señalar que en la primera mitad del año las exportaciones crecieron un 6,4% interanual, mientras que las importaciones se incrementaron en un 8,1%. Excluyendo el sector energético, la situación se invierte, ya que el avance exportador fue del 4,1% interanual, mientras que el crecimiento de las importaciones quedó en un magro 0,4%. En el mismo periodo, en términos reales, descontando incrementos de precios, las exportaciones de mercancías aumentaron un 4,4% interanual, mientras que las importaciones aumentaron un 4,2%. Por sectores, los grupos de productos más dinámicos en la exportación fueron los bienes energéticos, alimentos y semimanufacturas no químicas, mientras que el resto retrocedió. En lo concerniente a las importaciones, los productos energéticos siguieron al alza.

Finalmente, la descomposición del comercio por áreas geográficas acentúa las tendencias recientes. En junio, la Unión Europea (UE) continuó siendo el socio comercial de referencia de la economía española, siendo destino de un 70,0% de las exportaciones y origen del 53,4% de las compras al exterior. Sin embargo, también destacan dos hechos. En primer lugar, el crecimiento del 14,7% interanual de las importaciones de Asia, que representan ya una quinta parte del total de las importaciones españolas a causa del continuado incremento del comercio bilateral con China. En segundo lugar, las importaciones procedentes de América del Norte aumentaron un notable 20,2% a causa de la debilidad del dólar.

Balanza de pagos: caen las entradas de inversión de cartera

La balanza por cuenta corriente registró en mayo un déficit de 9.024 millones de euros, un 11,0% por encima del nivel del mismo periodo del año anterior. La ampliación del desequilibrio corriente se debió, en su práctica totalidad, al mayor déficit de la balanza de rentas. El ligero incremento de los déficits de la cuenta comercial y la de transferencias corrientes se compensó con la mejora del superávit de servicios.

En un contexto temporal más amplio, la evolución de la suma acumulada de doce meses muestra cierta moderación de las últimas tendencias. El déficit corriente desacelera un poco su deterioro, y en los doce meses que acaban en mayo creció un 18,0% interanual, tasa menor que en meses anteriores, a causa de un aumento menos explosivo del saldo negativo de la balanza de rentas. Así, en los últimos doce meses el déficit de la balanza de rentas pasó de 26.072 a 32.344 millones de euros, un aumento de 6.272 millones que está un 35% por debajo de los incrementos de la segunda mitad de 2007.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, la nota destacada es que se intensifica la disminución del saldo de inversión en cartera. Así, las entradas por inversión de cartera de los últimos doce meses hasta mayo fueron de 10.931 millones de euros, mientras que en el mismo periodo del año anterior habían sido de 181.424 millones. Esta disminución está siendo compensada por un retroceso neto de activos del Banco de España de 76.169 millones de euros y, especialmente, por el aumento de 80.823 millones de euros de la cuenta correspondiente a otras inversiones, que fundamentalmente son préstamos, depósitos y otras operaciones de carácter financiero.

Disminuye el déficit no energético, pero no compensa el encarecimiento del petróleo.

Suben las importaciones provenientes de China y de Estados Unidos.

El deterioro de la balanza corriente se frena.

Las entradas netas de inversión en cartera se reducen y se compensan por entradas de otras inversiones.

Es este tercer componente el que más importancia está cobrando, y viene a reflejar el cambio en la cobertura de las necesidades de liquidez de la economía española. Por su parte, la inversión directa de los úl-

timos doce meses redujo su saldo neto de salidas respecto al mismo periodo del año anterior en 27.439 millones de euros, principalmente por un aumento de los flujos de entrada, que se doblaron.

BALANZA DE PAGOS

Mayo 2008

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-38.855	14,6	-94.741	-10.547	12,5
Servicios					
<i>Turismo</i>	9.078	3,4	28.107	697	2,5
<i>Otros servicios</i>	-1.947	-29,2	-4.856	637	-11,6
Total	7.131	18,2	23.251	1.334	6,1
Rentas	-12.498	7,2	-32.344	-6.272	24,1
Transferencias	-5.923	41,3	-8.465	-1.674	24,6
Total	-50.144	14,6	-112.300	-17.159	18,0
Cuenta de capital					
Balanza financiera	3.424	111,2	6.319	260	4,3
Inversiones directas	5.336	-	-19.386	27.439	-58,6
Inversiones de cartera	-11.683	-	10.931	-170.493	-94,0
Otras inversiones	37.722	-	65.553	80.823	-
Total	31.375	-45,5	57.098	-62.231	-52,2
Errores y omisiones	3.091	36,1	4.564	2.962	184,8
Variación de activos del Banco de España	12.253	-	44.318	76.169	-

NOTA: El saldo resultante de la suma de la balanza corriente, de la cuenta de capital y de la balanza financiera se compensa por la variación de activos del Banco de España más los errores y omisiones.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

Las cuentas del Estado registran un déficit en el primer semestre

La fuerte desaceleración económica se refleja crudamente en las cuentas del Estado. En la primera mitad del ejercicio, los ingresos derivados de las operaciones no financieras del Estado en términos de caja, es decir, atendiendo a los flujos monetarios producidos, ascendieron a 92.650 millones de euros antes de las cesiones a las administraciones autonómicas y locales según el sistema de financiación vigente, lo que supone un descenso interanual del 0,9%, frente a un incremento del 11,9% en el mismo periodo en 2007.

En los primeros seis meses del año, los ingresos tributarios del Estado bajaron el

1,7% en relación con el mismo periodo del año anterior. Esta caída se debió a los impuestos indirectos, ya que los directos registraron un aumento interanual del 7,5%.

La principal partida tributaria, los ingresos por el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) se elevaron el 14,9%. Esta evolución fue debida sobre todo a fuertes incrementos de las retenciones del capital y del trabajo, así como a menores devoluciones realizadas. Esta expansión se produjo a pesar del impacto negativo de la nueva deducción anticipada por nacimiento y adopción de hijos por un montante de 518 millones de euros, que no existía en la primera mitad de 2007. Por su parte, el impuesto de socie-

La fuerte desaceleración económica se traduce en menos ingresos del Estado.

El aumento de los ingresos del IRPF compensa el descenso del impuesto de sociedades.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Junio 2008

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	5.701	58,2	65.624	-5,1
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	3.778	91,4	36.220	14,9
Impuesto de sociedades	616	17,3	7.368	-17,6
IVA	2.712	50,6	29.011	-14,2
Impuestos especiales	1.632	-3,9	9.609	1,3
Resto	1.467	-12,2	10.442	6,6
Total	10.205	33,1	92.650	-0,9
Pagos no financieros	10.952	2,8	67.689	4,2
Saldo de caja	-5.251	-25,5	-2.065	-
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-7.405	-11,6	-4.683	-

NOTAS: (*) Están incluidos los tramos cedidos a las administraciones territoriales de acuerdo con el sistema de financiación vigente.

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Caída de la recaudación por el IVA a causa de la ralentización del consumo y del colapso del mercado residencial.

dades bajó el 17,6%. Esto fue debido a la ralentización de los beneficios empresariales, pero también a cambios normativos, como a la segunda parte de la rebaja del tipo de gravamen del impuesto, y a distintas medidas de impulso a la actividad económica de abril de este año.

El decremento de la recaudación de los impuestos indirectos, del 10,4%, fue debida mayormente al impuesto sobre el valor añadido (IVA), que cayó el 14,2%. Este descenso trasluce la deceleración del consumo y el colapso del mercado residencial. Además, el comportamiento del IVA también se debe a la agilización de las devoluciones y al nuevo régimen de consolidación fiscal para grupos de entidades. Sin este último efecto el descenso de los ingresos brutos por IVA se limita al 3,2%.

La recaudación por impuestos especiales sobre hidrocarburos y bebidas alcohólicas cae.

Los impuestos especiales subieron el 1,3%. La partida más importante de ellos, la de hidrocarburos, que supone más de la mitad de la rúbrica, sufrió una bajada del 2,5% a consecuencia de la caída de la demanda por la escalada de los precios de los carburantes y combustibles. También experimentaron descensos los impuestos sobre las bebidas alcohólicas. En cambio, la recaudación por los impuestos sobre el tabaco y la electricidad ascendió notablemente.

El resto de los ingresos del Estado subió el 6,6%. Los beneficios ingresados por el Banco de España crecieron sensiblemente. Por el contrario, las transferencias de capital provenientes de los fondos comunitarios disminuyeron considerablemente.

Por lo referente a los pagos no financieros del Estado, en el primer semestre totalizaron 67.689 millones de euros, un 4,2% más que en el año precedente. De esta cifra, los correspondientes a operaciones corrientes se elevaron el 6,1%, mientras que las de capital disminuyeron el 8,9%.

El déficit de junio se debe en parte a factores estacionales...

Los gastos de personal aumentaron el 7,5%. Los pagos corrientes por bienes y servicios se redujeron el 2,6%. Por su parte, los gastos financieros se elevaron el 15,3% a causa del calendario de vencimientos de la deuda.

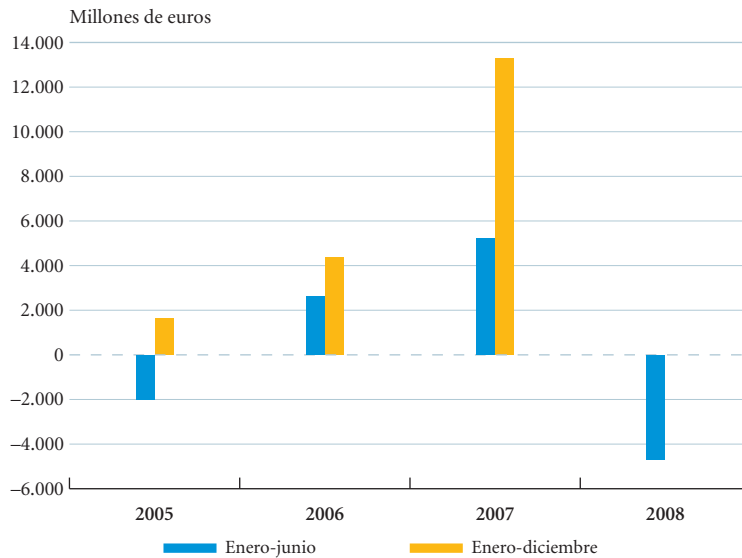
A consecuencia del descenso de los ingresos y del aumento de los gastos acumulados hasta junio, el saldo no financiero del Estado en términos de caja registró números rojos por un total de 2.065 millones de euros, frente a un superávit de 4.168 millones en el mismo periodo de 2007. Un déficit en la primera mitad del año que no se registraba desde 2005. En términos de contabilidad nacional, es decir, atendiendo a los derechos y obligaciones generados en vez de a los pagos efectivamente realizados, la necesidad de financiación se cifró en 4.683 millones de euros, frente a una capacidad de financiación de 5.218 millones en el primer semestre del año anterior. El déficit anotado supone el 0,42% del producto interior bruto (PIB), mientras que en el mismo periodo de 2007 el superávit equivalió al 0,50%.

¿Se debe la aparición de un déficit en las cuentas del Estado en junio a un súbito deterioro de las finanzas públicas? Pues no. La razón son más bien los factores estacionales que hacen que en junio los gastos normalmente sean superiores a los ingresos. Así, en términos de contabilidad nacional, la necesidad de financiación en el mes de junio de hecho disminuyó el 11,6% respecto al mismo mes de 2007, al aumentar el 60,7% los recursos frente al incremento del 12,2% de los empleos. A mayor abundancia, el déficit acumulado en la primera mitad de 2005 fue seguido por un superávit para el conjunto de ese ejercicio.

Sin embargo, las perspectivas no son halagüeñas. La tendencia a la disminución del superávit público debido al progresi-

DETERIORO DE LAS CUENTAS DEL ESTADO

Necesidad (-) o capacidad (+) de financiación del Estado



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

vo deterioro de la coyuntura económica continuará, máxime con el efecto de las medidas anticíclicas de estímulo económico por vía fiscal adoptadas por el Gobierno, como la nueva deducción en el IRPF hasta un valor de 400 euros.

Así, para 2009 la revisión del escenario macroeconómico publicada por el Gobierno el 24 de julio pasado prevé un déficit público del 0,34% del PIB. Esta cifra resulta de una previsión de aumento de los gastos no financieros (excluyendo los de desempleo) del 3,5% en línea con la nueva proyección oficial de crecimiento

del PIB nominal y unos gastos del paro de 1.500 millones de euros. Las orientaciones de la política presupuestaria para 2009 se resumen en austeridad, solidaridad –se garantizan los gastos de naturaleza social, en particular la prestación por desempleo y la dependencia– y mejora de la productividad para contribuir a relanzar el crecimiento económico. Si bien estas directrices parecen loables, es posible que la previsión de déficit público se quede corta dado el deterioro de la situación económica, lo que comportaría un debilitamiento de los ingresos y un mayor aumento de los gastos de desempleo.

...pero las perspectivas no son halagüeñas.

Ahorro y financiación

Desaceleración sostenida de la financiación al sector privado

El euríbor a doce meses, utilizado ampliamente como tipo de interés de referencia contractual, marcó un máximo histórico en promedio mensual en julio del 5,39%, tras la subida del tipo oficial del Banco Central Europeo hasta el 4,25% a comienzos de mes. No obstante, en las primeras semanas de agosto el euríbor a un año se ha situado ligeramente por debajo del nivel medio de julio al difuminarse las expectativas de nuevos aumentos del tipo de interés de referencia del Banco Central Europeo, pero persisten tensiones en los mercados interbancarios al cabo de un año del estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos.

En este contexto, el tipo de interés promedio de los préstamos y créditos a las empresas y a las familias tendió a repuntar en el segundo trimestre hasta el 6,17% en junio, la tasa más alta de los últimos años. No obstante, en términos reales, es decir, descontando la inflación, que se situaba en el 5,0% en el mismo mes, los tipos de interés crediticios eran relativamente bajos.

Esto no fue obstáculo para que la demanda de crédito continuase debilitándose debido a la fuerte desaceleración económica y a la caída de la confianza de los agentes económicos. Por el lado de la oferta, las condiciones de financiación son menos laxas que anteriormente. Así, la financiación al sector privado continuó ralentizándose en el segundo trimestre hasta pre-

La fuerte desaceleración económica y la caída de la confianza de los agentes económicos debilitan la demanda de crédito.

La financiación al sector privado crece el 10% anual en junio, menos de la mitad que un año antes.

EL EURÍBOR FLEXIONA LIGERAMENTE TRAS ANOTAR UN RÉCORD EN JULIO

Euríbor a 12 meses



NOTA: Día 22 de agosto.

FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Junio 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	81.162	-9.680	-10,7	-6.297	-7,2	4,4	
Deudores con garantía real (*)	1.101.347	32.975	3,1	93.438	9,3	59,9	
Otros deudores a plazo	522.363	24.480	4,9	61.469	13,3	28,4	
Deudores a la vista	54.655	14.083	34,7	15.218	38,6	3,0	
Arrendamientos financieros	47.428	1.135	2,5	3.327	7,5	2,6	
Créditos dudosos	31.220	14.969	92,1	18.669	148,7	1,7	
TOTAL	1.838.175	77.963	4,4	185.824	11,2	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

sentar una tasa de variación anual del 10,1% en junio, menos de la mitad que un año antes, y muy cerca de la tasa de expansión del crédito en la eurozona, cuando hace doce meses era casi el doble. En vista del debilitamiento de la actividad económica, es probable que continúe la tendencia a la ralentización del crédito al sector privado en los próximos meses.

Tanto la financiación a las empresas como a los hogares ha aminorado vivamente su ritmo de crecimiento en el último año, si bien la tasa de variación anual de las sociedades no financieras, del 11,2%, se situaba por encima de la de las familias, del 8,5%. Dentro de la financiación empresarial, el crédito comercial destinado a financiar el capital circulante cayó el 7,2% en los doce últimos meses hasta junio, el mayor descenso desde febrero de 1994, signo de un bajo tono de la actividad. Lógicamente, la inversión también se ha resentido, como lo atestigua la deceleración de los arrendamientos financieros, que mostraban un aumento anual del 7,5% en junio, 6 puntos porcentuales menos que en diciembre.

En cuanto al crédito a las familias, en junio, por primera vez desde 2003, la tasa de variación anual de los préstamos para

la vivienda, del 8,2%, se colocó por debajo de la del resto, del 8,5%. Los altos precios de las casas, que suponen un alto esfuerzo para acceder a su propiedad, el rápido deterioro del mercado laboral con un fuerte repunte del paro y las expectativas de descensos de los precios de las viviendas han desanimado la demanda de financiación hipotecaria. Así, en mayo, de acuerdo con datos del Instituto Nacional de Estadística, el número de hipotecas constituidas sobre viviendas cayó el 36,2% en relación con un año antes, y el importe medio era un 6,6% inferior al del mismo mes del año anterior.

La ralentización del crédito al sector privado ha afectado tanto a los bancos como a las cajas de ahorros. Sin embargo, en los últimos doce meses el crédito de la banca a las empresas y familias experimentó un crecimiento un poco más alto que el de las cajas, el 11,2% frente al 10,8%. De esta manera, las cajas cedieron algo de cuota de mercado, aunque seguían liderando en este segmento.

Otra consecuencia de la desaceleración económica ha sido el repunte de la morosidad, que había alcanzado un mínimo histórico. Al final del primer semestre la ratio de dudosa del conjunto de las en-

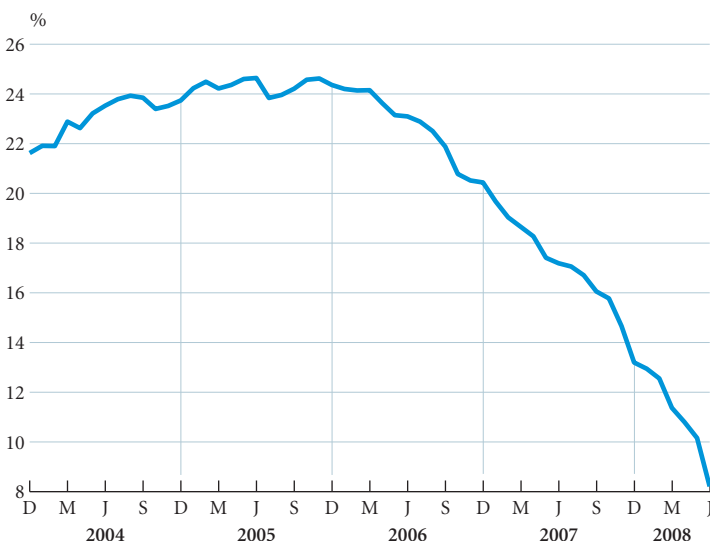
El crédito comercial registra la mayor caída anual desde 1994.

La demanda de financiación hipotecaria por parte de las familias se desincha.

Sube la morosidad, pero su nivel es todavía moderado.

SE INTENSIFICA LA DESACELERACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS PARA VIVIENDA

Variación interanual de la financiación a las familias para vivienda



FUENTE: Banco de España.

La expansión de los depósitos bancarios se sitúa en línea con la de la eurozona.

tidades crediticias se situaba en el 1,7%, un nivel todavía moderado e inferior al promedio europeo. Además, las instituciones financieras españolas cuentan con amplias provisiones al respecto.

Prosigue la caída del patrimonio de los fondos de inversión

La rápida degradación de la coyuntura económica ha incidido igualmente en la expansión de los depósitos bancarios. En efecto, la tasa de variación anual de los depósitos bancarios del sector privado resultó del 9,3% en junio, menos de la mitad que un año antes y en línea con la del área del euro.

Esta desaceleración se ha producido a pesar de una creciente competencia entre las entidades financieras por la captación de depósitos del sector privado ante las dificultades por obtenerlo en los mercados mayoristas a causa de la crisis financiera. Así, los tipos de interés de los depó-

sitos a plazo de los particulares alcanzaron el 4,64% en junio, el nivel más elevado de los últimos años, si bien se situaba por debajo de la inflación del mes.

Las cuentas a plazo hasta 2 años resultaron las más favorecidas por los ahorradores con aversión al riesgo, ya que su saldo se elevó el 45,0% hasta junio. Por el contrario, los depósitos a la vista y de ahorro bajaron el 4,6%, afectados por sus reducidas remuneraciones. Los depósitos en moneda extranjera también se colocaban por debajo del nivel de un año antes en un contexto de tipos de interés del euro relativamente elevados.

Por entidades, en los últimos doce meses los depósitos del sector privado de las cajas aumentaron el 11,2% frente al 7,6% de los bancos. De esta manera, las cajas de ahorros ampliaron su hegemonía en este segmento del mercado.

La dura competencia de los depósitos bancarios y las perturbaciones en los

Las cuentas a plazo suben el 45% en los últimos doce meses debido a la presión de las entidades financieras por la captación de pasivo.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Junio 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	429.211	-8.846	-2,0	-20.904	-4,6	31,1	
A plazo hasta 2 años	435.671	82.965	23,5	135.149	45,0	31,6	
A plazo a más de 2 años	400.223	-1.751	-0,4	14.250	3,7	29,0	
Cesiones temporales	71.975	-13.617	-15,9	-11.647	-13,9	5,2	
Total	1.337.079	58.750	4,6	116.847	9,6	97,0	
Depósitos en monedas no euro	41.085	-2.759	-6,3	-97	-0,2	3,0	
TOTAL	1.378.164	55.991	4,2	116.750	9,3	100,0	

NOTA: (*) Incluye los depósitos con preaviso, según definición del BCE.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

mercados financieros continuaron afectando negativamente a las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria. Así, el patrimonio de estos fondos a finales de julio se situaba en 195.181 millones de euros, un 2,7% menos respecto a finales del mes anterior. Este descenso fue debido a que continuó la sangría de reembolsos netos de participaciones, con un montante en el mes de 5.388 millones de euros. Las rentabilidades anuales alcanzadas por las distintas categorías oscilaron entre el 3,0% de los monetarios hasta el menos 24,2% de la renta variable euro.

En cambio, la evolución de los fondos de inversión libre, los denominados *hedge funds*, era más favorable. Así, a finales del primer semestre registraban un patrimo-

nio de 1.330 millones de euros frente a los 818 de finales de diciembre. Cabe señalar, no obstante, que los fondos de inversión alternativa se hallan en sus primeras fases de desarrollo en el mercado español.

La tormenta en los mercados financieros también afectó a los fondos de pensiones, cuyo patrimonio se colocó en 82.139 millones de euros a finales de junio, con un descenso en los últimos doce meses del 1,8%. En el segundo trimestre el volumen de aportaciones netas ascendió a 89 millones de euros. La rentabilidad anual media en los últimos 18 años, apropiada dado el tipo de contingencia que cubre este producto financiero, resultó del 5,8%, superior a la tasa de inflación del periodo.

Las cajas de ahorros amplían su ventaja en el segmento de los depósitos de empresas y familias.

La baja rentabilidad relativa de los fondos de inversión no atrae el ahorro.

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

www.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:

publicacioneseestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2008

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico

2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

1. El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación? Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino

2. El empleo a partir de los 55 años Maria Gutiérrez-Domènech

3. *Offshoring* y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional Claudia Canals

4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer

5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández

6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres Maria Gutiérrez-Domènech

7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer

8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell

9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer

10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández

11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero Maria Gutiérrez-Domènech

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain Maria Gutiérrez-Domènech

02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta

04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Servicio de Estudios en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Carles Boix
University of Princeton
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado
Universidad Carlos III
- Jordi Galí
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz
Universidad Complutense
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Xavier Vives
IESE Business School y UPF

Dirección

- Jordi Gual
Subdirector General de "la Caixa"

INFORME MENSUAL

Septiembre 2008

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629,
torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:
Para consultas relativas
al Informe Mensual:
informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):
publicacionesestudios@lacaixa.es

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2007

ACTIVIDAD FINANCIERA

Millones €

Recursos totales de clientes	223.850
Créditos sobre clientes	161.789
Resultado atribuido al Grupo	2.488

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

Empleados	26.342
Oficinas	5.480
Terminales de autoservicio	8.011
Tarjetas	9.809.909

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2008

Millones €

Sociales	306
Ciencia y medio ambiente	83
Culturales	79
Educativas e investigación	32
TOTAL PRESUPUESTO	500

CICLO DE CONFERENCIAS - COSMOCAIXA Barcelona Ciencias Sociales vs. Ciencias Experimentales: Diálogos



COMPLEJIDAD VS. FUNCIÓN

Ricard V. Solé y Vicente Salas
14 de octubre de 2008

EFICACIA VS. RIESGO

Juan Luis Arsuaga y Anthony J. Venables
25 de noviembre de 2008

Directores del ciclo:

Jordi Gual, economista, director del Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa"

Jorge Wagensberg, físico, director del Área de Medio Ambiente y Ciencia de la Fundación "la Caixa"

Coordina: Servicio de Estudios de "la Caixa"

Más información en: www.laCaixa.es/ObraSocial

Entrada gratuita

Toda la información y opiniones contenidas en este informe proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene sólo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se responsabiliza del uso que del mismo pueda hacerse. Las opiniones y estimaciones son propias del Servicio de Estudios, por lo que pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.