

Informe Mensual



NÚMERO 317

Convulsión en el sistema financiero Pág. 10

La crisis iniciada en el verano de 2007, lejos de estar resuelta, amenaza con ser la peor desde 1929

Regulación financiera: ¿rumbo a Basilea III? Pág. 29

Propuestas para mejorar la regulación bancaria, a la luz de las turbulencias actuales

¿Reaccionan la Fed y el BCE a los movimientos en los mercados financieros? ¿Deberían hacerlo? Pág. 35

¿Cómo deben responder los bancos centrales ante las oscilaciones de los precios de los activos?

Banca relacional vs. mercados: ¿vuelta a los orígenes? Pág. 69

La crisis *subprime* ha puesto en evidencia la vulnerabilidad y los riesgos de un modelo de banca muy alejado del tradicional

Previsiones

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

	2007	2008	2009	2007	2008			
				IV	I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL								
	Previsiones			Previsiones				
Producto interior bruto								
Estados Unidos	2,0	1,8	1,3	2,3	2,5	2,1	1,3	1,3
Japón	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Reino Unido	3,0	1,2	1,7	2,9	2,3	1,5	0,7	0,5
Zona del euro	2,6	1,4	0,9	2,1	2,1	1,4	1,0	0,9
<i>Alemania</i>	2,6	1,7	0,8	1,7	2,6	1,7	1,2	1,2
<i>Francia</i>	2,1	1,2	1,0	2,2	2,1	1,1	0,6	0,9
Precios de consumo								
Estados Unidos	2,9	4,6	3,0	4,0	4,1	4,4	5,3	4,4
Japón	1,7	1,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,5	1,5
Reino Unido	2,3	3,6	2,8	2,1	2,4	3,3	4,6	4,0
Zona del euro	2,1	3,5	2,5	2,9	3,4	3,6	3,8	3,2
<i>Alemania</i>	2,3	2,8	2,1	3,1	2,9	2,9	3,1	2,4
<i>Francia</i>	1,5	3,0	2,0	2,3	2,9	3,3	3,2	2,7
ECONOMÍA ESPAÑOLA								
	Previsiones			Previsiones				
Agregados macroeconómicos								
Consumo de los hogares	3,4	1,1	0,6	2,9	2,2	1,2	0,7	0,2
Consumo de las AAPP	4,9	4,2	5,0	4,4	3,6	3,8	4,3	5,0
Formación bruta de capital fijo	5,3	-1,0	-3,4	4,5	2,5	-0,2	-2,4	-3,8
<i>Bienes de equipo</i>	10,0	1,5	-2,0	7,1	5,2	2,3	0,5	-2,0
<i>Construcción</i>	3,8	-3,5	-5,7	2,9	0,3	-2,4	-5,1	-6,4
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	4,4	1,1	0,3	3,8	2,8	1,5	0,5	-0,2
Exportación de bienes y servicios	4,9	3,8	3,2	4,0	4,3	4,1	3,5	3,1
Importación de bienes y servicios	6,2	2,2	1,3	4,9	4,1	2,3	1,5	0,8
Producto interior bruto	3,7	1,4	0,7	3,3	2,6	1,8	0,9	0,4
Otras variables								
Empleo	2,9	0,0	-0,9	2,2	1,4	0,4	-0,5	-1,3
Tasa de paro (% población activa)	8,3	10,7	12,7	8,6	9,6	10,4	10,8	11,8
Índice de precios de consumo	2,8	4,4	2,9	4,0	4,4	4,6	4,9	3,8
Costes laborales unitarios	2,9	3,4	2,7	3,0	3,9	3,6		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-10,1	-10,2	-10,0	-10,5	-12,0	-9,5		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,7	-9,8	-9,8	-9,6	-11,2	-9,0		
Saldo público (% PIB)	2,2	-1,5	-2,2					
MERCADOS FINANCIEROS								
	Previsiones			Previsiones				
Tipos de interés internacionales								
Fed Funds	5,0	2,2	2,1	4,5	3,2	2,1	2,0	2,0
Repo BCE	3,8	4,1	4,3	4,0	4,0	4,0	4,2	4,3
Bonos EEUU 10 años	4,6	3,8	4,5	4,3	3,6	3,9	3,8	3,9
Bonos alemanes 10 años	4,1	3,9	4,1	3,9	3,4	4,1	4,1	4,0
Tipos de cambio								
\$/Euro	1,37	1,52	1,44	1,45	1,50	1,56	1,51	1,50

Índice

1	Editorial
2	Resumen ejecutivo
6	Coyuntura internacional
6	Estados Unidos
10	Convulsión en el sistema financiero
14	Japón
16	Brasil
18	Argentina
20	Materias primas
22	Unión Europea
22	Zona del euro
25	Alemania
26	Francia
27	Italia
28	Reino Unido
29	Regulación financiera: ¿rumbo a Basilea III?
32	Mercados financieros
32	Mercados monetarios y de capital
35	¿Reaccionan la Fed y el BCE a los movimientos en los mercados financieros? ¿Deberían hacerlo?
45	Coyuntura española
45	Actividad económica
49	Mercado de trabajo
53	Precios
58	Sector exterior
62	Sector público
65	Ahorro y financiación
69	Banca relacional vs. mercados: ¿vuelta a los orígenes?

¿Podía alguien prever lo que iba a suceder este septiembre, mes *horribilis* de las finanzas globales? No es probable. En apenas tres semanas hemos asistido a la mayor operación de rescate financiero por parte del gobierno estadounidense, que el primer domingo del mes asumía la gestión de las dos grandes hipotecarias del país, Fannie Mae y Freddie Mac; justo una semana después suspendía pagos el banco de inversión Lehman Brothers mientras otro añejo banco de inversión, Merrill Lynch, era adquirido por Bank of America para evitar su colapso; el martes 16 de septiembre el gobierno de Estados Unidos junto con la Reserva Federal, el banco central del país, organizaba una operación de rescate para evitar la quiebra de American International Group, la primera entidad aseguradora mundial; el 17 de septiembre uno de los grandes bancos hipotecarios del Reino Unido y el número uno en depósitos, HBOS, se vio forzado a fusionarse con Lloyd's para evitar males mayores; el 18 de septiembre los principales bancos centrales volvían a coordinarse para dar liquidez a unos mercados al borde del ataque de nervios; el 25 de septiembre se anunciaba la quiebra de Washington Mutual, el mayor quebranto en la historia de la banca comercial de los Estados Unidos. La historia no se ha detenido ahí sino que suma y sigue...

¿Qué ha sucedido? La concatenación de hechos que ha desembocado en la situación actual es larga. En el origen, cómo no, una burbuja de activos, en este caso los precios de la vivienda en Estados Unidos, alimentada por el súbito despegue de las hipotecas *subprime*, concedidas a clientes de escasa solvencia, y estimulada por unas condiciones monetarias extremadamente laxas que alentaban el endeudamiento de familias y entidades financieras. En el desarrollo del problema encontramos unas prácticas bancarias irresponsables, desarrolladas por una banca paralela compuesta por bancos de inversión, vehículos «fuera de balance» y otros entramados financieros que generaron un enorme volumen de activos «tóxicos», sostenido por unos niveles de apalancamiento desorbitados. La valoración de estos activos es prácticamente imposible y hoy están diseminados por todo el mundo, al gozar de las máximas bendiciones de las agencias de calificación de riesgos y al estar garantizados por algunas de las instituciones actualmente en suspensión de pagos. En el fondo del problema quedan los reguladores del sistema financiero estadounidense, aparentemente incapaces de ver la bomba de relojería que se desarrollaba delante suyo.

Las primeras consecuencias han sido más de un año de fuertes tensiones en todos los mercados financieros. Las entidades que han sufrido más las consecuencias del *tsunami* son las que más dependían de los mercados mayoristas como fuente de financiación, aquellas con mayor exposición a los «activos tóxicos» o aquellas cuyo grado de apalancamiento financiero ha hecho que las pérdidas hayan provocado un fuerte deterioro de sus ratios de capital. Pero nadie va a salir indemne de esta crisis. La escasez de crédito, tras una etapa de elevado endeudamiento, no augura nada bueno para la economía real. Las soluciones no van a ser ni rápidas ni baratas, y de momento no es posible hacer previsiones fiables. Es preciso frenar la caída de los precios de los activos para así reparar los balances de los bancos, devolver la confianza a los inversores y normalizar el funcionamiento de los mercados financieros. Se trata de una emergencia, puesto que la evolución de la crisis evoca la gran depresión del 29. Una vez encarrilada la situación de los mercados financieros, será la hora de sacar las correspondientes lecciones. En particular, la regulación bancaria deberá asegurar que las iniciativas de innovación financiera estén respaldadas por el capital suficiente, que la exposición al riesgo sea razonable y que las operaciones sean adecuadamente transparentes en todas sus etapas. La crisis *subprime* ha puesto en evidencia la vulnerabilidad y los enormes riesgos de una forma de hacer banca muy alejada del modelo tradicional.

RESUMEN EJECUTIVO

El mes de septiembre pasará a los anales de la historia financiera.

En diez días, el gobierno de Estados Unidos interviene las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac, Lehman Brothers se ve abocado al concurso de acreedores...

... y se nacionaliza la mayor aseguradora mundial.

Mercados financieros: máxima tensión

En septiembre, las finanzas mundiales han vivido uno de los meses más convulsos de su historia. La crisis tuvo su epicentro en Estados Unidos, en verano de 2007, en un pequeño segmento del mercado hipotecario. Pero sus reverberaciones han alcanzado casi todos los rincones del planeta y, lejos de atenuarse, sus repercusiones son cada vez mayores. Los vertiginosos vaivenes de los mercados y las excepcionales medidas adoptadas este mes de septiembre lo convierten en un periodo difícilmente repetible. Veamos la secuencia de los acontecimientos.

El primer bombazo fue el anuncio de la nacionalización de las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac por parte del Tesoro estadounidense, respaldado por la Reserva Federal, el banco central, y otras autoridades económicas. El domingo siete de septiembre, con la finalidad de evitar la quiebra de dos instituciones que conjuntamente garantizan casi la mitad del mercado hipotecario del país, el gobierno se hacía cargo temporalmente de la gestión. Además, decidía la inyección de hasta 200.000 millones de dólares, en lo que debía ser la mayor operación de rescate en la historia financiera de Estados Unidos. El rescate no sorprendió excesivamente a los mercados (de hecho la base legal para la intervención databa de una disposición del Congreso de julio pasado), que ya habían recortado enormemente el precio de las acciones respectivas y, por tanto, reaccionaron positivamente.

Por si había alguna duda, el rescate de las hipotecarias ponía de relieve el núcleo del problema, una crisis inmobiliaria que probablemente pasará a la historia como una

de las más virulentas y cuyo fin todavía no se atisba. Este es el nudo gordiano que hasta ahora no ha sido posible romper: mientras los precios de la vivienda no dejen de caer (y los últimos datos nos recuerdan que precios y transacciones siguen a la baja), el sistema bancario norteamericano va a seguir bajo una enorme presión, a no ser que se adopten medidas excepcionales.

Pero el drama no había hecho más que empezar. El fin de semana del 13 y 14 de septiembre, en maratónicas sesiones de negociación se trató de encontrar comprador para Lehman Brothers, un histórico banco de inversión con necesidades urgentes de recapitalización. La ausencia de candidatos forzó a la entidad a acogerse al concurso de acreedores el lunes siguiente, día 15, presentando un pasivo de cerca de 700.000 millones de dólares, la mayor contingencia acaecida en Estados Unidos. Al mismo tiempo, de forma inesperada, Bank of America, el primer banco comercial estadounidense en esa fecha, adquiría otro de los grandes bancos de inversión al borde del precipicio, Merrill Lynch. La decisión, auspiciada en parte por el Tesoro y la Reserva Federal, trataba de anticipar un movimiento brusco de los mercados en su búsqueda del siguiente eslabón débil de la banca de inversión.

La tregua, no obstante, duraría poco. Las dudas sobre la solvencia de la primera aseguradora mundial, American International Group, forzaron una medida excepcional, la nacionalización del 80% del capital de la misma el día 17 de septiembre. A la vez, se instrumentaba un préstamo de emergencia de la Reserva Federal que ascendía a 85.000 millones de dólares. Otro gigante financiero que pasaba a manos del Estado al considerar las autoridades los

peligros de su caída para la estabilidad del conjunto del sistema financiero, es decir, su riesgo sistémico. Demasiado grande para caer.

Casi al mismo tiempo, las autoridades monetarias instrumentaban una importante operación coordinada de inyección de liquidez. A pesar de ello, la desconfianza y la huida hacia la calidad atenazaban el funcionamiento del mercado: las bolsas sufrían sensibles descensos y el tipo de interés de los activos públicos estadounidenses –los más seguros para el inversor– se situaban en mínimos desde los bombardeos de Londres durante la Segunda Guerra Mundial.

Precisamente en la *City* se iba a desarrollar un nuevo episodio de la crisis financiera. Si la coyuntura económica estadounidense encuentra algún paralelismo, éste es el caso británico, caracterizado por una profunda crisis inmobiliaria y un sector financiero sofisticado y con elevado peso en la actividad económica. No sorprendió, por tanto, que la mayor entidad hipotecaria británica, HBOS, fuese comprada el día 17 por Lloyds TSB con el beneplácito de las autoridades económicas del Reino Unido, dispuestas incluso a poner al paio ciertas normas de defensa de la competencia. Con múltiples frentes abiertos, con descontrol inflacionista y a las puertas de la recesión debido al desplome de la demanda interna, el gobierno de Gordon Brown intenta encontrar soluciones de urgencia a una situación que amenaza con desbordarse.

A pesar de las trascendentales acciones gubernamentales en Estados Unidos y de las actuaciones coordinadas de los bancos centrales, la percepción dominante en los mercados era que la situación distaba mucho de estar bajo control. El día 18 se empezó a gestar un giro copernicano en la dirección de la crisis: se filtraba a la prensa la preparación de un importante plan de rescate para el maltrecho sistema de crédito estadounidense. Al día siguiente, 19 de septiembre, Henry Paulson, secretario del

Tesoro, lo presentaba oficialmente. En esta primera propuesta la medida fundamental era la creación de un fondo destinado a comprar activos deteriorados de los balances bancarios por un máximo de 700.000 millones de dólares. La reacción de los mercados, con notables subidas de las bolsas, sugería que la estabilización de los mismos, uno de los objetivos del plan, podía ser alcanzada.

En los siguientes días se fueron conociendo los detalles del plan y empezó la negociación política entre demócratas y republicanos a fin de que el trámite parlamentario se siguiese con éxito. A medida que dichos aspectos concretos eran desvelados y que la negociación se saldaba con éxito, cierta tranquilidad acompañó a la evolución de los mercados. Los candidatos a la presidencia del país dieron su respaldo explícito al plan. A finales de mes, éste, denominado ahora la Ley de Estabilización Económica de Emergencia de 2008, estaba a punto de ser aprobado por el Congreso y se preveía que el Senado lo iba a respaldar poco después.

Simultáneamente, los dos últimos bancos de inversión –Goldman Sachs y Morgan Stanley– solicitaban ficha bancaria, reconvirtiéndose en *holdings* bancarios convencionales y cerrando así prácticamente la etapa de la banca de inversión en el sistema bancario estadounidense. En paralelo, los movimientos corporativos se iban intensificando. JP Morgan Chase se hacía con la primera institución de ahorros del país, Washington Mutual, que se veía abocada a una probable quiebra. El *holding* financiero nipón Nomura adquiría las divisiones asiática, de Oriente Medio y europea de Lehman Brothers. El banco Mitsubishi UFJ adquiría el 20% de Morgan Stanley. Finalmente, el financiero Warren Buffet anunciaba su decisión de comprar el 9% de Goldman Sachs.

Europa no ha quedado al margen de la tormenta. Sus mercados financieros se han movido en la estela de los norteamerica-

Todo ello no basta para devolver la confianza a los mercados y los bancos centrales deben aportar enormes inyecciones de liquidez.

El gobierno de Estados Unidos opta por anunciar un magno plan de rescate de los activos deteriorados en los balances bancarios, cuyo importe se eleva a 700.000 millones de dólares.

El frenesí corporativo no cesa...

...y Europa no escapa de la crisis global, como lo atestiguan los percances de diversas entidades.

La economía del continente tiene ante sí una importante desaceleración de la actividad.

La salida de la crisis dependerá críticamente del inmobiliario estadounidense, la resistencia de los emergentes y la normalización del crédito.

nos. Aunque existen importantes diferencias nacionales, algunos sistemas bancarios están sufriendo los efectos de la crisis *subprime* con especial intensidad. Por citar algunos ejemplos de calado, tres entidades debían ser rescatadas bajo diversas fórmulas: la británica Bradford & Bingley, la belga Fortis y la alemana Hypo Real Estate.

En este contexto, destaca la estabilidad de la banca española, debido a su baja exposición a los derivados hipotecarios estadounidenses que han desencadenado el problema, y gracias a una política regulatoria por parte del banco central mucho más rigurosa en cuanto a la gestión del riesgo y la capitalización de las entidades. La elevada capitalización y las provisiones realizadas en los tiempos de bonanza, colocan a la banca española en una situación más favorable para resistir el embate de las turbulencias financieras, si bien la virulencia de éstas no permite pensar que ningún sistema financiero sea totalmente inmune a las mismas.

También se ha desvanecido la idea de que el ciclo económico europeo va a resistir sin excesivos problemas el empeoramiento del contexto internacional. La contracción del crédito y el deterioro de la confianza, que alcanza a bancos, empresas y consumidores, son dos lastres que ya están afectando de forma apreciable a la demanda interna del continente. Además, una cierta ralentización global de la demanda externa amenaza con anegar un motor de crecimiento europeo importante, las exportaciones.

No es de extrañar, por tanto, que incluso la Comisión Europea dé por descontada una recesión técnica –esto es, dos trimestres consecutivos con caída del producto interior bruto– en Alemania, Reino Unido y España. La economía española sufre la conjunción de la tormenta financiera con el fin del largo ciclo de crecimiento inmobiliario, una combinación que ha supuesto un brusco frenazo del crecimiento de la

actividad y una súbita escalada del desempleo. Además, comparte con sus socios comunitarios la realidad de una rápida moderación del consumo y de la inversión en equipo. En este contexto, la tregua inflacionista que ha abierto el descenso de los precios del petróleo ha sido recibida como agua de mayo, especialmente si se cumplen las previsiones de que la mejora de la inflación se va a mantener en los próximos meses.

Cabe desear que los acontecimientos de septiembre signifiquen el punto álgido de la tormenta financiera y que el imprescindible clima de confianza se restablezca lo antes posible. Pero la magnitud de la crisis obliga a revisar a la baja las previsiones de crecimiento de las economías desarrolladas. Aun contando con la aprobación de un plan de salvamento extraordinario para las finanzas estadounidenses y con las actuaciones excepcionales adoptadas por las autoridades europeas, la factura sobre la economía real va a ser considerable. Para que la recuperación no se dilate excesivamente en el tiempo es necesario, además, que las economías emergentes sigan su rumbo expansivo. Las dificultades de Rusia en los últimos meses son un recordatorio de que se trata de un grupo de países con resistencia limitada a una contracción global del crecimiento y de los flujos financieros. Otra condición, mencionada anteriormente, es que el ajuste inmobiliario estadounidense empiece a dar algún respiro para así aligerar el daño que inflige a la confianza del consumidor. El horizonte económico no tiene por qué ser tan tenebroso como ciertas voces apocalípticas anuncian. Quizás hay que recordar las palabras de Winston Churchill, que en uno de los momentos más críticos de la Segunda Guerra Mundial afirmaba: «Esto no es el final. Ni tan siquiera el principio del final. Pero es, quizás, el final del principio».

29 de septiembre de 2008

CRONOLOGÍA

2007

- 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.
- septiembre** 19 El gobierno de Estados Unidos presenta un **plan de rescate del sistema bancario estadounidense** por un importe de 700.000 millones de dólares.

AGENDA

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).

Noviembre

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 6 Índice de producción industrial (septiembre). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 12 IPC (octubre).
- 13 Avance del PIB (tercer trimestre).
- 14 PIB de la UE (tercer trimestre). IPC armonizado de la UE (octubre).
- 19 Contabilidad nacional trimestral (tercer trimestre).
- 25 Precios industriales (octubre). Ingresos y pagos del Estado (octubre).
- 26 Comercio exterior (septiembre).
- 28 Balanza de pagos (septiembre). Avance IPCA (noviembre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

El PIB de Estados Unidos crece un 2,2%, pero la crisis financiera va a ser un importante lastre para la actividad.

La debilidad del consumo privado y el déficit presupuestario van para largo.

Estados Unidos: apuntalar el sistema financiero y la actividad económica

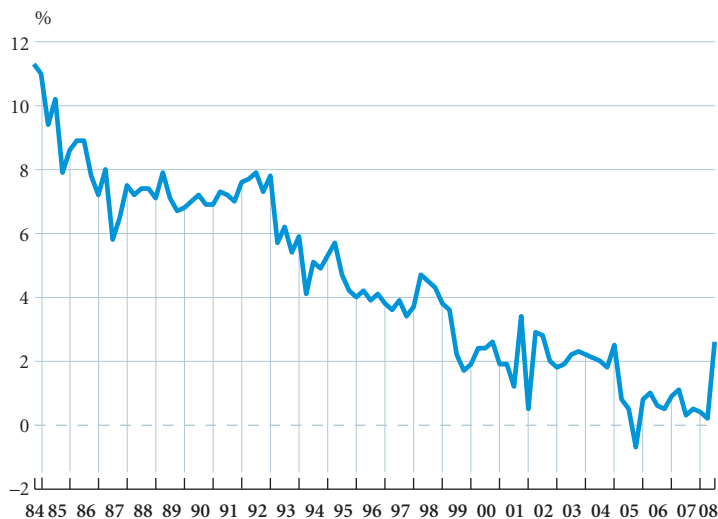
El recurrente dilema de política económica de decidir cuál es el más acuciante de los dos males tradicionales, bajo crecimiento o inflación, ha quedado esta vez resuelto a favor del primero. El producto interior bruto (PIB) estadounidense creció un 2,2% interanual en el segundo trimestre y, en términos intertrimestrales anualizados, el avance fue de un aparentemente vigoroso 3,3%. Sin embargo, la intervención *in crescendo* de la administración en ayuda de las entidades financieras muestra que, hoy por hoy, la prioridad es salvar al sistema e impedir la total congelación del crédito. Primero fue una provisión de hasta 200.000 millones de dólares para apoyar a las agencias hipote-

carias Fannie Mae y Freddy Mac; después vino la toma de control por parte de la Fed de la aseguradora AIG, con un préstamo de 85.000 millones y, por último, está la intención de avalar los activos deteriorados de las entidades de crédito con fondos públicos, lo que, en una primera estimación, podría costar 700.000 millones, un 5% del PIB nominal.

Esta actuación necesaria va a tener, empero, consecuencias duraderas. El aparente final de la banca de inversión independiente debería traer más ahorro y menos apalancamiento, pero el punto de partida queda lejos de este objetivo. Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, el déficit público estructural para 2008 es del 5,2% del PIB, cifra que, tras los últimos suce-

ESTADOS UNIDOS: ¿HA EMPEZADO LA RECUPERACIÓN DEL AHORRO?

Ahorro de los hogares en relación con la renta disponible



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

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	II	Julio	Agosto
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	4,1	4,7	3,0	2,6	2,1	1,6
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	106,7	105,7	91,2	76,5	57,3	51,9	56,9
Producción industrial	2,2	1,7	1,4	1,8	2,1	1,9	0,3	-0,4	-1,5
Índice Actividad manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	53,0	51,3	49,6	49,2	49,5	50,0	49,9
Venta de viviendas unifamiliares	-18,0	-26,8	-22,1	-27,3	-33,7	-33,1	-39,0	-35,3	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,3	5,7	6,1
Precios de consumo	3,2	2,9	2,7	2,4	4,0	4,1	4,4	5,6	5,4
Balanza comercial (3)	-753,3	-700,3	-730,7	-701,4	-700,3	-697,8	-699,6	-704,4	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,2	5,3	5,4	5,4	4,9	3,0	2,8	2,8	2,8
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	82,5	77,9	79,3	77,0	73,3	72,0	70,9	70,9	74

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

sos, debería evolucionar al alza. Por otro lado, los consumidores ahorraron en el segundo trimestre un 2,6% de su renta disponible, más que en periodos anteriores pero aún claramente por debajo de valores más deseables. Fruto de esto, el consumo privado, áncora de la economía, sigue desacelerándose en este proceso de potenciación del ahorro que todavía se encuentra en una fase inicial. También la inversión en equipo se desacelera mientras que continúan los fuertes descensos en la inversión residencial. El sector exterior pasa así a ser el soporte más sólido del crecimiento gracias a la debilitada demanda de importaciones y a la renovada competitividad de las exportaciones que otorga un dólar barato. Se esquivo por ahora la recesión pero el verdadero problema sigue estando en la acumulación de trimestres de crecimiento débil, con unas perspectivas para 2009 que, en el mejor de los casos, auguran un perfil bajo.

Abundando en esta tesis de ralentización prolongada está el sentimiento de los consumidores, cuyo indicador más seguido, el índice de confianza del consumidor del Conference Board, subió en agosto de 51,9 hasta los 56,9 puntos, un nivel que sigue en la banda baja de los últimos 30 años. Lo que caracteriza estos últimos meses es el trasvase de la debilidad del componente de expectativas al componente de percepción de la situación actual. Así, mientras las primeras suben ligeramente desde mínimos históricos, las segundas siguen cediendo terreno. En consonancia con el sentimiento bajista de los consumidores, las ventas al por menor de agosto perdieron la práctica totalidad del repunte de los tres meses anteriores y confirmaron su tendencia a la baja. Excluyendo automóviles y gasolina, las ventas retrocedieron en agosto respecto al mes anterior, lo que reduce el avance acumulado en los últimos doce meses hasta el 3,0% interanual, cifra que, descuentan-

El pesimismo de los consumidores se va trasladando de las expectativas al presente.

Los empresarios ven menores tensiones de precios en una evolución a la baja.

do las variaciones de precios, se traduce en un bien magro 0,4%. Por su parte, las compras de automóviles del mismo periodo acumulan un descenso del 13,5% interanual.

La visión empresarial, aunque más sosegada en un principio, también se acoge a esta tendencia bajista, como lo atestigua el índice de actividad empresarial del Institute for Supply Management, que en agosto siguió muy cercano al nivel de equilibrio de los 50 puntos, donde hay tantas respuestas optimistas como pesimistas. El índice de manufacturas quedó en el nivel de los 49,9 puntos y el de servicios, por su parte, subió hasta los 51,6 puntos. La mejor noticia estuvo en ambos casos en la moderación del índice de precios, aunque todavía sigue en niveles elevados, y en el alza de las exportaciones manufactureras. Pero mientras que empleo y nuevos pedidos siguen en una zona de indefinición, la tendencia general sigue siendo de baja sostenida.

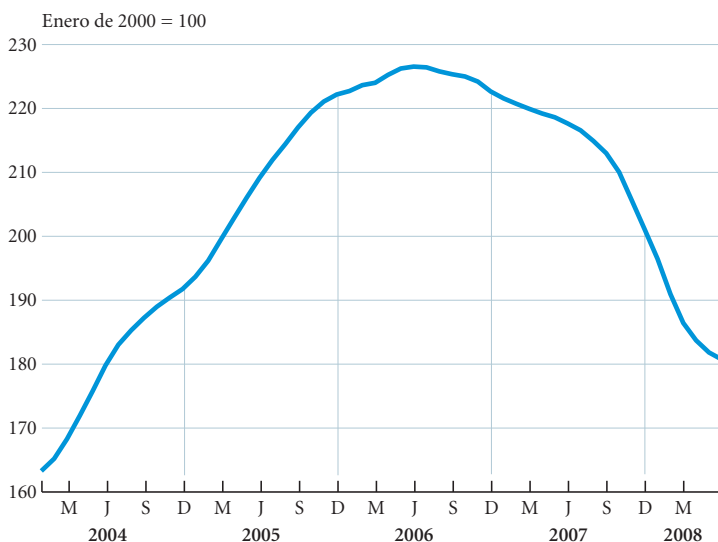
El gasto en construcción del segundo trimestre disminuyó un 15,8% respecto al periodo anterior en términos anuales y, aunque mejora el descenso de periodos previos, dista mucho de haber tocado fondo. En esta tesitura, los últimos indicadores de la oferta intensifican sus caídas. Así, las viviendas iniciadas cayeron en agosto un 33,1% respecto al mismo periodo del año anterior. Apuntando en igual dirección, los permisos de construcción, un indicador adelantado del anterior, descendieron un similar 36,4%.

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 junio, el índice Case-Shiller mantuvo sus bajadas con un retroceso acumulado del 20,3% respecto al máximo de junio de 2006 que, si se añade a la subida del IPC, supone una pérdida de valor del 26,0%. Tampoco mejora la liquidez de los inmuebles, ya que en julio se tardaba en

La vivienda sigue sin tocar fondo y el valor de los inmuebles acumula un descenso del 20%.

ESTADOS UNIDOS: EL PRECIO DE LOS INMUEBLES SIGUE A LA BAJA

Índice Case-Shiller del precio de la vivienda



FUENTES: Standard & Poor's y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: EL DETERIORO DEL EMPLEO SE INTENSIFICA

Creación de empleo en los últimos 12 meses



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

promedio de 11,2 meses en vender una vivienda, el doble de lo que se necesitaba hace tan sólo dos años, el nivel máximo desde el inicio del indicador, en 1999. La intensidad del retroceso ya no aumenta como en meses anteriores, pero la mejora al respecto es muy leve y sería prematuro concluir que los precios han tocado fondo. Si bien las ventas parecen haber estabilizado sus descensos, lo que debería traer una estabilización y ulterior disminución de las viviendas vacantes, la debilidad del mercado de trabajo seguirá pesando sobre la demanda.

Y es que el empleo intensifica su deterioro. En agosto se destruyeron 84.000 puestos de trabajo que, junto con las revisiones a la baja de los dos meses previos, llevan el total de empleos perdidos en el año corriente hasta los 605.000. Así, el número de empleos privados no agrícolas descendió un 0,2% interanual. Lo cierto es que desde octubre de 2007 se confirma mes a mes un constante retroceso del mercado laboral. En consonancia con este

sombrío panorama, la tasa de paro de agosto se encaramó hasta el 6,1% de la población activa, un 30% por encima de la correspondiente al mismo periodo del año pasado y con unos salarios que en un año han perdido un 2,2% de su poder adquisitivo y siguen en los niveles de 2001.

Pese al aminoramiento de la marcha de la actividad económica, siguen sin moderarse las presiones sobre el índice de precios al consumo (IPC), que en agosto avanzó un 5,4% interanual. Sin embargo, la variable clave es el componente subyacente, el general sin alimentos y energía, que se mantiene en el 2,5%. Los precios de producción del mismo periodo se incrementaron en un 9,7% interanual, que sigue sin trasladarse a los consumidores.

Por su parte, la balanza comercial de bienes y servicios arrojó en julio un déficit de 62.198 millones de dólares. Un aumento del 8,5% interanual que tiene al petróleo como principal responsable, ya que, en el mismo periodo, el déficit exclu-

El mercado laboral evoluciona a la baja, el paro sube al 6,1% y la inflación llega al 5,4%.

El déficit comercial en los sectores no petrolíferos se reduce en un 43%.

Convulsión en el sistema financiero

La crisis financiera global ha cumplido un año desde su inicio en verano de 2007 y, lejos de estar resuelta, la gravedad de la misma hace que se la compare con la famosa crisis producida tras el crack bursátil del año 1929. Por eso es importante entender el desarrollo de las turbulencias que están afectando al conjunto de la economía mundial.

Antes de repasar las causas, el impacto y las respuestas institucionales para hacer frente a la crisis, hay que recordar en qué consiste el instrumento financiero que actuó de espoleta de la misma, las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Se trata de un crédito hipotecario concedido a clientes de baja solvencia y que en consecuencia presentan un mayor riesgo de impago que los clientes «normales». La calificación de *subprime* se aplica cuando se conceden a personas con un historial de crédito problemático o que no aportan toda la documentación necesaria (por ejemplo, sobre sus fuentes de ingresos). También se considera que la hipoteca es *subprime* si la cuantía de la misma representa un porcentaje muy alto del precio de la vivienda financiada (más del 85%) o el pago mensual alcanza más de un 55% de los ingresos disponibles. Al ser más arriesgadas, los clientes deben pagar un diferencial sobre el tipo de referencia entre un 2% y un 3% superior al de una hipoteca estándar o *prime*.

La crisis *subprime* se considera que se inició en agosto de 2007, pero su origen se remonta a los años precedentes. ¿Cuáles son sus causas? Se pueden destacar cuatro factores principales. En primer lugar, la enorme burbuja especulativa de los activos inmobiliarios en Estados Unidos. El incremento del precio de la vivienda durante los años anteriores al estallido de la crisis fue espectacular. Hasta el punto de que las familias solían ampliar sus hipotecas para financiar gasto corriente como vacaciones o compra de automóviles. La garantía era el valor de la vivienda, siempre al alza.

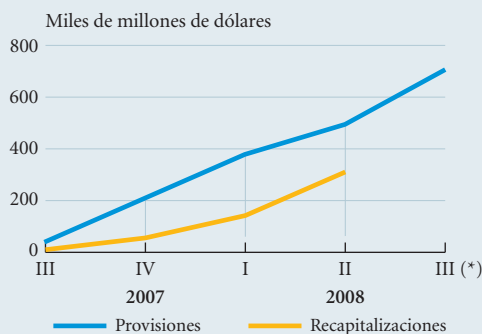
El segundo factor que propició la crisis fue la ausencia de regulación sobre las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos. Ni el banco central ni ningún otro regulador habían diseñado una regulación mínima para evitar abusos en la concesión de este tipo de hipotecas. Una situación peligrosa, pues este segmento hipotecario conlleva un mayor riesgo, y ha acabado propiciando el proceso de contagio que hemos vivido.

El tercer elemento fue el mal diseño de los incentivos en la concesión de hipotecas *subprime*. Los comerciales de las instituciones de crédito tenían su salario vinculado al volumen que lograban colocar. El objetivo de estos agentes era vender el máximo número de hipotecas *subprime* y lo de menos era si el riesgo era asumible por parte del banco o caja. Es decir, sin valorar si la probabilidad de que el cliente pudiera devolver el préstamo era razonable.

Hasta aquí, una errónea política de riesgos no hubiera trascendido más allá de los directamente implicados. Pero la titulización de estos créditos fue la vía por la que el virus tóxico de las *subprime* se dispersó por todo el mundo. ¿En qué consiste la titulización? En el recuadro «Banca relacional vs. mercados: ¿vuelta a los orígenes?» se explica en detalle las características del fenómeno. En el caso que nos ocupa, hay que precisar que la mayoría de las hipotecas de baja calidad fueron otorgadas por entidades financieras no tomadoras de depósitos. Con el fin de obtener financiación para dinamizar su actividad, dichas entidades se desprendían de estas hipotecas y las vendían a bancos comerciales o bancos de inversión. Éstos, a su vez, «empaquetaban» las hipotecas mezcladas en bloques y emitían bonos de titulización de deuda que utilizaban las hipotecas *subprime* originales como garantía o colateral. Y estos nuevos bonos fueron distribuidos a todo tipo de inversores institucionales –fondos de inversión, compañías de seguros, tesorerías de instituciones de crédito– en una multitud de países.

TENSIONES EXTRAORDINARIAS EN LOS MERCADOS

Provisiones y recapitalizaciones desde el inicio de la crisis hipotecaria *subprime*



Evolución del índice de renta variable Eurostoxx50



Prima de riesgo de los bonos AAA de Estados Unidos



Prima de riesgo de los bonos de baja calidad crediticia de Estados Unidos



Tipo de interés de las letras del Tesoro de Estados Unidos a 3 meses



Euríbor a tres meses



NOTA: (*) Estimación.

FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

Otro elemento que favoreció la dispersión y multiplicación del «virus *subprime*» fue el creciente grado de apalancamiento o endeudamiento del sector financiero en un entorno de políticas monetarias extremadamente laxas. Recordemos que tras el estallido de la burbuja tecnológica en la bolsa en el año 2000, la Reserva Federal bajó el tipo de interés oficial hasta alcanzar el 1% con el fin de apuntalar la economía. Tras unos años, y después de que la economía se estabilizara y empezara a crecer de un modo sólido, hacia el año 2004, el banco central empezó a subir el tipo

de interés de referencia desde el 1% hasta alcanzar en el año 2006 el 5,25%. El aumento del tipo de interés oficial tuvo dos impactos en la economía. Primero, frenó en seco el aumento del precio de la vivienda e incluso invirtió su tendencia para empezar a caer. Segundo, la morosidad comenzó a aumentar, pues un amplio porcentaje de familias que habían contratado estas hipotecas no podían hacer frente a los pagos por el aumento de las cuotas hipotecarias.

Otra complicación letal es que como los bonos hipotecarios *subprime* no cotizan en mercados organizados y su complejidad es tan alta, se suelen utilizar modelos matemáticos sofisticados para calcular su precio. Sin embargo, el aumento de la morosidad hipotecaria obligó a reconocer que algunos de los productos financieros no podrían recuperar el capital invertido. Esta incertidumbre sobre el valor real de estos activos y sobre la viabilidad de las instituciones que garantizaban las hipotecas se transformó en una crisis de confianza que se difundió por todos los mercados financieros. El mercado interbancario, donde los bancos se prestan dinero entre sí, comenzó a sufrir fuertes tensiones, al crecer la desconfianza sobre la capacidad de los participantes de hacer frente a sus obligaciones financieras. Paralelamente, se registró un fuerte aumento de los diferenciales de crédito de los bonos de empresas privadas y una intensa caída en las bolsas, otro síntoma inequívoco de «huida hacia la calidad».

Ante este panorama, los bancos centrales comenzaron a intervenir de forma coordinada para inyectar liquidez en el sistema financiero internacional. El inicio de estas intervenciones se produjo a partir de agosto del año pasado. Incluso algunos bancos centrales como el de Inglaterra y la Reserva Federal tuvieron que modificar su estrategia de intervención, ampliando las ventanillas de liquidez a disposición de las instituciones de crédito que sufrían estos problemas.

En este contexto, los bancos empezaron a reconocer que debían dotar provisiones por las pérdidas producidas en estos instrumentos financieros. Estas provisiones anunciadas de momento han superado los 500.000 millones de dólares y no se van a detener ahí. Ante la depreciación de los activos de su balance y el deterioro de sus ratios de capital algunos bancos han conseguido defenderse a través de ampliaciones de capital, en las que han sido actores destacados los fondos soberanos de varios países asiáticos y de países exportadores de petróleo. Esta necesidad de aumentar los recursos líquidos en banca ha provocado un desapalancamiento bancario global, es decir, una reducción del nivel de endeudamiento. Este proceso, al ser ampliamente extendido, crea una espiral negativa en la que la venta de activos hace caer el precio de los mismos y provoca un mayor deterioro de los balances de los bancos que se ven obligados a seguir vendiendo activos que pierden con gran velocidad su valor.

Pero no todas las instituciones han podido capear el temporal y se ha producido una serie de quiebras o de rescates de entidades. Las entidades que han sufrido más las consecuencias de esta crisis financiera son las que más dependían de los mercados mayoristas como fuente de financiación, aquellas con mayor exposición a los «activos tóxicos» o aquellas cuyo grado de apalancamiento financiero ha hecho que las pérdidas hayan provocado un fuerte deterioro de sus ratios de capital.

La cascada de entidades que no han podido superar el virus tóxico se inició antes de que la crisis diese comienzo de forma oficial en agosto de 2007. Así, el 2 de abril de 2007 quebraba la entidad con más peso en la concesión de hipotecas *subprime*, New Century Financial. Era el primer aviso de lo que vino después. El 16 de agosto de 2007, la mayor hipotecaria norteamericana, Countrywide, evitaba *in extremis* la quiebra tras un préstamo de 11.000 millones de dólares que le concedían varios bancos. Pero cuatro días más tarde las malas noticias saltaban al otro lado del Atlántico y se hacía público el rescate del banco regional público alemán Sachsen LB por parte de un grupo de cajas de ahorro por valor de 17.300 millones de euros. También en agosto se producía el rescate del banco alemán IKB Deutsche Industriebank con una inyección de 3.500 millones de euros que al final se mostraba insuficiente y el 21 de agosto de 2008 era adquirido por la firma de capital privado Lone Star Funds.

Pero quizá la quiebra más dramática de este periodo se producía el 13 de septiembre de 2007 cuando el Banco de Inglaterra debía acudir al rescate del Northern Rock, quinto banco hipotecario del país, cuando a las puertas de sus oficinas se formaron colas de clientes para retirar sus depósitos.

Ante el cariz que adoptaban los acontecimientos, el 10 de octubre de 2007 se creaba la Hope Now Alliance por parte del gobierno de los Estados Unidos y miembros del sector financiero, un programa de renegociación de hipotecas *subprime* destinado a evitar en lo posible el embargo de más viviendas. El año 2008 se inició sin un horizonte claro de solución de la crisis. Pero la realidad superó los pronósticos más pesimistas. Entre el 14 y el 16 de marzo de 2008, la Reserva Federal daba un paso insólito al impulsar (con la garantía pública) un plan de rescate para el quinto banco de inversiones del país, Bear Stearns, que finalmente era adquirido por JP Morgan Chase.

En un primer momento parecía que el quebranto de Bear Sterns y la decidida acción de la Fed habían conseguido que la crisis tocara fondo. Pero nada más lejos de la realidad. El mes de septiembre ha sido probablemente el peor de la historia financiera estadounidense. Ante el progresivo agravamiento de los problemas de descapitalización, caída del valor de las acciones y elevada desconfianza de los mercados, el 5 de septiembre de 2008 el gobierno federal de Estados Unidos decidía intervenir las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac. Éstas garantizaban aproximadamente la mitad del total del mercado hipotecario estadounidense, que es de unos 12 billones de dólares. El gobierno asumió la gestión de forma temporal y los directivos fueron apartados de la misma. Se piensa inyectar unos 200.000 millones de dólares para evitar su quiebra, con lo que será la mayor operación de rescate de la historia del país.

Suma y sigue. El 15 de septiembre se hacía pública la compra del banco de inversiones Merrill Lynch por parte de Bank of America, así como la quiebra del cuarto banco de inversiones norteamericano, Lehman Brothers. El 17 de septiembre se conocía la nacionalización parcial de la compañía de seguros AIG por parte de la Reserva Federal, que adquiriría el 79,9% de las acciones de la primera aseguradora mundial a la vez que concedía un préstamo por valor de 85.000 millones de dólares. El 25 de septiembre quebraba Washington Mutual, el mayor quebranto en la historia de la banca comercial de los Estados Unidos. La institución tenía activos por valor de 309.731 millones de dólares y 2.600 oficinas. El regulador financiero intervino la entidad que finalmente ha sido adquirida por JP Morgan Chase.

Ante este angustioso panorama el secretario del Tesoro, de acuerdo con la Reserva Federal, ha presentado un plan de rescate del sistema financiero que consiste en la creación de un fondo de hasta 700.000 millones de dólares para comprar activos deteriorados, sobre todo bonos hipotecarios, con el objetivo de estabilizar los mercados financieros y sanear los balances de los bancos. ¿Conseguirá detener la sangría? Más le vale a la economía americana y, por ende, a la economía mundial. Un colapso del sistema financiero tiene efectos devastadores sobre el resto de la economía. Los bancos centrales y el resto de instituciones mundiales con responsabilidades financieras están intentando que los engranajes del motor financiero no queden agarrotados. En cualquier caso, la recuperación de la normalidad será lenta y costosa. Lenta porque la resolución de un aumento de morosidad bancaria requiere un prolongado periodo de tiempo, y más si el alcance del quebranto bancario adquiere las dimensiones actuales. Y el coste será alto porque los fondos necesarios para impulsar nuevos proyectos de inversión se van a dedicar a reparar la salud de los sistemas financieros. Por ello, es importante dar cuanto antes con una solución global y rápida que permita reparar los balances de los bancos, normalizar la anómala situación actual en los mercados de crédito y poner a disposición de familias y empresas los recursos necesarios para financiar sus proyectos.

El PIB de Japón crece un 0,8% y consumo privado, exportaciones e inversión van a menos.

yendo el petróleo y sus productos derivados descendió un 43,5%. Las exportaciones siguieron avanzando a buen ritmo, con un crecimiento del 20,1% interanual, pero las importaciones las siguieron de cerca, con un incremento del 16,8%. La reciente moderación del precio de las materias primas, en especial del petróleo, mejora las perspectivas para el sector exterior en el corto plazo. En el largo plazo, dependerá del ahorro de los consumidores y de la administración.

Japón: se estrecha el cordón umbilical de las exportaciones

Según la última estimación, el PIB del segundo trimestre creció un 0,8% interanual intensificando su trayectoria de desaceleración. Las mayores correcciones bajistas correspondieron a exportaciones e inversión en equipo, mientras que continúa la extrema debilidad del consumo privado. Esta dependencia del sector exterior queda ilustrada por el hecho de que exportaciones e inversión en equipo

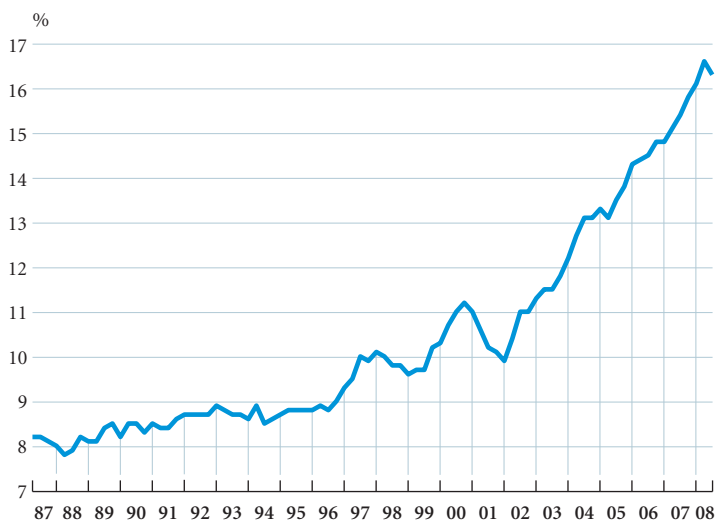
son un 31,9% de la totalidad de la economía japonesa, mientras que hace diez años estaban en el 24,0%. La importancia relativa de estos dos componentes viene incrementándose de forma secular, pero desde 2002 se produce una aceleración, en su mayor parte a causa de la fuerza de las exportaciones. Con una demanda global en retroceso, el tercio más dinámico de la economía está jugando en clara desventaja.

El mercado inmobiliario, por el contrario, sólo absorbe un 3,3% de la actividad económica. Sin embargo, su mayor influencia en los hoy alicaídos consumidores está en la evolución de los precios, a través del efecto riqueza, y en el área de Tokio éstos siguieron al alza en agosto. Esto indicaría que no hay excesivos peligros, pero el volumen de ventas es hoy un indicador más consistente de la marcha del mercado inmobiliario japonés. En los ocho primeros meses del año corriente, las ventas cedieron un rotundo 39,3% interanual. Por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas de enero a julio retroce-

El mercado inmobiliario está paralizado pero los precios no descienden.

JAPÓN: LA IMPORTANCIA DE LAS EXPORTACIONES

Cuota de las exportaciones sobre el PIB



FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón y elaboración propia.

dían un 6,6% interanual que, aunque relativamente moderado, muestra que el sector sigue sin encontrar una senda clara de recuperación.

Entre los indicadores de demanda más recientes, destacan la confianza del consumidor en mínimos históricos y unas ventas minoristas que en julio siguieron estancadas. Por su parte, las ventas de automóviles en el periodo enero-agosto crecieron un 0,7% interanual y su recuperación pierde fuerza.

En el lado de la oferta, los vientos siguen siendo de atonía en el mejor de los casos y justifican el viraje pesimista en la percepción del Banco de Japón. La producción industrial mostró modestos síntomas de recuperación después de varios meses aciagos y en julio creció un 1,2% interanual. Por su parte, la producción industrial de bienes de consumo del mismo periodo mostró un más convincente incremento del 6,3%. En el capítulo de la formación de capital, las expectativas

para los próximos meses siguen siendo sombrías a causa del descenso exportador.

En el frente inflacionista, lo que sigue marcando el paso de los índices es el encarecimiento de las materias primas, léase petróleo, y no el vigor de la demanda interna. Así, mientras que el IPC de julio subió un 2,3% interanual, el máximo de los últimos 16 años, el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, registró un incremento del 0,2% interanual. Ello sugiere que, a la vista de la evolución del precio del petróleo en los mercados internacionales, el camino de la inflación japonesa en los próximos meses será de moderación.

Por su parte, la tasa de paro de julio tuvo un mínimo descenso y se situó en el 4,0% de la población activa, poniendo fin a su tímida escalada. El problema en el mercado laboral japonés sigue centrado en los salarios, que en julio acumularon un descenso del 3,8% interanual, con una im-

La industria conserva un perfil bajo y no se ven indicios de recuperación.

El petróleo eleva los precios un 2,3% y el desempleo sigue en torno al 4%.

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	II	Julio	Agosto
PIB real	2,4	2,0	1,8	1,8	1,4	1,2	0,8	-	...
Producción industrial	4,2	2,9	2,4	3,1	2,7	2,5	1,0	1,2	...
Índice de 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	-10,9	19,2	...
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0	...
Precios de consumo	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,5	1,0	1,4	2,3	...
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	11,1	12,3	12,5	11,7	10,3	9,8	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	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	82,6	80,6	80,7

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.

Las exportaciones recobran un mínimo vigor gracias a las ventas a Asia.

Brasil crece un 6,2% apoyado más en inversión que en consumo mientras que el sector exterior sigue a la baja.

La inflación repunta hasta el 5,8% y es difícil que las medidas fiscales y monetarias logren que baje del 5% en 2008.

portante caída en el último mes de los correspondientes al sector manufacturero.

En el sector exterior, 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 julio se redujo hasta los 9,8 billones de yenes, un 12,7% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior. En el mes de julio, las exportaciones recuperaron el tono creciendo un 5,1% interanual, pero siguieron estando muy por debajo de lo que venía siendo habitual. Los últimos datos del registro de aduanas correspondientes a julio muestran una recuperación de las exportaciones destinadas al resto de Asia, especialmente a China, que debe compensar las disminuciones de ventas fruto de la debilidad económica de Europa y Estados Unidos.

Brasil: crecimiento con riesgo de inflación

El PIB brasileño prosiguió en el segundo trimestre su robusto avance con un incremento del 6,2% interanual, por encima de la media de los últimos años. El principal protagonismo de la actividad siguió centrado en la demanda interna pero con menos consumo y con más inversión. Así, el consumo privado avanzó al 6,2% interanual y, dentro de su línea de robustez, dibujó una clara tendencia de desaceleración mientras que la inversión mantuvo su tono elevado con cierta tendencia al alza, incrementándose en un 16,2%. El disminuido sector exterior siguió evidenciando un perfil errático ya que, aunque las exportaciones tuvieron una recuperación y avanzaron un 5,1% interanual, su crecimiento quedó muy por debajo de las importaciones, que siguieron disparadas avanzando un considerable 25,8% interanual. El consumo público, por su parte,

mantuvo el repunte del primer trimestre creciendo un 5,1% respecto al mismo periodo del año anterior, muy por encima de lo que venía siendo norma.

Entre los últimos indicadores de actividad destaca la producción industrial, que mantuvo la recuperación iniciada a principios del segundo trimestre y en julio creció un 8,5% interanual. En una línea de más rotundidad, la producción industrial de bienes de capital prosiguió con sus crecimientos de dos dígitos registrando una ganancia del 22,3% interanual que deja constancia del auge de inversión privada que se observa en las cuentas nacionales. Fruto de estas tendencias, la utilización de la capacidad productiva repuntó hasta el 83,9%, cerca ya de los máximos registrados en la segunda mitad de 2007.

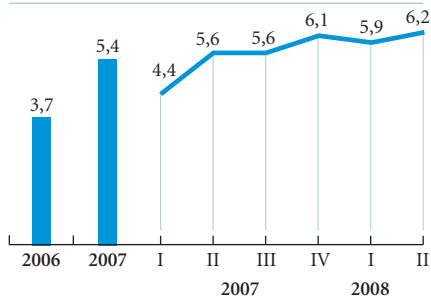
Por el lado de la demanda, las ventas minoristas crecieron en julio un 11,0% interanual, manteniendo a lo largo del corriente año una robustez que no se daba en los últimos años. Las compras de automóviles del periodo enero-agosto crecieron un 25,1% interanual que, a pesar de constituir un ritmo vigoroso, evidencian en los últimos meses cierta desaceleración respecto a la fuerza de inicios de año.

Esta fuerza de la demanda interna, junto al encarecimiento global de energía y alimentos, sigue provocando tensiones inflacionistas, aunque en los últimos meses ya no puede hablarse de aceleración. Así, el IPC subió en agosto un 6,2% interanual, estabilizando una tendencia al alza iniciada a mediados de 2007. Sin embargo, las tensiones siguen, ya que los precios mayoristas subieron un 15,7% respecto al mismo periodo del año anterior. Para paliar este incremento de los precios, el banco central ha venido subiendo su tipo de referencia de forma paulatina hasta el 13,0% actual. También el gobierno pretende aplicar medidas de austeridad fiscal.

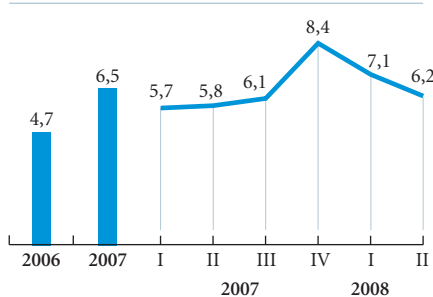
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

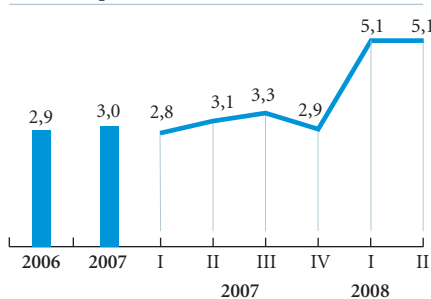
PIB



Consumo privado



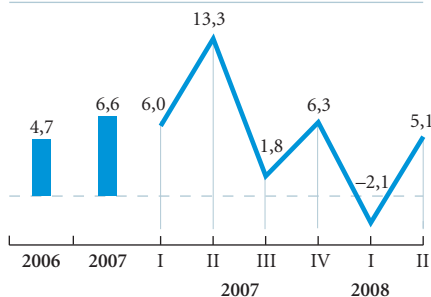
Consumo público



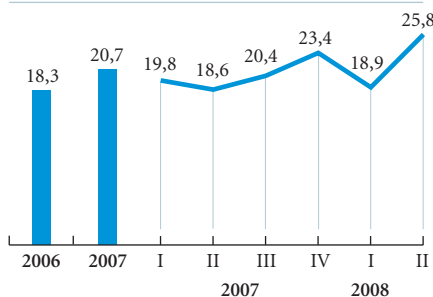
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

Aun así, en los últimos doce meses hasta julio, el superávit fiscal antes de los intereses de la deuda fue del 4,4% del PIB gracias a ingresos de las arcas públicas por la fuerte actividad económica, y de la mejora en la calificación de la deuda brasileña, lo que debe redundar en descensos en los tipos de interés de ésta. Esto ayudaría a reducir el déficit público total, que en los doce meses hasta abril se situó en el 1,9% del PIB. Por su parte, el mercado de trabajo ha invertido la leve ten-

dencia negativa y, con ayuda del dinamismo de la demanda interna, la tasa de paro del distrito de São Paulo siguió descendiendo situándose en julio en el 12,7% de la población activa. En el sector exterior, la apreciación del real siguió contribuyendo al deterioro del superávit comercial, que en los últimos doce meses hasta agosto fue de 29.475 millones de dólares, 14.584 millones menos que en el mismo periodo del año anterior.

Mientras que el desempleo vuelve a descender, el superávit comercial continúa menguando.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007			2008			
			II	III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	3,7	5,4	5,6	5,6	6,1	5,9	6,2	–	...
Producción industrial	2,8	6,0	5,8	6,3	7,9	6,4	6,1	8,5	...
Tasa de paro São Paulo (*)	15,9	15,0	15,6	15,0	14,0	13,8	13,7	12,7	...
Precios de consumo	4,2	3,6	3,3	4,0	4,3	4,6	5,6	6,4	6,2
Balanza comercial (**)	46,3	40,0	47,4	43,1	40,0	34,1	30,8	30,7	29,5
Tipo del banco central (***)	15,1	12,0	12,3	11,4	11,3	11,3	11,9	13,0	13,0
Reales por dólar	2,2	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

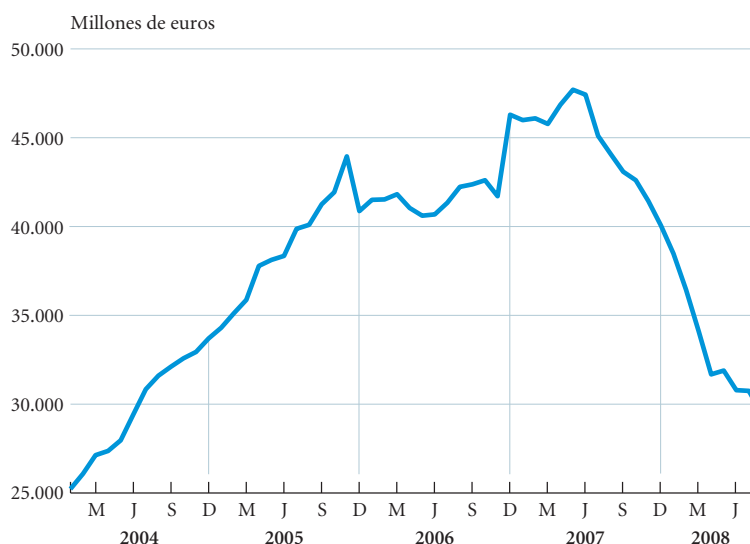
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

(***) Porcentaje del tipo del banco central del Sistema Especial de Liquidación e Custodia (SELIC).

FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

BRASIL: EL SUPERÁVIT COMERCIAL SE REDUCE CON RAPIDEZ

Saldo comercial acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central de Brasil y elaboración propia.

Argentina: una larga expansión atenuada por los precios

Argentina crece un 7,5% gracias a su demanda interna.

La expansión de la economía argentina continúa, con un PIB del segundo trimestre que creció un notable 7,5% interanual. Sin embargo, esta portentosa marcha de la actividad, dominada por la demanda interna, confirma una tendencia de ralen-

tización, especialmente en el consumo privado, que se desaceleró hasta una tasa del 7,6% interanual. La inversión rompió de forma abrupta la tendencia alcista de los últimos tiempos y creció un 12,4%, cuando en el primer trimestre se había llegado al 20,3%. Por su parte, en el sector exterior domina la fuerte corrección de las exportaciones, que retrocedieron un

1,8% interanual que contrasta con los avances de dos dígitos de finales de 2007. En contraste, las importaciones siguieron creciendo con fuerza, subiendo un 22,8%.

El gran peligro de la economía argentina sigue estando en la inflación. En agosto, el IPC cedió un terreno mínimo y se situó en un 9,0% interanual. Cifra elevada que, sin embargo, podría estar subestimando la inflación real. Continúan así las presiones alcistas de los precios, aunque algo más moderadas que en el pasado mes de mayo. Los precios al por mayor de bienes nacionales se incrementaron un 11,6% y los de bienes importados subieron un más contundente 16,6%. En segundo lugar, el conflicto con los agricultores sigue creando cuellos de botella que avivan las tensiones de los precios.

Los indicadores de demanda más recientes siguieron sin romper la continuidad del ciclo expansivo. Las ventas minoristas de la región de Buenos Aires crecieron en julio un 18,7% interanual y en el total de grandes almacenes subieron un 32,2%, una nítida desaceleración pero a partir de unos ritmos de crecimiento explosivos que, en términos de volumen, descontando la subida de los precios, parecen más

razonables. La venta de automóviles de los últimos doce meses hasta agosto siguió desacelerándose, aunque el incremento se mantuvo en un respetable 12,9% interanual. Una desaceleración lógica a medida que se van alcanzando niveles más normales, quedando sólo un 10% por debajo del máximo histórico. En el lado de la oferta, la producción industrial presenta una tendencia de desaceleración cada vez más definida, con un avance del 2,4% interanual que es muy inferior a lo que venía predominando en 2007 e inicios de 2008.

Por sectores, el automóvil se recuperó con fuerzas renovadas de un momentáneo descanso, mostrando en julio un incremento del 42,0% interanual. Las industrias metálicas y la alimentación perdieron fuelle pero no la producción industrial del sector del acero, que se incrementó un 44,3% interanual. La industria química siguió languideciendo y el sector de la energía siguió retrocediendo. Por su parte, en julio el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción mantuvo algo del repunte de los meses previos con un incremento del 9,7%, mientras que el Indicador de la Actividad Industrial avanzó un 9,4%.

La inflación sigue en el 9% y persisten las presiones alcistas.

El consumo minorista y la producción industrial se desaceleran, pero la construcción repunta.

ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007			2008			
			II	III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	8,5	8,7	8,6	8,8	9,1	8,3	7,5	-	...
Producción industrial	7,7	5,7	5,9	2,9	6,2	4,9	2,7	2,4	...
Tasa de paro (*)	10,2	8,5	8,5	8,1	7,5	8,4	8,0	-	...
Precios de consumo	10,9	8,8	8,8	8,6	8,5	8,5	9,1	9,1	9,0
Balanza comercial (**)	12,3	11,1	11,5	10,4	11,1	12,0	10,8	11,3	...
Tipo interbancario 3 meses (***)	9,9	11,3	9,4	12,6	13,7	10,7	14,2	14,1	13,9
Pesos argentinos por dólar	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,1	3,0	3,0

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

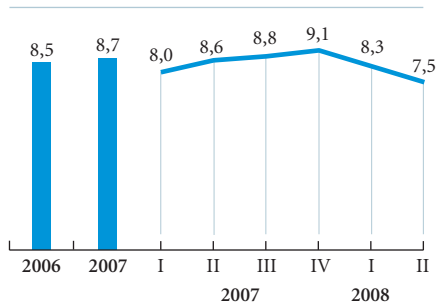
(***) Porcentaje.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Censos de la República Argentina (INDEC) y elaboración propia.

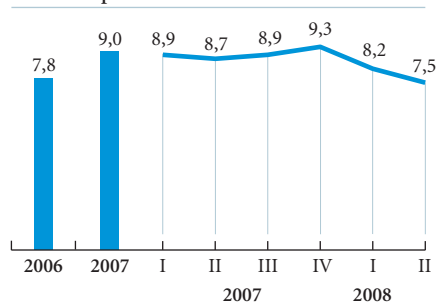
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ARGENTINA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

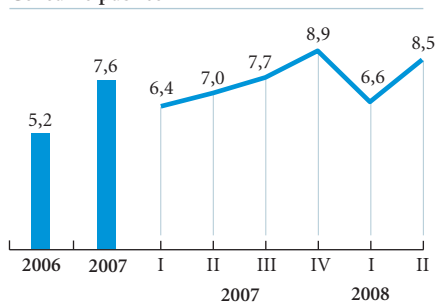
PIB



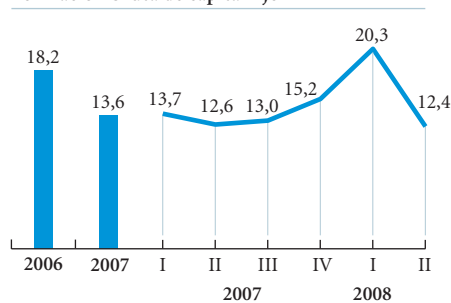
Consumo privado



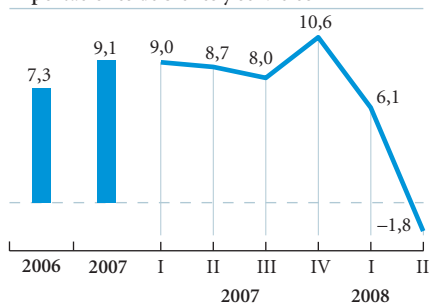
Consumo público



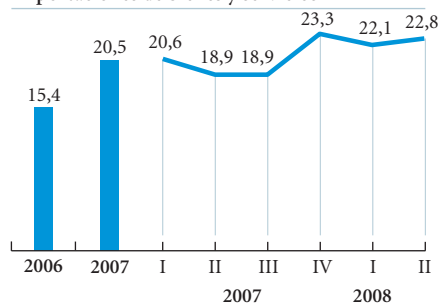
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC) y elaboración propia.

La tasa de paro está en el 8,4% y el superávit comercial se reduce.

En el mercado laboral, el desempleo del segundo trimestre descendió hasta el 8,0% de la población activa. En el sector exterior, el superávit comercial de los doce meses hasta julio se redujo hasta los 11.300 millones de dólares.

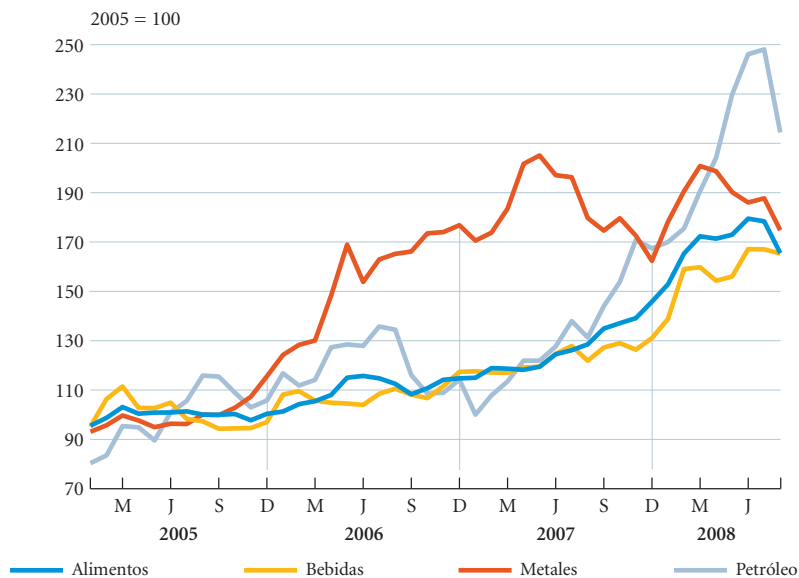
Materias primas: corrección bajista de las cotizaciones

Durante septiembre las materias primas han continuado retrocediendo. Aunque

el protagonismo lo ha acaparado el petróleo, lo cierto es que todos los grandes grupos de materias primas están experimentando un sensible ajuste. Así, según se desprende de la evolución del índice *The Economist* de materias primas, que no incluye el oro negro, las materias primas en su conjunto cayeron un 5% en las tres primeras semanas de septiembre, destacando la evolución de los precios de los metales (descenso intermensual superior al 7%). En cambio, las materias primas alimentarias y agrícolas no alimenta-

LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS CAMBIAN DE DIRECCIÓN

Cotizaciones mensuales en dólares



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

rias retrocedieron en menor medida (respectivamente, un 4% y un 2% en dicho periodo).

Algunos productos que individualmente registraron descensos apreciables fueron el platino (caída del 17% durante las tres primeras semanas de septiembre), el níquel (retroceso del 17%) o la soja (corrección del 14%). Por su parte, el petróleo

empezó septiembre en la zona de los 115 dólares por barril (calidad *Brent* para entregas a un mes), situándose a finales de mes, y tras caer en ciertas sesiones por debajo de los 90 dólares por barril, en valores del orden de 103 dólares por barril. En definitiva, una caída del 10% durante las tres primeras semanas de septiembre y del 28% respecto a los máximos históricos de julio.

Las materias primas retroceden sensiblemente en septiembre.

UNIÓN EUROPEA

El ritmo económico se contrae a una velocidad inesperada...

...lo que obliga a revisar a la baja las previsiones de crecimiento para 2008 del BCE y de la Comisión Europea.

Zona del euro: súbito deterioro de la actividad

La rapidez con que está desacelerando el ritmo de crecimiento en la zona del euro está sorprendiendo a propios y extraños. En pocos meses se ha pasado de apostar que Europa podría superar de forma holgada las turbulencias financieras globales y la crisis de la economía norteamericana a reconocer que la coyuntura en el Viejo Continente es tan débil que difícilmente se podrá evitar la tan temida recesión. Recientemente, dos veces tan prudentes como el Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea se han visto obligadas a revisar a la baja sus previsiones de crecimiento.

Así, el BCE prevé que el crecimiento de la eurozona será del 1,4% en 2008 y del 1,0% en 2009. En junio pasado ambas cifras eran del orden de medio punto porcentual superiores. Por su parte, el ejecu-

tivo comunitario tampoco se aparta excesivamente de este escenario, ya que considera que el producto interior bruto (PIB) de la zona del euro avanzará un 1,3% interanual en este 2008. Además, siempre según la Comisión, tres economías de la Unión Europea (UE) importantes (Alemania, Reino Unido y España) registrarán dos trimestres consecutivos de descenso intertrimestral del PIB a lo largo de 2008, es decir, entrarán dentro de la definición generalmente asumida de recesión. En materia de precios la visión también es convergente, ya que ambas instituciones esperan que la inflación se sitúe en la zona del 3,5%-3,6% en media anual de 2008.

Con estas perspectivas en mente, los ministros de economía y finanzas de la zona del euro (el llamado Eurogrupo) se reunieron el pasado 12 de septiembre para analizar una hipotética coordinación de las disposiciones anticrisis. Además de reconocer que la crisis está siendo más in-

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LA COMISIÓN EUROPEA

Porcentaje de variación anual

País	Crecimiento		Inflación (*)	
	Previsión actual para 2008	Diferencia respecto previsión anterior (**)	Previsión actual para 2008	Diferencia respecto previsión anterior (**)
Alemania	1,8	0,0	3,0	0,1
España	1,4	-0,8	4,5	0,7
Francia	1,0	-0,6	3,5	0,5
Italia	0,1	-0,4	3,7	0,7
Zona del euro	1,3	-0,4	3,6	0,5
Reino Unido	1,1	-0,6	3,6	0,8
Unión Europea	1,4	-0,6	3,8	0,2

NOTAS: (*) Índice de precios de consumo armonizado.

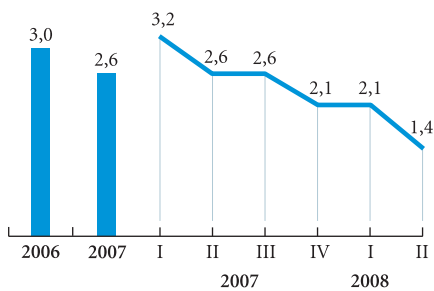
(**) Abril de 2008.

FUENTE: Comisión Europea.

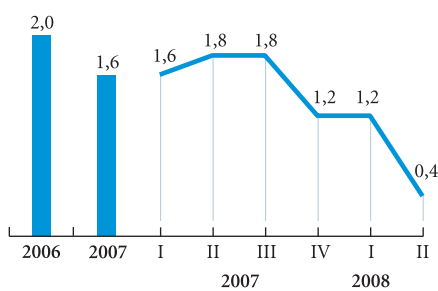
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

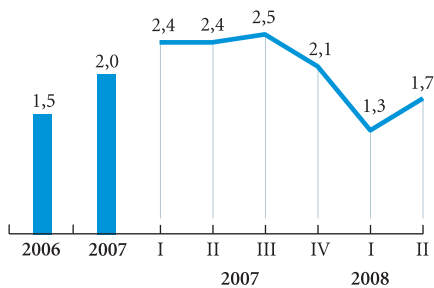
PIB



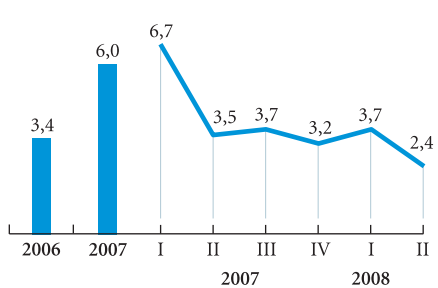
Consumo privado



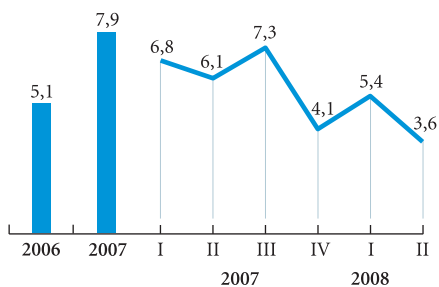
Consumo público



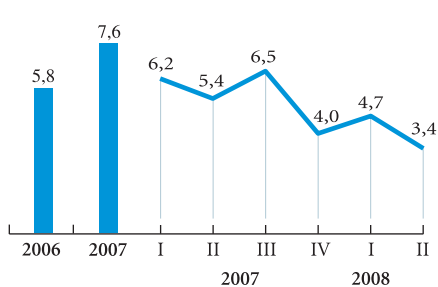
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

tensa de lo esperado, el Eurogrupo se limitó a recordar que la toma de decisiones excepcionales no había contribuido en el pasado a paliar los efectos de anteriores episodios similares, ya que sus resultados llegaban cuando la propia economía ya se estaba recuperando y el coste de dichas medidas (en forma de más déficit y deuda públicos) permanecía. Por ello los ministros prefirieron dar la recomendación de perseverar en recetas clásicas (moderación salarial y control de las finanzas

públicas, fundamentalmente) y aprovechar la coyuntura para profundizar en las reformas de los mercados de bienes y servicios y el laboral.

En todo caso, los datos publicados hasta la fecha ciertamente muestran una economía todavía con diversos frentes abiertos. Hasta ahora, el relativo mal comportamiento del consumo privado se había visto más que compensado por la aportación positiva del sector exterior y un tono

El Eurogrupo se abstiene de actuar de forma coordinada.

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	Julio	Agosto
PIB	3,0	2,6	2,6	2,1	2,1	1,4	-	...
Ventas al por menor	1,6	0,9	1,3	-0,3	-0,2	-1,5	-2,7	...
Confianza del consumidor (*)	-9,1	-4,9	-3,9	-7,7	-11,9	-14,6	-19,7	-19,2
Producción industrial	4,0	3,4	4,0	3,0	2,5	0,9	-1,7	...
Sentimiento económico (*)	106,3	108,4	108,7	104,3	100,5	96,5	89,5	88,8
Tasa de paro (**)	8,3	7,4	7,4	7,3	7,2	7,3	7,3	...
Precios de consumo	2,2	2,1	1,9	2,9	3,4	3,6	4,0	3,8
Balanza comercial (***)	-10,4	20,1	31,4	34,3	23,5	11,5	-3,9	...
Tipo de interés Euribor 3 meses	3,1	4,3	4,5	4,7	4,5	4,9	5,0	5,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	103,6	107,7	107,7	110,6	112,8	115,6	115,8	113,5

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 demanda interna está perdiendo dinamismo a marchas forzadas.

aceptable de la inversión. Las cifras del segundo trimestre apuntan con claridad que este patrón ha cambiado. El PIB de la zona del euro descendió en dicho periodo un 0,2% respecto al anterior, debido fundamentalmente a los retrocesos intertrimestrales de consumo privado e inversión y a la contribución nula de la demanda externa. La visión de la tendencia de medio plazo, que se aproxima mejor siguiendo la tasa interanual, ratifica el diagnóstico anterior. La notable desaceleración del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, junto a la reducción a la mitad de la aportación del sector exterior a la variación del PIB, provocan que el crecimiento se cifre en un 1,4% interanual, lejos del 2,1% del primer trimestre.

Los últimos indicadores publicados, ya relativos al tercer trimestre, lejos de desmentir el mal momento económico, más bien tienden a reafirmar dicha situación. Así, el consumo sigue haciendo aguas (las ventas al por menor cayeron un 2,7% interanual en julio, la confianza del consumidor se encuentra varada en la zona

de los 19 puntos negativos en julio y agosto) al tiempo que los indicadores de inversión tampoco muestran signos de mejora. Por el lado de la oferta la situación es igualmente complicada: la producción industrial está en su mínimo desde junio de 2003 (descenso del 1,7% interanual en julio), a la vez que la confianza de construcción y servicios continúa deslizándose a la baja hasta agosto.

En esta situación, el hecho de que la inflación se haya empezado a alejar de la zona del 4%, el máximo en la historia de la moneda única, se torna como el único elemento relativamente positivo de este repaso a la coyuntura. Aunque la tasa de avance interanual del índice de precios de consumo (IPC) armonizado sigue siendo relativamente elevado (3,8% en agosto), lo cierto es que la remisión de las tensiones en los componentes de energía y, en menor medida, de alimentos parece tener visos de continuidad, lo que favorecería una transición hacia cotas más moderadas en los próximos meses. De confirmarse, se trataría de un alivio im-

La inflación empieza a moderarse, aunque sus niveles todavía son elevados.

portante, ya que a la zona del euro no le sobran energías para tratar de batirse simultáneamente en los frentes de la inflación y de la desaceleración económica.

Alemania: época de turbulencias

El indicador IFO de actividad empresarial cayó en septiembre hasta el nivel de los 92,9 puntos, en lo que representa su cuarto mes consecutivo a la baja y su menor nivel en cinco años. Angela Merkel, compareciendo ante el Bundestag el día 17 de septiembre, afirmaba que la crisis financiera global afectaría escasamente a Alemania. ¿Quién tiene razón, el gobierno o los empresarios? Probablemente ambos, si bien depende del plazo temporal que tomemos.

La actual coyuntura alemana ciertamente no es positiva. Se espera que en el tercer trimestre el PIB retroceda moderadamente respecto al trimestre anterior, con lo que se encadenarían dos trimestres consecutivos en crecimiento negativo (la

tan temida recesión). Y esto es lo que los empresarios alemanes están reflejando en la encuesta IFO: un momento presente complicado. Los indicadores concuerdan con esta impresión cualitativa. Por citar dos de los más significativos, las ventas al por menor se mantuvieron en julio en el mismo nivel que un año antes mientras que la producción industrial caía un 0,6% interanual en julio (no se había situado en terreno negativo desde 2003).

Sin embargo, más allá de este horizonte de corto plazo, la coyuntura alemana se va a beneficiar de algunos factores de fondo positivos. La primera, la remisión progresiva de las tensiones inflacionistas. Aunque en agosto ya se ha vislumbrado el inicio del proceso (la inflación se situó en el 3,2% interanual, una décima porcentual menos que en julio), las previsiones apuntan a que dicha tendencia se intensificará en los próximos meses. Éste es un factor clave en un país que depende en alto grado de su competitividad exterior.

La economía alemana combina un momento actual complicado con unas perspectivas no tan negativas.

En el tercer trimestre, lo más probable es que la economía entre en recesión.

PINTAN BASTOS EN ALEMANIA A CORTO PLAZO

Valor del índice de actividad empresarial IFO



FUENTE: Instituto IFO.

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	Julio	Agosto
PIB	3,2	2,6	2,4	1,7	2,6	1,7	-	...
Ventas al por menor	6,1	-7,6	-7,5	-8,8	-0,8	-0,2	0,0	...
Producción industrial	6,0	5,9	5,7	5,0	5,0	2,6	-0,6	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	105,6	103,7	104,0	102,3	97,5	94,8
Tasa de paro (**)	10,7	9,0	8,8	8,5	8,1	7,9	7,7	7,6
Precios de consumo	1,6	2,3	2,3	3,1	2,9	3,0	3,3	3,2
Balanza comercial (***)	151,5	183,5	192,0	198,1	201,1	202,2	198,1	...

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.

La mejora en materia de inflación y el debilitamiento del euro contribuirán a restaurar la competitividad exterior.

El gobierno galo maneja una previsión de crecimiento para 2008 mínima...

...fruto del empeoramiento de un consumo lastrado por la inflación y la moderación salarial.

En este sentido, cabe señalar que el debilitamiento del euro respecto al dólar llega en buen momento, ya que las exportaciones se han desacelerado entre enero y agosto desde crecimientos del orden del 8% a la zona del 6% y un tipo de cambio más favorable puede contribuir a revertir la tendencia. Además, la continuada reducción de la tasa de paro (caía hasta el 7,6% en agosto) puede ayudar a establecer un suelo al descenso del consumo. Tomados todos estos elementos en su conjunto, parece claro que a corto plazo la opinión negativa de los empresarios tiene base, pero pasados los próximos trimestres, que van a ser críticos, la economía debería recuperar su brío.

Francia: demanda interna tocada

«Poco más de un 1%.» Ésta es la expresión que utilizó el primer ministro galo, François Fillon, para referirse a las previsiones que el gobierno maneja relativas al crecimiento en 2008. Las últimas cifras oficiales situaban el crecimiento en un rango que iba del 1,7% al 2%. ¿Qué ha sucedido para que las perspectivas de la economía francesa se hayan deteriorado en

tal grado que incluso el gobierno ha asumido un año de crecimiento mínimo? Fundamentalmente que el motor clave en el patrón económico francés, la demanda interna, se ha quedado sin combustible. El empeoramiento de la renta bruta disponible y de los beneficios empresariales afecta a familias y empresas. Además, el endurecimiento del crédito presiona sobre las decisiones de gasto e inversión de ambos segmentos.

En este entorno, los consumidores ni gastan (el consumo de los hogares apenas creció un 1% interanual en junio) ni parece que se vayan a animar en el corto plazo, puesto que la confianza del consumidor se situó en julio en su mínimo desde junio de 2003. Un lastre que complica la situación de los hogares es el repunte inflacionista de los últimos meses. Aunque en agosto el IPC se desaceleró hasta el 3,2% interanual (3,6% en julio), el crecimiento de los salarios es inferior al 3% interanual, lo que implica una merma real del poder adquisitivo. En este contexto, la moderación en el proceso de reducción de la tasa de paro, situada en julio en el 7,3%, llega en un momento poco propicio.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	2,4	2,1	2,4	2,2	2,0	1,1	–	...
Consumo de los hogares	3,3	4,4	4,9	3,7	2,3	1,3	...	...
Producción industrial	0,9	1,3	2,0	2,2	1,7	–0,2	–2,0	...
Tasa de paro (*)	9,2	8,3	8,1	7,9	7,6	7,5	7,3	...
Precios de consumo	1,7	1,5	1,3	2,3	2,9	3,3	3,6	3,2
Balanza comercial (**)	–27,0	–32,4	–33,0	–37,4	–40,6	–44,9	–48,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Y si las familias flaquean, las empresas tampoco están invirtiendo como solían. Por citar dos indicadores significativos, la producción industrial de bienes de equipo cayó en términos interanuales en julio pasado por primera vez desde agosto de 2003, al tiempo que el grado de utilización de la capacidad productiva era, en el tercer trimestre, el mínimo desde principios de 2007. En esta tesitura no es de extrañar que la producción industrial siga anclada en la zona de los descensos interanuales del 2% en los tres meses que van de mayo a julio.

Italia: recaída de la actividad

La economía italiana ha empezado con mal pie el tercer trimestre. Desde la perspectiva de la demanda, el rasgo más destacado es la atonía del consumo que atestiguan indicadores como la confianza del consumidor (situado en niveles de 24 puntos negativos en agosto) o las matriculaciones de automóviles, que caen un sustancial 26% interanual en agosto. El otro gran componente de la demanda interna, la inversión, tampoco muestra signos de reactivarse, toda vez que un indicador significativo como la producción industrial de bienes de equipo suma los

tres meses que van de mayo a julio en la zona de los descensos interanuales.

Los indicadores de oferta tampoco ofrecen signos de alivio. La producción industrial cayó un 3,9% interanual en julio, empeorando el mal dato de junio (descenso interanual del 2,4%). Además, lo peor puede estar por llegar ya que la cartera de pedidos industriales se está desplomando. En agosto, los pedidos industriales cayeron un 22% interanual. Para complicar más el escenario, y a diferencia de otros países de la eurozona, en Italia la tasa de paro aumenta mientras la inflación no cede. Así, en el primer trimestre (último dato publicado), la tasa de paro alcanzó el 6,5% de la población activa, tres décimas porcentuales más que en el cuarto trimestre de 2007.

Por lo que se refiere a los precios, a pesar de la reconducción de los precios del petróleo acaecida en agosto, la inflación ha quedado varada en el 4,1% interanual, sin mejora respecto a julio. Partiendo de esta base, no es de extrañar que la patronal italiana, Confindustria, haya alertado que prevé una caída del PIB del 0,1% para el conjunto del actual 2008 y un repunte del crecimiento muy tímido en 2009 (aumento del 0,4%).

También la inversión flexiona a la baja.

Mal inicio de tercer trimestre en Italia.

Cae la actividad industrial y aumenta la tasa de paro.

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	Julio	Agosto
PIB	1,9	1,4	1,6	0,1	0,3	-0,1	-	...
Ventas al por menor	1,2	0,5	0,2	0,5	0,9	-1,7	...	...
Producción industrial	2,4	0,0	0,8	-3,0	-1,3	-1,6	-3,9	...
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	4,1	4,1
Balanza comercial (**)	-17,6	-13,7	-11,3	-8,9	-9,1	-8,6	...	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La economía británica afronta un escenario complicado: se espera que entre en recesión...

Reino Unido: demasiados frentes abiertos

El mismo día que el primer ministro, Gordon Brown, anunciaba un paquete de medidas destinadas a reavivar el sector inmobiliario, cuya propuesta fundamental era aumentar las exenciones al impuesto sobre la compra de viviendas, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico informaba que preveía que el Reino Unido entraría en recesión debido a la caída del PIB en el tercer y cuarto trimestres de 2008. Pocos días después, la Comisión Europea publicaba un pronós-

tico similar. Una semana antes, el ministro de economía, Alistair Darling, afirmaba que ésta sería la peor crisis de los últimos 60 años, deprimiendo la libra esterlina a sus mínimos desde 1999 frente al euro.

Para añadir más complejidad a la situación, el propio Tesoro tiene que lidiar con las críticas al rápido empeoramiento de las finanzas públicas. El coste de la rebaja de la fiscalidad en las compras de viviendas, que se cifra en unos 600 millones de libras, es un elemento más que va a contribuir a que el déficit público se acerque al 6% del PIB en 2009, según ciertas esti-

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	Julio	Agosto
PIB	2,9	3,1	3,1	2,8	2,3	1,4	-	...
Ventas al por menor	3,1	4,3	4,9	3,9	5,4	4,5	2,0	3,4
Producción industrial	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	-1,1	-1,9	...
Tasa de paro (*)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8
Precios de consumo	2,3	2,3	1,8	2,1	2,4	3,3	4,4	4,8
Balanza comercial (**)	-72,5	-83,2	-84,7	-88,4	-90,9	-92,9	-93,7	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,3	6,0	6,3	6,0	6,0	5,9	5,8
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra	98,0	103,9	104,3	102,2	97,6	92,6	92,8	92,5

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.

maciones que se manejan. Rápidamente se ha recordado que en 1975 un déficit público del orden del 7% provocó el paquete de salvamento del Fondo Monetario Internacional, una medida de infausto recuerdo en la historia económica británica. Finalmente, a mediados de septiembre, Mervyn King, en la carta que legalmente tiene que dirigir al ministro de economía cuando la inflación supera en un punto porcentual el objetivo del Banco de Inglaterra, reconocía que el IPC alcanzaría el 5% (en agosto fue del 4,7%). Este anuncio fue interpretado como un indicio anticipado que el Banco de Inglaterra no bajaría tipos a pesar de la crisis económica.

Todo ello, junto con una batería reciente de malos datos económicos, sugiere que el Reino Unido no ha encontrado una forma equilibrada de dar apoyo a su economía sin exacerbar otros desequilibrios acuciantes. Así, han coincidido en pocas semanas, junto al alarmante registro de inflación ya comentado, la publicación de datos negativos en materia de consumo (las ventas al por menor se situaron en julio en su mínimo desde 2006), producción industrial (tercera caída interanual consecutiva en julio) y tasa de paro (que aumentaba por segundo mes consecutivo en agosto).

...al tiempo que el déficit público escala a cotas preocupantes y la inflación repunta hasta cerca del 5%.

Malos datos de consumo, producción industrial y paro.

Regulación financiera: ¿rumbo a Basilea III?

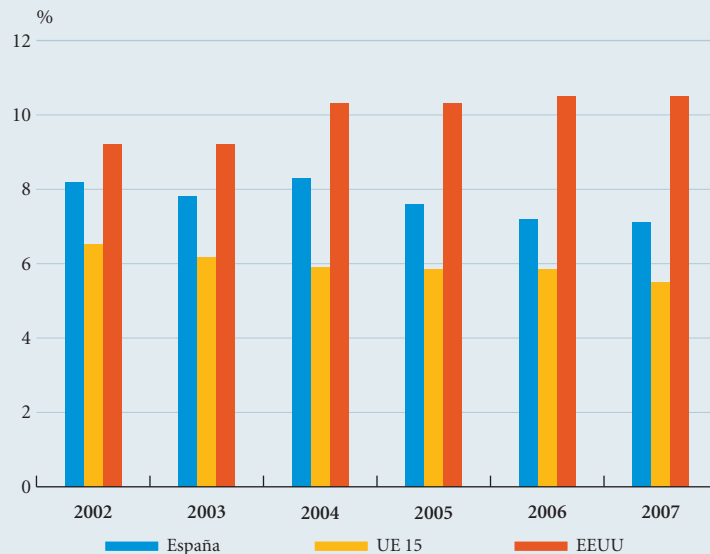
De todos los sectores de la economía, el sector bancario es uno de los más regulados. Aunque no hay una unanimidad absoluta, existe un fuerte consenso en que la importancia del sector para la buena marcha de la economía hace necesaria una regulación que asegure su estabilidad. La crisis financiera internacional del último año ha hecho que las voces críticas con el actual marco regulador se hayan multiplicado. Sin ir más lejos, en la conferencia anual que la Reserva Federal de Dallas celebró el pasado Agosto, Ben S. Bernanke reconoció que el marco regulador debe ser mejorado sustancialmente. Entonces, ¿qué ha fallado? ¿Cuáles son las nuevas propuestas?

Ante todo, cabe remarcar que la toma de riesgos es inherente a la actividad llevada a cabo por los intermediarios financieros. Son muchísimos los emprendedores que, gracias a las entidades financieras que aceptaron el riesgo de darles un crédito, llevaron a cabo sus proyectos y convirtieron su pequeño negocio en grandes empresas. Si la regulación pretendiera reducir a cero el riesgo que las entidades toman, la consiguiente caída de la oferta de crédito tendría enormes costes económicos. Por otro lado, también es cierto que en un mercado totalmente desregulado el riesgo que cada entidad financiera desearía tomar sería demasiado elevado, ya que no tendría en cuenta los efectos colaterales de sus posibles problemas de solvencia. El marco regulador ideal debe encontrar un punto medio entre estos dos extremos.

El instrumento central de la regulación ha consistido en ligar el capital que una entidad debe tener con el riesgo que decide tomar. A mayor riesgo, más capital para hacer frente a posibles pérdidas. Así, si un banco decide aumentar el riesgo de su activo, sus requisitos de capital serán mayores, de tal manera que el riesgo para los depositantes es el mismo, puesto que son los accionistas los que absorben las pérdidas. Esta es la característica principal del marco regulador que el Banco Internacional de Pagos (BIP) propuso en 1988, conocido como regulación de Basilea, y que acabó siendo adoptado por más de 100 países. El punto clave consiste en definir la dotación de capital necesaria para cada nivel de riesgo que asegura, con una altísima probabilidad, la solvencia de las entidades financieras. La regulación de Basilea clasifica los activos financieros en distintos grupos en función de su riesgo, y a cada uno le asigna un requisito de capital mínimo. Por ejemplo, si un banco sólo tiene deuda soberana

LA CAPITALIZACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL SE ENCUENTRA POR ENCIMA DE LA MEDIA DE LA UE

Ratio de capital sobre el total de activos



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

na, como es un activo muy seguro, el capital regulatorio mínimo es igual a cero. En cambio, si el activo de un banco está compuesto por deuda corporativa, que es más arriesgada, el 8% de su activo debe ser capital propio.

Pero este marco regulatorio fue cuestionado desde varios frentes. Por un lado, los requisitos de capital para cada tipo de activo son insensibles al ciclo económico aunque el nivel de riesgo varía, sin duda, a lo largo del ciclo. Además, la distinción de los activos por grupos en función de su riesgo es limitada ya que no captura el riesgo real de cada uno de ellos. Para dar respuesta a estas limitaciones, el BIP propuso en el año 2005 un nuevo marco regulatorio, Basilea II, que ya ha sido adoptado por los países de la UE (Estados Unidos tiene previsto hacerlo de forma progresiva). Una de las novedades más importantes es que los requisitos de capital pasan a ser una función del riesgo estimado del activo de cada entidad. Naturalmente, cuanto mayor es el riesgo estimado, mayor es el requerimiento de capital. Eso aumenta significativamente la eficiencia del marco regulatorio, ya que cada entidad provee capital por el riesgo real (estimado) de su activo.

De todas formas, esta nueva propuesta también ha sido objeto de varias críticas de economistas como Charles Goodhart (ex-miembro del comité de dirección del Banco Central de Inglaterra) o Raghuram Rajan (ex-economista jefe del Fondo Monetario Internacional). Por un lado, el hecho de que los requisitos de capital se hagan en función del riesgo estimado los hace excesivamente *contra-cíclicos*: durante periodos de bonanza económica, se tiende a subestimar el riesgo, lo que reduce las necesidades de capital, y lo contrario ocurre durante las recesiones, cuando los requisitos se disparan. Ello implica que durante las recesiones, los bancos se vean obligados a reducir la oferta de crédito, con los consiguientes efectos sobre el resto de la economía. Además, el hecho de que los requisitos de capital sean *contra-cíclicos* no permite que la regulación actúe de forma preventiva. En este sentido, cabe destacar el sistema de provisiones *pro-cíclicas* impulsado por el Banco de España, que ha cubierto esta deficiencia y está permitiendo que los bancos y cajas españoles afronten el periodo recesivo desde una posición de relativa fortaleza.

La crisis también ha puesto de manifiesto que la actual regulación no cubre por igual a todos los integrantes del mercado, dejando fuera, por ejemplo, a los bancos de inversión. La ausencia de un marco regulador similar al de los bancos comerciales es, en parte, el responsable de la toma excesiva de riesgos y del actual sufrimiento de este sector, que está viendo cuestionado su modelo de negocio.

A juzgar por las propuestas que se están discutiendo actualmente en distintos foros internacionales, la nueva regulación del sector financiero debe avanzar principalmente en tres aspectos. En primer lugar: reducir el carácter *contra-cíclico* de los requisitos de capital, lo que se podría conseguir, por ejemplo, obligando a las entidades financieras a tener una póliza de seguro que inyecte capital cuando el balance se deteriore por encima de un límite predeterminado. En segundo lugar: introducir unos requisitos de liquidez mínima del activo, lo que reduciría la dependencia de las entidades del mercado mayorista y de las inyecciones de liquidez de los bancos centrales en tiempos de crisis. Una regulación de este tipo tendría un carácter preventivo ya que aseguraría que las entidades financieras dispusieran de un cojín de liquidez después de un periodo expansivo. En tercer lugar: aumentar la transparencia del sistema financiero, estandarizando los nuevos productos y aumentando el nivel de desagregación de la información en los balances. Así se reduciría la incertidumbre durante los periodos de crisis.

Sin embargo, ninguna de estas propuestas está exenta de problemas: definir la fórmula para reducir el carácter *contra-cíclico* de los requisitos de capital no es tarea fácil, como tampoco lo es agrupar los activos en función de su liquidez, ya que ésta puede cambiar bruscamente en tiempos de inestabilidad. Asimismo, obligar a las entidades a aumentar el nivel de desagregación de su balance, además de ser una tarea muy compleja dada la variedad de instrumentos financieros existentes, podría menoscabar las estrategias comerciales de las entidades.

Parece que la necesidad de mejorar el actual marco regulador hará que la vida de Basilea II, en su formato actual, acabe siendo bastante corta. Sin embargo, antes de dar a luz a Basilea III se deberán haber analizado rigurosamente los costes y beneficios de cada nueva medida. Además, el nuevo marco regulador deberá ser lo suficientemente flexible para permitir el avance en la senda de la innovación financiera, aunque eso sí, controlando el riesgo.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Los bancos centrales siguen en la palestra luchando para conseguir atajar la crisis.

La crisis financiera perturba los mercados monetarios

La crisis financiera no da tregua a los bancos centrales, que se han empleado a fondo durante el mes de septiembre para evitar que el sistema financiero internacional acabara colapsado. Precisamente para impedir que las piezas del engranaje del crédito quedaran agarrotadas, las autoridades monetarias han tenido que volver a intervenir de forma coordinada inyectando liquidez. Sin embargo, hasta alcanzar este punto, los diferentes bancos centrales han tenido que ir dando repuestas a una crisis cuya intensidad está afectando de manera desigual.

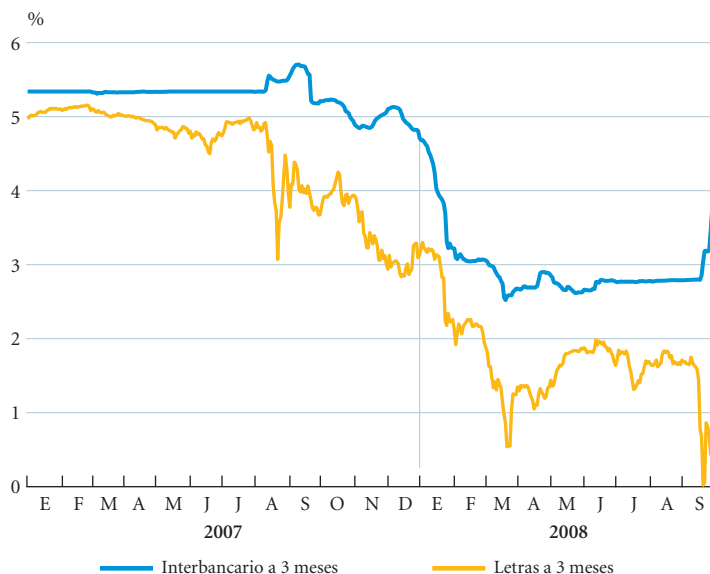
La situación actual es comparable a la de un terremoto de consecuencias devasta-

doras con el epicentro en Estados Unidos, donde los daños son cuantiosos. El contexto de una situación de menor crecimiento y alta inflación coloca a la Reserva Federal ante una difícil tesitura, como lo reconoció el propio banco emisor en el comunicado tras su última reunión el 16 de septiembre. En el mismo, admitía el incremento de las tensiones en los mercados financieros y afirmaba que tanto el riesgo de desaceleración como el de inflación seguían preocupando a los miembros de la Reserva Federal. Finalmente, decidió mantener el tipo de interés de referencia en el 2%.

Pero el mes de septiembre ha sido crítico por un conjunto de decisiones adoptadas por la Reserva Federal en combinación

AGRAVAMIENTO DE LAS TENSIONES EN EL MERCADO MONETARIO

Tipos de interés monetarios en Estados Unidos



NOTA: Último dato, 30 de septiembre.

FUENTE: Bloomberg.

con el Tesoro de Estados Unidos. De las mismas, destacan cuatro como las más importantes. En primer lugar, el 7 de septiembre el gobierno, a través del Tesoro, intervenía las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac, utilizando los poderes otorgados por el Congreso de los Estados Unidos en la ley aprobada el 24 de julio. Ambas agencias garantizan o tienen en su balance casi la mitad del mercado hipotecario del país, que asciende a unos 12 billones de dólares. A partir de ese momento, el gobierno asumía la gestión de forma temporal previéndose inyectar hasta 200.000 millones de dólares para evitar su quiebra. Ésta es de momento la mayor operación de rescate de la historia del país.

En segundo lugar, el 15 de septiembre se hacía pública la adquisición del banco de inversiones Merrill Lynch por parte de Bank of America y que otro banco de inversiones, Lehman Brothers, se declaraba en suspensión de pagos, convirtiéndose por el volumen en el más grande en la historia empresarial de los Estados Unidos.

En tercer lugar, el 17 de septiembre se producía el rescate de la primera aseguradora mundial, la estadounidense AIG. Esta compañía no podía capear la quiebra a través de una recapitalización debido a su gran exposición en seguros de derivados hipotecarios. El gobierno hizo números y se dió cuenta que si dejaba

Durante septiembre el Tesoro y la Fed intervienen Fannie Mae y Freddie Mac y toman el control de la mayor compañía de seguros del país.

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)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2007									
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	4,25	4,96	5,34	2,00	2,81	0,88	5,00	5,75	2,7
Septiembre (1)	4,25	5,12	5,48	2,00	3,77	0,92	5,00	6,27	2,7

NOTAS: (1) Día 21.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 3-8-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%), 7-12-06 (3,50%), 8-3-07 (3,75%), 6-6-07 (4,00%), 03-07-2008 (4,25%).

(3) Últimas fechas de variación: 11/12/07(4,25%),22-01-2008 (3,50%), 30-01-2008 (3,00%), 18-03-2008 (2,25%), 30-04-2008 (2,00%).

(4) Últimas fechas de variación: 10-5-07 (5,50%), 5-7-7 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-2-08 (5,25%), 10-4-08 (5,00%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

El Tesoro presenta un excepcional programa de rescate de activos deteriorados.

Tras los últimos movimientos, cambia la estructura del sistema financiero de los Estados Unidos.

El Banco Central Europeo revisa a la baja las previsiones de crecimiento y al alza las de inflación.

caer esta aseguradora existía el riesgo de implosión del sistema financiero. Fue entonces cuando el estado decidió intervenir y tomar un 79,9% del capital de la misma, a cambio de otorgar un préstamo instrumentalizado a través de la Reserva Federal por importe de 85.000 millones de dólares a 24 meses con un tipo de interés punitivo ligado al interbancario a 3 meses más 850 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%). Este préstamo estaba garantizado por los activos de AIG.

Pese a estas actuaciones, las turbulencias financieras no cesaban y el 19 de septiembre, ante el riesgo de que el sistema acabara colapsado, el secretario del Tesoro de Estados Unidos presentaba un plan para salvar al sistema de crédito del país y así estabilizar los mercados financieros. Este programa de rescate financiero sería el mayor desde la Gran Depresión iniciada en 1929 y plantea, primero, crear un fondo de hasta 700.000 millones de dólares autorizado a comprar activos deteriorados (principalmente bonos hipotecarios) de los balances bancarios. Segundo, crea una línea de crédito de apoyo a los fondos de inversión monetarios por un importe de 50.000 millones de dólares para garantizar temporalmente el valor de estos activos. Estos fondos son vitales, pues proporcionan financiación a corto plazo a empresas privadas y bancos.

El sistema financiero de Estados Unidos estaba basado en la división creada a raíz de la ley Glass-Steagall de 1933 entre bancos comerciales y la banca de inversión. A diferencia de los bancos comerciales, estos últimos tenían prohibido tomar depósitos. Esta ley fue revocada en 1999. Sin embargo, se mantenían varios bancos de inversiones independientes. Pero tras la quiebra de la mayoría de las entidades, los dos últimos grandes bancos de inversión, Goldman Sachs y Morgan Stanley, solicitaban a la Reserva Federal el 21 de sep-

tiembre una ficha bancaria estándar, es decir, ser considerados *holdings* bancarios. La Fed ordenó a su sucursal en Nueva York que, para facilitar la transición de estas instituciones, concediera los fondos necesarios a los dos bancos. Con esto puede afirmarse que se cierra una época y una estructura bancaria que ahora se asemeja más a la europea continental.

La banca europea no ha estado aislada de estas turbulencias y el Banco Central Europeo (BCE) también ha tenido que actuar de forma decidida. En la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de septiembre decidió mantener el tipo de interés de referencia en la eurozona en el 4,25%. En la conferencia de prensa posterior a la reunión, el BCE hizo públicas las últimas previsiones de su servicio de estudios. En las mismas, revisaba a la baja el crecimiento del producto interior bruto de la eurozona para 2008, del 1,8% al 1,4%, y subía la estimación de inflación, del 3,4% al 3,5%. También modificaba al alza la inflación esperada del año 2009, del 2,4% al 2,6%. De esta manera, no sorprendió a nadie que el presidente del BCE afirmara que los datos económicos publicados apuntan a que la inflación seguirá por encima de la definición de estabilidad de precios del BCE, es decir, del 2%. Además, a juicio de la autoridad monetaria, el análisis monetario basado en la expansión de la oferta crediticia confirma su tesis de que el riesgo de los precios es al alza.

El BCE diagnostica la situación económica de la eurozona como un episodio de débil actividad caracterizado por el fuerte incremento de los precios de las materias primas. Ello ha afectado a la confianza de los consumidores y a la demanda, aunque espera que este episodio sea breve y se produzca una recuperación del tono económico. Pero también está atento a las turbulencias financieras que han hecho aumentar la incertidumbre sobre la futu-

ra trayectoria de la economía. Este es el motivo por el que el BCE se abstuvo de seguir subiendo el tipo oficial tras el alza del 4% al 4,25% el mes de julio. A pesar de ello, el banco emisor volvió a repetir el mensaje sobre la necesidad de evitar que este incremento de precios acabe contagiando una subida de salarios. Sin embargo, matizó su dura posición con respecto a la inflación cuando Trichet afirmó que actualmente el instituto emisor no tiene ningún sesgo con respecto a la política monetaria.

Además, el banco central de la eurozona ha procedido a una revisión de las condiciones de valoración de los activos que utilizan los bancos en su ventanilla de liquidez para obtener financiación. Los mercados interbancarios llevan un año fuertemente tensionados y para conseguir liquidez las instituciones de crédito se han dirigido a la autoridad de Frankfurt con

activos que no podían colocar en el mercado secundario, convirtiéndola en prestamista de última instancia. Para evitar abusos, el banco emisor ha endurecido el sistema de garantías que se exige a la banca en la eurozona para prestarle liquidez. Este cambio entrará en vigor a partir del 1 de febrero de 2009. La nueva normativa implica que el BCE prestará menos dinero a cambio de los activos financieros que como colateral le ceden los bancos.

Ante el grave tensionamiento de los mercados interbancarios, los bancos centrales de los Estados Unidos, la eurozona, el Reino Unido, Japón, Suiza y Canadá actuaron conjuntamente el 18 de septiembre inyectando liquidez en dólares. Y aunque se hizo pública la cuantía de la ampliación que realizaba la Fed por un importe de 180.000 millones de dólares, la calma en los mercados apenas duró dos días.

El BCE revisa las valoraciones de los activos que los bancos utilizan para obtener liquidez.

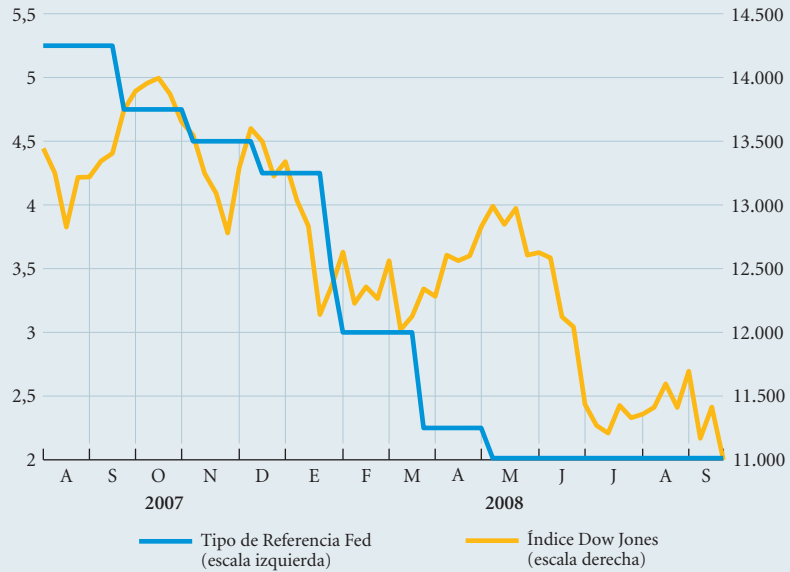
Siguen las grandes inyecciones de liquidez para evitar el colapso del interbancario.

¿Reaccionan la Fed y el BCE a los movimientos en los mercados financieros? ¿Deberían hacerlo?

El debate sobre cómo deberían responder los bancos centrales ante caídas en los mercados financieros ha tomado especial relevancia durante el último año. En el periodo de importantes subidas en los precios de los activos mobiliarios e inmobiliarios, el debate se centró en el papel que deberían desempeñar los bancos centrales para intentar «pinchar» una burbuja. Desde que la presente crisis financiera estalló el 9 de agosto de 2007, los dos mayores bancos centrales del planeta han aplicado respuestas diferentes a la crisis. Como podemos ver en el siguiente gráfico, la Reserva Federal ha rebajado los tipos de interés desde el 5,25% hasta el 2% en el último año, a medida que el índice Dow Jones de la bolsa de Nueva York se desplomaba. Por otro lado, el BCE mantuvo los tipos de interés de referencia constantes en el 4% desde agosto de 2007, e incluso los subió hasta el 4,25% en la reunión de julio de 2008, a pesar de la bajada del índice DJ Eurostoxx 50. ¿Podemos concluir ante esta evidencia que la Fed reacciona a los movimientos de la bolsa, mientras que el BCE los ignora? ¿Qué dice la teoría económica al respecto? En este recuadro intentamos explicar las respuestas de los dos bancos centrales a la crisis, y los pros y los contras de cada estrategia.

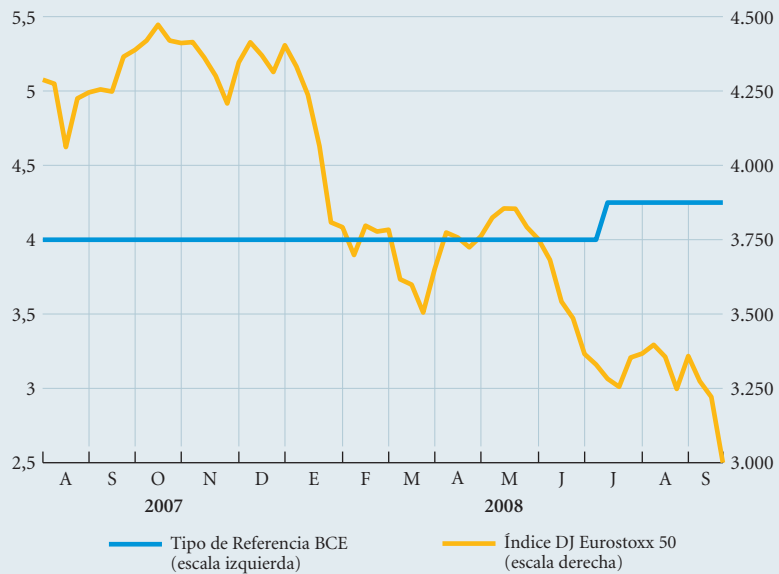
En primer lugar, cabe recordar que el BCE y la Fed tienen mandatos distintos. El BCE tiene como mandato principal la estabilidad del índice de precios al consumo. El BCE no ha bajado los tipos durante el último año porque la inflación ha permanecido en valores muy por encima del objetivo del 2%. De hecho, cuando estalló la

A MEDIDA QUE EL DOW JONES SE DERRUMBA LA FED REACCIONA...



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

...MIENTRAS EL BCE NO BAJA LOS TIPOS



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

crisis, el BCE ya había preanunciado una subida de tipos para septiembre de 2007 citando la creciente inflación en la zona del euro. Dicha subida se pospuso hasta julio de 2008 para dar un cierto respiro al sistema financiero. Ante la crisis, el BCE se decantó por utilizar las dos principales herramientas a su disposición para cumplir dos objetivos distintos. Al mantener los tipos de interés de referencia, el BCE ha intentado comunicar a los mercados su firmeza para controlar la inflación. Además, el BCE ha inyectado grandes cantidades de liquidez en el mercado interbancario mediante operaciones de recompra (*repos*) para reducir la presión sobre los tipos de interés en ese mercado (los *Euribor* a varios plazos).

Por otro lado, la Fed tiene un doble mandato de estabilidad de precios y máxima tasa de empleo sostenible. En un intento de aliviar la crisis económica y financiera y de evitar un aumento del paro, la Fed ha puesto toda la carne en el asador y ha rebajado los tipos de interés 325 puntos básicos durante el último año, además de crear nuevos instrumentos para inyectar más liquidez en el sistema financiero y rebajar los tipos en el mercado interbancario.⁽¹⁾ Por tanto, la Fed parece haber abandonado temporalmente el objetivo de inflación, que también ha aumentado en el último año hasta llegar al 5,4% en agosto de 2008, para centrarse en evitar una recesión en los Estados Unidos a toda costa.

¿Significa ello que la Fed «sigue los deseos de Wall Street», bajando los tipos de interés cuando los mercados financieros tienen problemas? No necesariamente. Si tanto el banco central como la bolsa anticipan una recesión, es posible que observemos simultáneamente una caída de los precios de las acciones (por la disminución de beneficios empresariales futuros) y una bajada de los tipos de interés sin que ello implique que la Fed siga a Wall Street.⁽²⁾ De hecho, el actual presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, en su tiempo de catedrático de la Universidad de Princeton fue un ferviente defensor de la tesis en la que los bancos centrales no deberían prestar atención a los precios de los activos financieros para fijar el tipo de interés de referencia.⁽³⁾ El banco central sólo debería reaccionar cuando un aumento de los precios de los activos (de la bolsa o del mercado de la vivienda) lleva a un calentamiento de la economía a través del *efecto riqueza*. Es decir, el banco central sólo debería reaccionar cuando el incremento del precio de los activos lleva a una aceleración del consumo y de la inversión que se acaba reflejando en un incremento de la inflación.

Las tesis sostenidas por Bernanke y sus coautores concluyen que los bancos centrales no deberían tener un objetivo para la inflación del precio de los activos, tal como lo tienen para la inflación del precio de los bienes de consumo, porque los primeros están más sujetos a la existencia de burbujas financieras. Ello conlleva dos problemas: primero, es difícil distinguir en tiempo real si el precio de un activo tiene un componente de burbuja financiera y en qué magnitud. Segundo, los movimientos en el tipo de interés necesarios para eliminar una burbuja financiera son de tal magnitud que podrían desestabilizar al resto de la economía gravemente. Un refinamiento de esta teoría es lo que se podría denominar como *doctrina Greenspan* de respuesta asimétrica de la política monetaria a los mercados financieros: dado que no podemos conocer el componente especulativo de los precios de los activos, el banco central no debería responder a los precios de los activos cuando éstos suben (más allá de su efecto inflacionario), pero sí debería reaccionar cuando éstos bajan y se descubre con certidumbre que la burbuja ha estallado.

El problema de esta forma de proceder aparece cuando la economía se encuentra bajo el efecto consecutivo de varias burbujas, como ha sido el caso de la economía de los Estados Unidos en la última década (en la bolsa, el

(1) Véase nuestro informe mensual de mayo de 2008.

(2) Sin embargo, la bajada de 75 puntos básicos anunciada por el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC en inglés) en la reunión sorpresa de la Fed del 22 de enero de 2008, en un contexto de bajadas en los índices de las mayores bolsas mundiales, ha ayudado a los defensores de la tesis de que la Fed sigue lo que hace Wall Street.

(3) Véase, por ejemplo, B. Bernanke y M. Gertler, 2000, «Monetary Policy and Asset Price Volatility», Documento de Trabajo del NBER 7559.

mercado de la vivienda, las materias primas, etc.). Además, es muy posible que los bajos tipos de interés alimenten nuevas burbujas, como por ejemplo en el mercado inmobiliario. Por ello, otros economistas (como Steven Cecchetti, actualmente en el BIS) sugieren que el banco central sí debería reaccionar subiendo los tipos de interés ante la sospecha de que existan burbujas incluso antes de que aparezcan signos de calentamiento en el resto de la economía. Si bien es cierto que es difícil detectar una burbuja financiera, sus síntomas se suelen hacer evidentes, al menos cualitativamente.

Por último, una tercera corriente hace hincapié en el papel que puede tener el banco central o la autoridad supervisora de los bancos en tomar medidas contracíclicas para reducir el impacto de las burbujas financieras sobre la actividad real, sin necesidad de variar los tipos de interés de referencia. Por ejemplo, se puede obligar a los bancos comerciales a provisionar fondos adicionales o a ampliar capital para financiar aquellas actividades de las que se pueda sospechar que alimentan una burbuja.⁽⁴⁾ Algunas de las propuestas de cambio en la regulación bancaria que se están discutiendo actualmente van precisamente en esta dirección.

En definitiva, el BCE ha dedicado el último año a mantener la inflación bajo control y no ha prestado mucha atención a las bolsas europeas. Por otro lado, la Fed ha utilizado toda su munición para evitar una recesión a toda costa, y ello ha aumentado la percepción de que reaccionaba a lo que sucedía en Wall Street, aunque no parece ser el caso. Tal como sugiere el gobernador Mishkin en un reciente discurso, lo que ha hecho la Fed es reaccionar a las consecuencias económicas de una bajada en los precios de los activos.⁽⁵⁾ Esta reacción puede tener sentido si pensamos que la estructura económica de las economías europea y americana son distintas. En los Estados Unidos hay más participación en los mercados financieros y más productos financieros asociados al mercado hipotecario, y por tanto la economía se halla más expuesta a fluctuaciones en los precios de los activos mobiliarios e inmobiliarios. De todos modos, esperemos que esta fase de tipos de interés bajos no conlleve la creación de nuevas burbujas en otros mercados.

(4) Véase Buitier, W., 2008, «Central Banks and Financial Crises,» artículo presentado en la conferencia organizada por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, Wyoming, en agosto de 2008.

(5) Véase F. Mishkin, 2008, «How Should We Respond to Asset Price Bubbles?», discurso pronunciado el día 15 de mayo de 2008 en Filadelfia, EEUU.

Hay que retroceder hasta los años cuarenta para observar las mismas rentabilidades en las letras del Tesoro de los Estados Unidos.

Convulsiones en los mercados de renta fija

La incertidumbre vivida en los mercados financieros por esta crisis ha provocado movimientos en los mercados de renta fija a corto plazo que pueden calificarse de verdaderos tsunamis financieros. Los movimientos más violentos se han vivido en los mercados de deuda pública y los interbancarios a corto plazo de Estados Unidos, Reino Unido y la eurozona.

En el caso de Estados Unidos, ante el pánico vivido por la sucesión de entidades

financieras con problemas durante el mes de septiembre, los inversores decidieron salir en desbandada de los activos de mayor riesgo y refugiarse en la deuda pública a corto plazo. La letra a tres meses del gobierno norteamericano llegó a cotizar una rentabilidad de tan sólo un 0,04% el 17 de septiembre. Algo inaudito que no se vivía desde el denominado Blitz de Londres, el bombardeo sostenido entre septiembre de 1940 y mayo de 1941, durante la Segunda Guerra Mundial.

Es decir, los inversores cambiaron de forma fulminante su objetivo en sus carte-

LAS LETRAS DEL TESORO ACTÚAN COMO REFUGIO

Tipo de interés de las letras del Tesoro de Estados Unidos a tres meses



NOTA: Último dato a 30 de septiembre de 2008.

FUENTE: Bloomberg.

ras. Ya no se trata de alcanzar la máxima rentabilidad posible asumiendo un nivel de riesgo preestablecido, sino que el fin último es proteger el capital. Por este motivo, la rentabilidad obtenida con la inversión es lo de menos, lo importante es que son letras del Tesoro y lo que se busca es la máxima seguridad. Para tener una idea de la ruptura que supone este movimiento en los mercados, hay que recordar que las letras a tres meses suelen cotizar una rentabilidad cercana al tipo de inte-

rés de referencia del banco central. En el caso de los Estados Unidos, éste es actualmente de un 2%. En cambio, el tipo de interés a tres meses en el mercado interbancario de los Estados Unidos alcanzaba un máximo del 3,77% el 21 de septiembre. Es decir, los bancos solicitaban una prima de 177 puntos básicos al resto de la banca para prestarle dinero.

En Europa, el tensionamiento del mercado interbancario sigue intensificándose.

En Europa y el Reino Unido los mercados interbancarios mantienen su tensionamiento.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

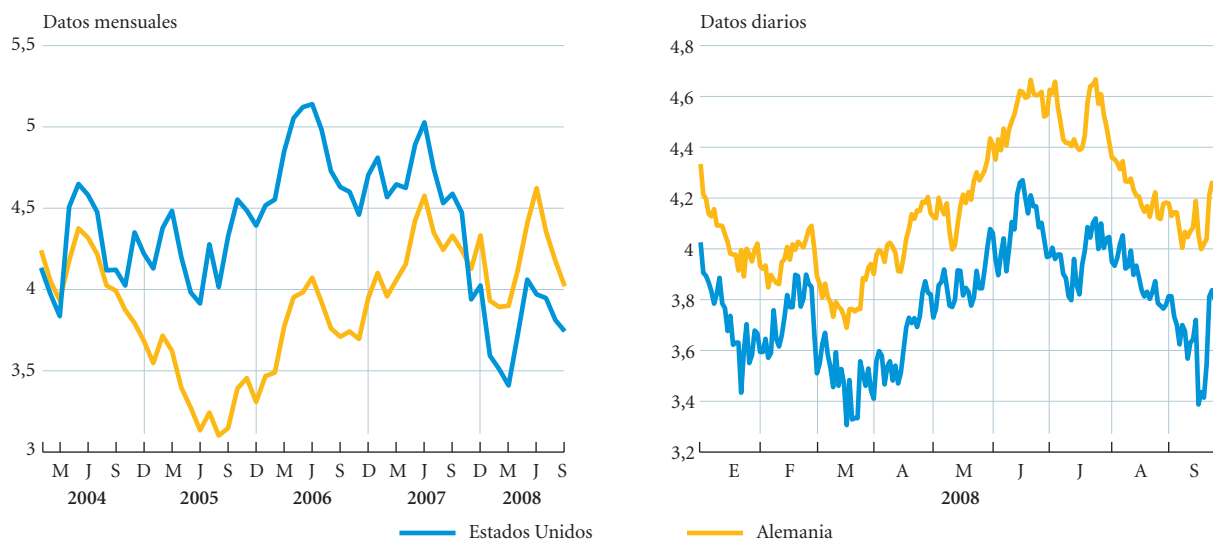
	2005	2006	2007		2008	
			Septiembre	Diciembre	Agosto	Septiembre (*)
Estados Unidos	4,39	4,70	4,59	4,02	3,81	3,84
Japón	3,31	1,69	1,69	1,51	1,42	1,49
Alemania	1,48	3,95	4,33	4,33	4,18	4,22
Reino Unido	4,10	4,74	5,01	4,51	4,48	4,61
Suiza	1,97	2,52	3,01	3,05	2,89	2,81

NOTA: (*) Día 25.

FUENTE: Bloomberg.

INTENSO MOVIMIENTO DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años, en porcentaje anual



NOTA: Último dato, 25 de septiembre.
FUENTE: Bloomberg.

Alta volatilidad en los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública.

Si al inicio de la crisis en agosto de 2007 el diferencial entre el tipo de interés oficial del BCE y el tipo de interés a tres meses del mercado interbancario era de 74 puntos básicos, en septiembre alcanzó un diferencial de 87 puntos básicos. Una situación que se repite con mayor intensidad con el tipo de interés euríbor a un año. Así, en agosto de 2007 era de 78 puntos básicos y en cambio en la actualidad es de 123 puntos básicos, pues el euríbor a un año cotiza un 5,48%. Tampoco el Reino Unido se libra de la menor liquidez en el mercado interbancario, y el tipo de interés a tres meses en el mercado interbancario ha alcanzado el 6,27%.

Todo esto sucede a pesar de las inyecciones de liquidez por parte de los bancos emisores, que incluso han actuado coordinadamente para estabilizar unos mercados atezados por el temor a un colapso del sistema financiero internacional y la congelación de los mercados de crédito.

El panorama parece diferente en los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública

de Estados Unidos y la eurozona, porque si tomamos las cotizaciones del 29 de agosto y la comparamos con las de finales de septiembre los niveles son muy próximos. Por ejemplo, el bono a 10 años de la eurozona cotiza el 25 de septiembre un 4,22%, mientras que a finales de agosto era de 4,18%. Sin embargo, este análisis no refleja el fuerte movimiento vivido en el día a día durante el mes de septiembre. Se ha llegado aproximadamente al mismo punto que el de salida, pero el camino ha sido tortuoso, como se puede ver en el gráfico anterior.

Se mantiene la fuerte volatilidad en el mercado de divisas

El tipo de cambio euro-dólar ha vivido un intenso mes de septiembre, al vaivén de las noticias sobre las quiebras bancarias y el plan de rescate de la banca de Estados Unidos. Durante la primera mitad del mes se fortaleció a tenor de las malas noticias económicas sobre la eurozona. Continuaba prevaleciendo la visión de mediados de julio de que Estados Unidos

saldría de la crisis antes que la eurozona, que llevaba unos seis meses de retraso en el ciclo económico, y así se recuperaría antes, mientras que Europa se mantendría dentro de la tendencia a la desaceleración durante más tiempo.

Pero el 11 de septiembre el euro marcaba el mínimo de 1,40 contra el dólar y a partir de ese instante se inauguraba una tendencia de apreciación de la divisa europea que marcó un cambio de 1,48 el 22 de septiembre. El principal motivo fue la expectativa de la creación del fondo de 700.000 millones de dólares, pilar fundamental del plan de rescate de la banca de los Estados Unidos, al que si sumamos el gasto por la política fiscal de ayuda a las familias y los fondos que se utilizarán en entidades financieras concretas como Fannie Mae y Freddie Mac o AIG, alcanza la cifra de vértigo de más de un billón de dólares de endeudamiento adicional del sector público

estadounidense. Un aumento de la deuda pública de este volumen hace que los inversores internacionales pierdan interés en un activo que si bien está actuando de refugio, corre el riesgo de aumentar su oferta de forma brutal.

Es muy difícil que pueda calmarse la volatilidad de las cotizaciones del mercado de divisas en los próximos meses porque las draconianas medidas que se quieren tomar para atajar el riesgo sistémico no dejan tranquilos a unos mercados que no saben cómo reaccionarán los grandes tenedores de deuda pública en dólares, como China, o los grandes exportadores de petróleo, que poseen inmensas reservas exteriores en dólares invertidas en estos activos. Cualquier cambio en su política de inversiones tendría grandes consecuencias para el valor del dólar en los mercados internacionales.

El riesgo de una masiva emisión de deuda en los Estados Unidos afecta al dólar.

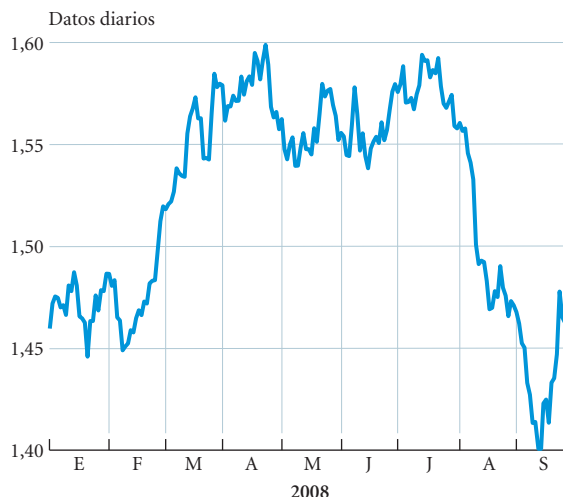
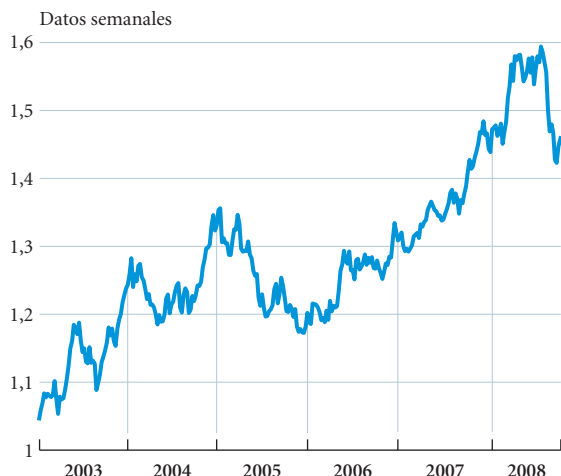
TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

26-09-08

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	106,1	-3,3	-5,4	-9,0
Libra esterlina	0,543	-0,2	7,7	9,4
Franco suizo	1,087	-1,2	-4,3	-7,7
Dólar canadiense	1,035	-1,3	3,5	3,0
Peso mexicano	10,773	5,7	-1,2	-1,4
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,462	-0,2	0,2	3,5
Yen japonés	155,1	-3,5	-4,9	-5,0
Franco suizo	1,589	-1,4	-3,9	-3,9
Libra esterlina	0,793	-0,4	7,9	13,2
Corona sueca	9,673	3,1	2,5	4,7
Corona danesa	7,461	0,0	0,0	0,1
Zloty polaco	3,360	1,0	-6,5	-11,1
Corona checa	24,39	-0,7	-8,1	-11,7
Forint húngaro	240,3	1,9	-5,0	-4,1

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

FUENTE: Bloomberg.



NOTA: Último dato, 26 de septiembre.
FUENTE: Bloomberg.

La volatilidad de las bolsas en máximos, reflejo de la preocupación de los inversores.

Situación de máxima tensión en las bolsas

La renta variable no ha sido ajena a la situación actual y el mejor indicador de la aversión al riesgo que se vive en los mercados es el índice de volatilidad de las bolsas. A ambos lados del Atlántico, los mercados de valores han alcanzado niveles vistos sólo al inicio de la crisis en agosto de 2007 y en los primeros meses de este año, cuando se produjo la fuerte caída inicial en la renta variable. Estos índices son asimilables al precio del riesgo en bolsa y, como puede comprobarse en el gráfico siguiente, están en unos niveles muy elevados, reflejo por otra parte del nivel de incertidumbre sobre los próximos meses.

La mayoría de bolsas presentan pérdidas desde el inicio del año, que van desde el 16% en Brasil hasta el 33% en Amsterdam. Y aunque este último mes las bolsas han intentado remontar, o como mínimo poner un suelo a las caídas, no lo han logrado, por la salida masiva de capitales. Así, por ejemplo, las bolsas de París y

Frankfort en Europa han caído alrededor de un 4,5%.

El rechazo al plan del tesoro de los Estados Unidos por el Congreso de los Estados Unidos en la votación celebrada el 29 de septiembre empeoró la situación y consiguió que desapareciera la poca confianza en los mercados de renta variable.

Sin embargo, la bolsa española se ha comportado mucho mejor en comparación con el resto, pues durante este último mes ha bajado sólo un 0,1%. Las fuertes alzas vividas en las cotizaciones del sector bancario español han apuntalado el índice selectivo español, Ibx 35, evolución a la que se ha sumado el buen comportamiento del sector de telecomunicaciones por su carácter defensivo en situaciones como las actuales.

Respecto a las bolsas de países emergentes, cabe citar la evolución de la bolsa rusa, que ha sido una de las más castigadas en los últimos meses. Las tensiones geopolíticas, que han comportado una salida de inversores internacionales, y el efecto de la cri-

La bolsa española lo hace mejor que el resto.

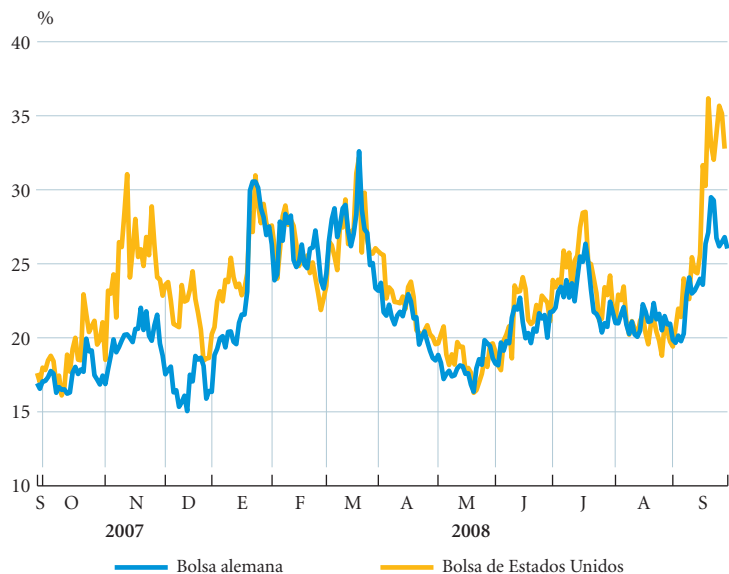
sis internacional han provocado una fuerte corrección, a pesar de las promesas de inyección de capital por parte del gobier-

no. Tampoco la bolsa china ha recuperado de forma significativa la fuerte caída que se ha producido a lo largo de todo este año.

Las bolsas emergentes también sufren los embates de la inestabilidad.

MÁXIMA AVERSIÓN AL RIESGO

Volatilidad de las bolsas



NOTA: Último dato, 25 de septiembre.
FUENTE: Bloomberg.

NUEVO INTENTO DE ESTABILIZACIÓN FALLIDO

Evolución de los índices bursátiles



NOTA: Último dato, 26 de septiembre.
FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

26-09-2008

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	10.992,9	-3,7	-17,1	-20,8
<i>Standard & Poor's</i>	1.197,7	-5,8	-18,4	-21,5
<i>Nasdaq</i>	2.158,5	-8,6	-18,6	-20,0
Tokio				
	11.893,2	-6,9	-22,3	-27,6
Londres				
	5.108,9	-6,6	-20,9	-20,6
Zona del euro				
<i>Francfort</i>	3.168,8	-3,9	-28,0	-27,4
<i>París</i>	6.075,3	-4,2	-24,7	-22,2
<i>Amsterdam</i>	4.170,7	-4,5	-25,7	-26,7
<i>Amsterdam</i>	359,1	-11,0	-30,4	-33,4
<i>Milán</i>	27.271,0	-2,5	-29,3	-31,9
<i>Madrid</i>	11.405,9	-0,1	-24,9	-21,4
Zurich				
	6.854,0	-3,4	-19,2	-22,6
Hong Kong				
	18.682,1	-11,3	-32,8	-29,3
Buenos Aires				
	1.678,4	-4,6	-22,0	-22,9
São Paulo				
	50.182,6	-7,7	-21,5	-16,0

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.

LAS BOLSAS RUSA Y CHINA NO ESCAPAN A LAS CORRECCIONES EN RENTA VARIABLE

Evolución de los índices bursátiles



NOTA: Último dato, 26 de septiembre.

FUENTE: Bloomberg.

Actividad económica

La economía, en horas bajas

La economía española se ha visto sacudida por un triple choque que continúa condicionando su evolución: una contracción global del crédito, el encarecimiento de las materias primas y un brusco frenazo de la construcción residencial. Algunos datos positivos del pasado verano, como la reversión parcial de la subida de los precios de las materias primas y una menor fortaleza del euro, han supuesto un cierto alivio. No obstante, la tendencia a la desaceleración de la demanda nacional ha continuado en los meses estivales.

En julio se frenó el deterioro del sector secundario al registrar el índice general de producción industrial un descenso inter-

anual del 4,4%, corregido de efectos de calendario, frente a la caída del 9,0% experimentada en el mes de junio. Con todo, la producción de bienes de consumo duraderos bajó el 16,6% en relación con el mismo mes de 2007. No obstante, algunas ramas industriales presentaban un notable dinamismo, como la fabricación de material electrónico, que anotó un alza interanual del 24,9%, y el material médico-quirúrgico y de precisión, con una subida del 5,4%.

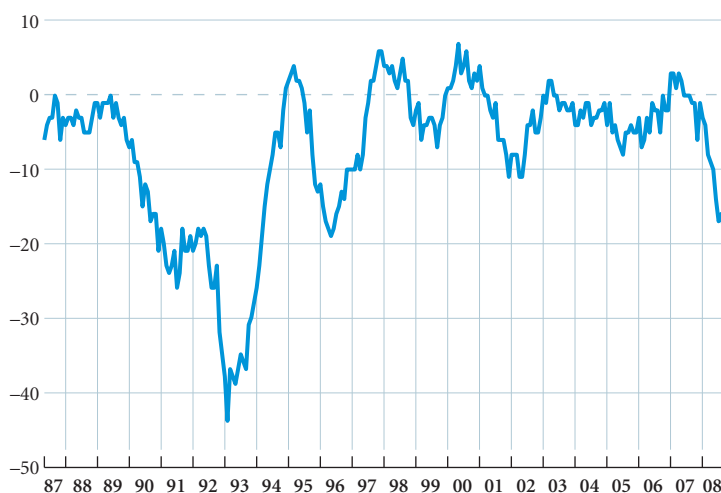
La confianza en la industria ha seguido deteriorándose en agosto, anotando la menor cota de los últimos doce años. Por otro lado, las entradas de pedidos en la industria sólo se incrementaron el 3,7% en julio con relación al mismo mes del

Continúa la tendencia a la desaceleración de la demanda nacional en los meses estivales.

La producción industrial disminuye.

DETERIORO DE LA CONFIANZA DE LA INDUSTRIA

Indicador de confianza en la industria (*)



NOTA: (*) Diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

FUENTE: Encuesta de la Comisión Europea.

La construcción prosigue su proceso de ajuste.

año anterior, si bien esta tasa representa una mejora respecto a la caída interanual registrada en junio.

Por su parte, la construcción continúa su proceso de ajuste. El precio del suelo bajó el 7,8% en el segundo trimestre en relación con el mismo periodo de 2007. El consumo de cemento en julio-agosto se redujo el 26,7% respecto a los mismos meses del año pasado, frente a un descenso interanual del 17,8% en el segundo trimestre. El indicador de clima en la construcción cayó en julio al menor nivel desde 1997, aunque en agosto experimentó una considerable recuperación.

En cuanto a los servicios, no parece que vayan a tomar el relevo. El índice de confianza del sector descendió en agosto hasta la cota más baja de la década. La cifra de negocios del sector terciario experimentó un decremento del 0,5% en julio, con relación al mismo mes del año precedente. A pesar de la atonía general, algunas ramas pulsaban con fuerza, como la investigación y seguridad, la informática, la limpieza industrial y el transporte marítimo, que presentaban tasas de aumento anual del 8%. Por el contrario, el comercio de vehículos y los servicios técnicos sufrían caídas superiores al 10%.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
Industria								
Consumo de electricidad (1)	4,0	4,4	2,5	4,9	3,3	2,7	1,6	2,2
Índice de producción industrial (2)	3,9	1,9	1,1	-0,2	-0,5	-5,1	-4,4	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,7	-0,3	-0,7	-3,3	-7,0	-11,9	-16,0	-18,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,5	81,3	82,1	81,1	81,3	80,3	-	79,3
Importación bienes interm. no energ. (5)	10,5	8,0	8,7	7,1	11,4	6,9	...	...
Construcción								
Consumo de cemento	8,5	0,2	-1,1	-1,9	-14,1	-17,8	-23,8	-30,2
Indicador de confianza en la construcción (3)	14,2	9,3	12,0	-1,3	-14,7	-17,3	-30,0	-15,0
Viviendas (visados obra nueva)	18,6	-24,7	-50,7	-33,6	-59,8	-52,5	...	...
Licitación oficial	31,3	-14,9	-30,0	-33,1	27,7	-13,3	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	2,1	2,4	3,1	-0,3	-3,6	-5,6	-6,0	...
Turistas extranjeros	4,1	1,5	1,5	1,6	5,3	0,9	-8,0	-1,8
Ingresos turismo	5,6	3,6	3,3	4,5	5,0	1,0	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-1,2	-4,4	-1,4	-5,3	-2,7	-0,7	...	...
Tráfico aéreo pasajeros	6,8	9,0	10,6	8,6	7,9	-0,7	-3,7	-2,4
Consumo de gasóleo automoción	5,5	4,8	4,2	4,7	-0,9	-2,8	...	...

NOTAS: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(3) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

(4) Encuesta de Coyuntura: porcentaje de utilización inferido de las respuestas.

(5) En volumen.

(6) Índice deflactado y corregido del efecto calendario.

FUENTES: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	2,3	1,2	0,9	-2,7	-0,8	-5,6	-3,6	...
Importación de bienes de consumo (**)	8,9	5,1	8,4	7,7	-1,2	-6,9	...	...
Matriculaciones de automóviles	-0,9	-1,2	-2,9	1,3	-15,3	-19,6	-27,4	-41,3
Crédito al consumo de bienes duraderos	14,5	10,0	6,9	9,9	8,8	7,1	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-12,3	-13,3	-12,3	-17,3	-20,0	-31,3	-39,0	-37,0
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	8,4	5,9	6,3	3,3	2,0	-3,1	-2,2	...
Importación de bienes de equipo (**)	3,2	9,8	-0,6	9,0	-16,0	-16,4	...	...
Matriculación de vehículos industriales	1,5	0,3	-3,0	4,7	-29,5	-34,0	-46,6	-57,0
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	9,0	7,3	7,6	7,5	4,3	0,2	...	...
Exportaciones	5,6	4,2	6,7	4,6	2,2	6,6	...	...

NOTAS: (*) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(**) En volumen.

(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

FUENTES: ANFAC, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea y elaboración propia.

La cifra de negocios del turismo disminuyó el 0,5% en julio en relación con el mismo mes del año anterior. Las entradas de turistas extranjeros se redujeron el 8,0% en julio y el 1,8% en agosto respecto a doce meses antes. No obstante, las pernoctaciones en establecimientos hoteleros subieron el 0,9% en julio en relación con el mismo mes de 2007 y las de los no residentes se incrementaron el 2,9%.

Por el lado de la demanda, el consumo sigue deprimido debido al deterioro de la confianza ante la perspectiva de una subida del paro y a los descensos de los precios de los activos en las bolsas y en el mercado inmobiliario. Es destacable el desplome de las ventas de automóviles de turismo en julio-agosto, con una caída interanual del 32,6%. Las ventas al por menor, sin incluir los coches, tuvieron una evolución no tan desfavorable al disminuir el 4,8% en julio respecto al mismo mes de 2007 a precios constantes y

corregidas del efecto calendario, frente a un descenso superior en el mes de junio. El índice de confianza del consumidor marcó la cota más baja de las últimas décadas en julio, y sólo mejoró ligeramente en agosto.

En cuanto a la inversión, está siendo afectada negativamente por la debilidad del consumo y la ralentización de la demanda exterior. La producción de bienes de equipo se redujo el 2,2% en los últimos doce meses, si bien menos que en junio. La matriculación de vehículos industriales intensificó su caída y en julio-agosto disminuyó el 50,8% en relación con el mismo bimestre del año anterior.

En este marco, la Comisión Europea ha publicado recientemente unas proyecciones sobre la evolución del producto interior bruto (PIB) de la economía española que incluyen una caída intertrimestral del 0,1% y del 0,3% en el tercer y cuarto tri-

Los servicios no compensan la debilidad de la industria y el frenazo del inmobiliario.

Desplome de las ventas de turismo en verano y retroceso importante de las ventas minoristas.

La Unión Europea pronostica la entrada en recesión técnica y el gobierno toma nuevas medidas para hacer frente a la situación.

mestres de 2008. El crecimiento del PIB en el conjunto del ejercicio se cifraría en un avance del 1,4%.

En estas condiciones, el ministro de economía, Pedro Solbes, ha reconocido el riesgo de recesión, y para hacerle frente el presidente del gobierno, José Luis Rodríguez Zapatero, anunció nuevas medidas para paliar la complicada situación inmobiliaria en la segunda semana de

septiembre. Así, se establece una nueva línea de financiación del Instituto de Crédito Oficial dotada con 3.000 millones de euros para ampliación de créditos de promotores que pongan los pisos en régimen de alquiler. Asimismo, también se anunció la creación de empresas dedicadas a la inversión en activos inmobiliarios para alquiler que coticen en bolsa con ventajas fiscales.

Mercado de trabajo

Se frena el deterioro del empleo en agosto

Al final de agosto el total de afiliados en alta laboral en la Seguridad Social se cifraba en 19.055.340 personas, sólo livianamente por encima de un año antes. Esto supone un deterioro respecto a agosto de 2007, cuando el número de afiliados crecía el 2,5%, pero representa un cierto alivio después de las tasas interanuales negativas registradas en junio y julio.

A pesar de esta mejora, en la industria y sobre todo en la construcción continuaba apreciándose la tendencia a la destrucción de empleo. En los últimos doce meses hasta agosto el número de afiliados en la

industria descendió el 2,2% y en la construcción el 12,2%. En cambio, en los servicios los afiliados aumentaron el 2,7%, sólo 2 décimas menos que en agosto de 2007.

La distinta evolución del empleo por sectores influyó en una caída interanual del número de afiliados masculinos del 2,2%, mientras que las féminas aumentaban el 3,1%, y su participación se elevó hasta un máximo histórico del 42,7%. Por su parte, los afiliados extranjeros crecieron el 5,5% en el último año, 2 puntos menos que en agosto de 2007. Pero mientras que la tasa de variación interanual de los hombres extranjeros bajó 6 puntos hasta el 2,4%, la de las mujeres aumentó más de 4 puntos hasta el 10,2%. Asimismo, los

Los servicios sostienen el nivel de empleo.

El porcentaje de afiliados extranjeros se sitúa en el 11,0%, una décima menos que el máximo histórico de junio.

DESTRUCCIÓN DE EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN

Variación intermensual anualizada del número de afiliados a la Seguridad Social en la construcción



NOTA: Serie de ciclo-tendencia.

FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y elaboración propia.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
Afiliados a la Seguridad Social								
Sectores de actividad								
<i>Industria</i>	0,0	2,5	2,5	2,4	0,3	-1,4	-2,4	-2,2
<i>Construcción</i>	8,7	3,3	2,3	0,5	-2,8	-7,8	-11,4	-12,2
<i>Servicios</i>	5,2	3,5	3,0	3,0	2,6	2,0	1,6	2,7
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	4,7	3,0	2,6	2,2	1,2	0,0	-0,9	0,1
<i>No asalariados</i>	2,2	2,8	2,9	2,9	2,3	1,1	0,1	-0,2
Total	4,3	3,0	2,7	2,4	1,4	0,2	-0,7	0,0
Población ocupada (*)	4,1	3,1	3,1	2,4	1,7	0,3	-	-
Puestos de trabajo (**)	3,2	2,9	2,9	2,2	1,4	0,4	-	-
Contratos registrados (***)								
Indefinidos	41,1	2,0	-1,6	-21,1	-11,8	-5,6	-11,3	-23,5
Temporales	4,7	0,3	-0,5	1,2	-6,5	-7,4	-6,9	-17,9
Total	7,9	0,5	-0,7	-2,1	-7,2	-7,2	-7,3	-18,4

NOTAS: (*) Estimación de la encuesta de población activa (las variaciones correspondientes a 2005 están corregidas del impacto de los cambios metodológicos).

(**) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(***) En el INEM.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Instituto de Empleo y elaboración propia.

El número de contratos anota una caída del 18% interanual en agosto debido al enfriamiento de la actividad económica.

provenientes de países de la Unión Europea se incrementaban a un mayor ritmo, el 7,6% frente al 4,4% de los no comunitarios. El porcentaje de afiliados extranjeros se situó en el 11,0%, una décima menos que el máximo de junio.

La evolución del número de contratos registrados en las oficinas públicas de empleo continuó manifestando el enfriamiento del mercado laboral en el último periodo. Así, en agosto el número de contratos total cayó el 18,4% en relación con el mismo mes del año anterior. De ellos, los indefinidos disminuyeron el 23,5%. No obstante, el peso del 9,3% de los contratos estables en el conjunto de la contratación se puede considerar como notable. En los ocho primeros meses del ejercicio se efectuaron 11.234.640 contratos, con un decremento del 8,4% respecto al mismo periodo de 2007.

El número de parados registrados supera los dos millones y medio

A resultas del deterioro en la creación de empleo y del aumento de la población activa, el número de parados registrados en las oficinas públicas de empleo siguió elevándose a un vivo ritmo en agosto hasta alcanzar 2.530.001 personas, el nivel más alto de la década. Esta cifra supuso un aumento de más de medio millón de personas con relación al mismo mes del año 2007, el 24,7%.

El desempleo aumentó en agosto en todos los sectores, incluso entre los que buscaban ocupación por primera vez. En los últimos doce meses el número de parados se incrementó sobre todo en la construcción, con una subida del 71,0%. No obstante, en términos absolutos el mayor aumento tuvo lugar en los servicios, con 242.544 parados más, el 19,9%. Tampoco

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Agosto 2008

	Parados	Variación sobre diciembre 2007		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	83.524	14.712	21,4	18.183	27,8	3,3
Industria	322.284	42.303	15,1	45.287	16,3	12,7
Construcción	429.060	145.193	51,1	178.177	71,0	17,0
Servicios	1.461.265	177.015	13,8	242.544	19,9	57,8
Primer empleo	233.868	21.231	10,0	17.514	8,1	9,2
Por sexos						
Hombres	1.162.191	277.052	31,3	362.406	45,3	45,9
Mujeres	1.367.810	123.402	9,9	139.299	11,3	54,1
Por edades						
Menores de 25 años	289.532	49.149	20,4	63.211	27,9	11,4
Resto de edades	2.240.469	351.305	18,6	438.494	24,3	88,6
TOTAL	2.530.001	400.454	18,8	501.705	24,7	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

la industria tuvo una buena evolución, con un ascenso del paro del 16,3%.

Por otra parte, según datos de Eurostat, en julio la tasa de paro española continuaba siendo la más alta de la Unión Europea, al colocarse en el 11,0% de la población activa. Las perspectivas son de una continuación de la tendencia ascendente del desempleo al debilitarse la actividad no sólo en la construcción, sino también en la industria, como atestiguan los recientes anuncios de planes de ajustes en el sector automovilístico.

Los costes laborales anotan el mayor crecimiento de los últimos cinco años

La subida de la inflación en el último periodo se está transmitiendo a los costes laborales. Y no solamente mediante las cláusulas de indexación salarial, generalizadas en el mercado laboral español, ya que el incremento pactado en convenios continuó elevándose hasta el 3,5% en el segundo trimestre, sin incluir las cláusulas de revisión salarial.

El coste laboral de las empresas se incrementó el 5,3% en el segundo trimestre con relación al mismo periodo del año anterior, según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral del Instituto Nacional de Estadística. Fue la mayor alza desde el primer trimestre del año 2003. Los costes salariales totales subieron el 5,1% hasta los 1.772,1 euros por trabajador y mes en promedio. Por su parte, los costes no salariales aumentaron el 5,7%. Su mayor componente, las cotizaciones obligatorias a la Seguridad Social, ascendió el 4,6%. El resto experimentó una elevación superior debido sobre todo a las indemnizaciones por despido.

Las tensiones salariales se generalizaron a todos los sectores. El salario ordinario, excluyendo pagos extraordinarios y atrasados, se cifró en 1.524,6 euros en promedio, con subidas interanuales del 5,4% en la industria y del 5,2% en la construcción y los servicios. De esta forma, el poder adquisitivo de los trabajadores registró un avance interanual del 0,6%.

Según Eurostat, la tasa de paro española sube en julio hasta el 11,0%, la más alta de la Unión Europea.

La subida de la inflación en el último periodo se está transmitiendo a los costes laborales.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	I	II
Incremento pactado en convenios (*)	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9	3,1	3,4	3,5
Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)	3,9	3,7	3,5	3,5	3,8	4,1	5,1	5,1
Encuesta trimestral de coste laboral								
Costes salariales								
Total	3,4	3,9	4,3	3,8	3,8	3,7	5,3	5,1
Industria	3,6	3,0	3,7	3,1	2,3	2,8	5,8	5,1
Construcción	3,7	4,8	5,5	3,9	4,8	5,1	4,8	6,5
Servicios	3,7	4,2	4,5	4,3	4,2	3,8	5,1	4,8
Ganancia media por hora trabajada	4,2	4,4	4,6	4,2	4,6	4,1	9,0	1,9
Otros costes laborales	3,6	4,4	3,2	4,0	5,2	5,3	4,5	5,7
Jornada laboral (***)	-0,6	-0,4	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	-3,5	3,1
Jornales agrarios	2,8	3,1	3,1	2,5	3,3	3,5	4,6	5,2
Coste laboral en la construcción	4,4	2,4	2,5	2,4	2,3	2,3	0,8	6,4

NOTAS: (*) No incluye cláusulas de revisión salarial. Datos acumulados.

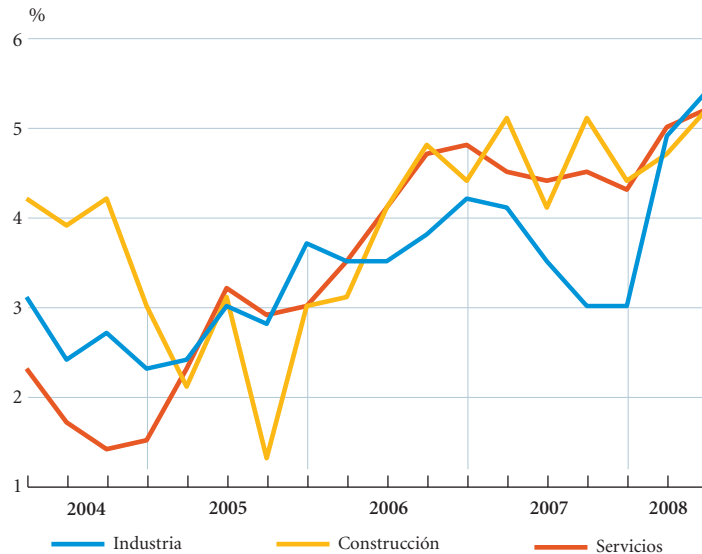
(**) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(***) Horas efectivas por trabajador y mes.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

TENSIONES SALARIALES EN TODOS LOS SECTORES

Variación interanual del coste salarial ordinario por trabajador



FUENTES: Encuesta trimestral del coste laboral y elaboración propia.

Precios

Relajación de la inflación gracias a la caída del precio del petróleo

Después de un año de fuertes tensiones inflacionistas, debido principalmente a la escalada del precio del crudo y otras materias primas, la brusca caída del precio del petróleo a partir de mediados de julio motivó una inflexión a la baja de la inflación en agosto. Así, después de haber alcanzado la cota máxima desde 1992 en el mes de julio, la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) disminuyó 4 décimas en agosto y se colocó en el 4,9%. De todas formas, esta tasa más que doblaba el nivel del 2,2% de doce meses antes.

El descenso de la inflación en agosto es atribuible a la reducción del precio de los carburantes y combustibles. La tasa de inflación de éstos cayó del 25,1% en julio al 20,0% en agosto, reflejando el desplome del precio del petróleo en los mercados internacionales.

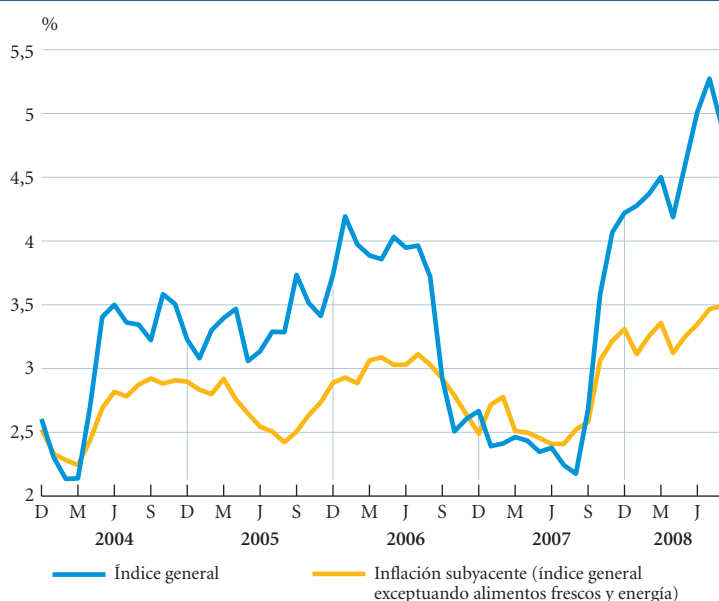
Los alimentos no elaborados, el otro gran componente volátil del IPC, también moderaron su inflación anual al 4,2% en agosto desde el 4,4% en el mes precedente. Destacó la bajada del precio del pescado fresco frente al alza experimentada en agosto de 2007. De este modo, los precios del pescado fresco anotaron un decremento interanual del 0,4%. Asimismo,

La tasa de variación anual del IPC baja 4 décimas en agosto hasta el 4,9%...

...debido al descenso del precio de los carburantes y combustibles.

LA INFLACIÓN BAJA DESPUÉS DE TRES MESES DE ASCENSOS

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	-0,2	2,1	4,9
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.

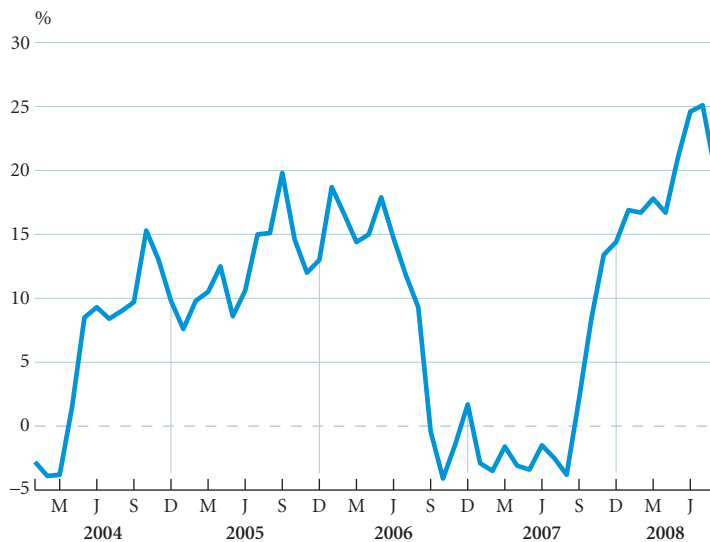
La moderación del pescado fresco y de las patatas compensa el repunte de las carnes de ovino, de vacuno y de cerdo.

las patatas redujeron su inflación interanual hasta el 3,2%. De este modo, compensaron los repuntes de la carne de ovino, de vacuno y de cerdo.

El núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, se mantuvo en el nivel del 3,5%. En el último periodo, no obstante, fue afectada por el encareci-

LOS CARBURANTES Y COMBUSTIBLES SE MODERAN

Variación interanual de los precios de los carburantes y combustibles



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Agosto

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,3	0,3	0,1	1,9	2,1	2,8	6,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	111,4	0,0	0,0	5,7	3,6	6,5	4,0
Vestido y calzado	94,3	-0,7	-0,7	-12,3	-12,9	1,0	0,4
Vivienda	112,3	0,1	-0,3	3,4	6,5	3,1	7,9
Menaje	105,1	0,0	0,0	1,2	1,2	2,6	2,5
Medicina	98,6	0,0	0,0	-2,5	0,1	-2,2	0,5
Transporte	111,3	-0,5	-2,3	4,2	5,7	-0,1	8,6
Comunicaciones	100,1	-0,1	-0,1	1,1	0,2	0,5	-0,1
Ocio y cultura	101,5	1,3	1,4	1,1	2,1	-0,9	0,2
Enseñanza	107,6	0,0	0,0	0,6	0,4	4,5	3,9
Hoteles, cafés y restaurantes	112,0	0,8	0,8	5,5	5,5	5,0	4,9
Otros	107,0	0,0	0,0	2,5	3,0	3,1	3,5
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	110,9	0,3	0,2	2,6	2,9	2,8	7,6
Alimentos sin elaboración	109,4	0,2	0,0	1,6	0,9	4,0	4,2
Conjunto no alimentario	106,6	0,1	-0,3	1,1	2,0	1,8	4,4
Bienes industriales	104,0	-0,4	-1,2	-1,6	0,0	-0,2	4,7
<i>Productos energéticos</i>	<i>120,0</i>	<i>-0,8</i>	<i>-3,9</i>	<i>5,8</i>	<i>11,6</i>	<i>-2,2</i>	<i>17,6</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>121,9</i>	<i>-1,0</i>	<i>-5,1</i>	<i>6,8</i>	<i>12,0</i>	<i>-3,8</i>	<i>20,0</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>98,8</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>-4,0</i>	<i>-3,9</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>
Servicios	109,4	0,6	0,6	3,9	4,1	3,9	4,0
Inflación subyacente (**)	105,9	0,2	0,3	0,9	1,0	2,5	3,5
ÍNDICE GENERAL	107,6	0,1	-0,2	1,4	2,1	2,2	4,9

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

miento de las materias primas y las rigideces en la formación de precios, de manera que se incrementó apreciablemente frente al 2,4% de junio de 2007.

Así, es notable la persistencia de tensiones inflacionistas en el sector servicios. Los precios del turismo y la hostelería se elevaron el 4,9% en los últimos doce meses hasta agosto, una décima más que en el mes anterior.

Por su parte, los alimentos elaborados cedieron 2 décimas de inflación en agosto, hasta el 7,6% interanual. De esta manera reflejaron una cierta normalización en los mercados internacionales de materias primas agrarias en los últimos meses, después de fuertes incrementos. Con todo, el precio de la leche, por ejemplo, todavía presentaba una variación interanual del 19,1%.

Los precios de los bienes industriales no energéticos se aceleran, pero sólo hasta el 0,5% interanual.

MEJORA DEL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA EUROZONA

Diferencia en la variación interanual del IPC armonizado entre España y la zona del euro



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

La inflación finalizará el año probablemente por debajo del 4%.

El otro bloque de la inflación subyacente, los bienes industriales no energéticos, continuó acelerándose, pero partiendo de niveles muy bajos. Así, en agosto anotó una inflación interanual del 0,5% frente al 0,3% de julio. La intensidad de las rebajas del último mes de la temporada fue similar a la del año anterior, y la inflación del vestido y del calzado permaneció en un reducido 0,4% interanual debido a la fuerte competencia.

El índice de inflación armonizado con la Unión Europea también subió el 4,9% en los últimos doce meses hasta agosto. Dado que la inflación en la eurozona descendió en menor medida, el diferencial disminuyó en dos décimas, hasta 1,1 puntos. Este descenso se explica en parte debido al mayor peso de los carburantes en la cesta de la compra española y a que los impuestos sobre éstos tienen un menor peso en el caso español, con lo que la bajada del precio de los carburantes tiene una mayor repercusión en el IPC nacional.

El reciente descenso de los precios de las materias primas empieza a reflejarse en los precios industriales.

Y, ¿cuáles son las perspectivas de la inflación? La baja del precio del oro negro y otras materias primas posibilitará que continúe la moderación de la inflación en los próximos meses. De esta manera, si no se produce un brusco cambio en el mercado petrolífero, lo más probable es que la tasa de inflación finalice el ejercicio por debajo del 4%.

Los precios mayoristas empiezan a ceder

Después de haber alcanzado las cotas máximas de los últimos años, los precios mayoristas empiezan a reflejar la inflexión a la baja de los precios de las materias primas desde julio. El brusco descenso del precio del petróleo desde niveles récord es de especial importancia, pero además otras materias primas, como las agrarias, también han bajado considerablemente.

Los precios industriales disminuyeron el 0,8% en agosto, a diferencia de la subida

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	3,2	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	2,4	-
Mayo	15,2	7,9	5,3	2,0	5,9	21,2	9,2	0,7	-0,1	3,2	3,4
Junio	8,7	9,0	5,4	2,1	6,3	25,5	10,3	1,1	-0,3	3,6	-
Julio	...	10,3	5,2	2,3	7,4	30,3	10,7	0,4	-0,1	4,9	-
Agosto	...	9,2	4,9	2,3	7,4	25,6	...	...	...	...	...

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

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

del 0,2% en el mismo mes de 2007. De esta forma, su tasa de inflación interanual se colocó en el 9,2%, 1,1 puntos menos que el nivel máximo desde octubre de 1984 registrado en julio de 2008. El principal descenso correspondió a la energía, cuya inflación interanual cayó 4,7 puntos hasta el 25,6%. La inflación de los bienes de consumo bajó 4 décimas hasta el 4,9%. Las tasas de inflación de los bienes de equipo y de los bienes intermedios en agosto se mantuvieron en los niveles anteriores.

Por ramas, las más inflacionistas son las más afectadas por el encarecimiento de las materias primas. Así, las coquerías y refino del petróleo subieron el 40,3% y la extracción de productos energéticos el 14,6%. Por su parte, los precios de la metalurgia se elevaron el 14,2% y los de la industria alimentaria el 8,8%. Por el con-

trario, los precios de la fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos descendieron el 1,2% en los últimos doce meses gracias a las ganancias de productividad y a la fuerte competencia en los mercados internacionales.

Por su parte, la inflación interanual de los precios de importación en julio continuó subiendo hasta el 10,7%, 4 décimas más que en el mes anterior. No obstante, el principal componente inflacionista, la energía, comenzó a flexionar a la baja, aunque su tasa de variación anual todavía se situaba en el 53,6%. En cambio, los bienes intermedios subieron el 4,9% respecto a julio de 2007, 1,3 puntos más que en junio. Por su parte, los precios de los bienes importados de consumo y de equipo se mantenían muy contenidos gracias a la fortaleza del euro, que alcanzó un máximo histórico en julio.

La inflación de los precios de importación continúa subiendo en julio a pesar de que el euro alcanzó un máximo histórico.

Sector exterior

El déficit comercial crece un 8,4% por el continuado deterioro de la balanza energética.

Sigue la corrección del déficit comercial no energético

En el periodo que abarca de enero a julio de 2008 el déficit comercial fue de 59.514 millones de euros, un incremento del 8,4% interanual que confirma que continúa aminorando la tendencia de deterioro. En lo concerniente a la tasa de cobertura, ésta se situó en el 65,8%, ligeramente por debajo del 66,1% del mismo periodo correspondiente al año anterior.

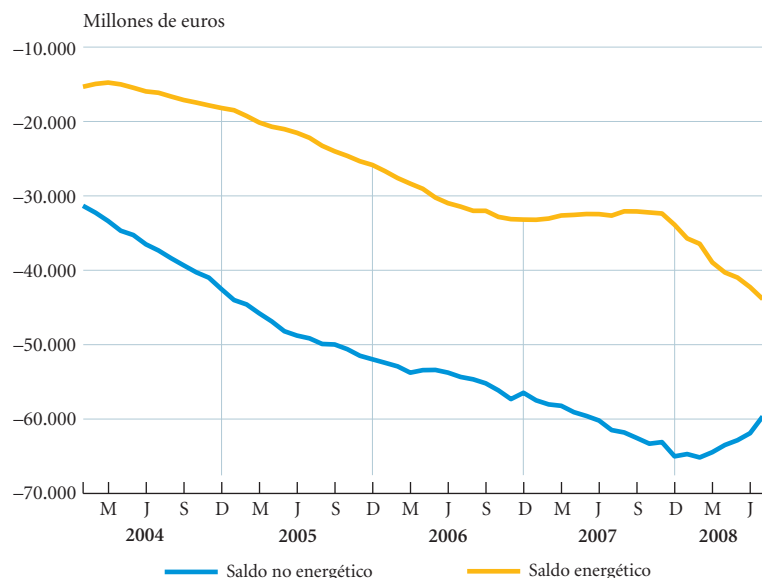
El aumento del desequilibrio comercial siguió estando causado por el deterioro de la balanza comercial energética, cuyo saldo negativo en el periodo enero-julio se incrementó en un 53,1% interanual,

pasando de 18.848 a los 28.857 millones de euros. Un aumento de 10.009 millones que no es compensado por la disminución de 5.372 millones en el saldo no energético. Éste, en enero-julio, se quedó en los 30.658 millones de euros, un 14,9% inferior al mismo periodo del año anterior. Esta mejora del saldo comercial no energético fue debida en su mayor parte a la balanza en bienes de consumo, secundada por la de bienes de capital. El saldo de bienes intermedios, empero, siguió deteriorándose.

En términos de entradas y salidas, cabe señalar que, en los primeros siete meses del año, las exportaciones crecieron un 7,2% interanual mientras que las impor-

EL DÉFICIT NO ENERGÉTICO SE CORRIGE

Saldo comercial por tipo de producto (*)



NOTA: (*) Suma 12 últimos meses.

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

COMERCIO EXTERIOR

Enero-julio 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	35.517	56,0	20,4	6.661	69,6	5,8	-28.857	18,8
Bienes de consumo	41.776	-5,5	24,0	40.922	4,8	35,7	-854	98,0
<i>Alimenticios</i>	9.079	4,2	5,2	13.269	7,0	11,6	4.190	146,1
<i>No alimenticios</i>	32.697	-8,4	18,8	27.653	0,1	24,1	-5.043	84,6
Bienes de capital	14.828	-12,8	8,5	10.084	1,8	8,8	-4.744	68,0
Bienes intermedios no energéticos	82.063	5,4	47,1	57.002	5,4	49,7	-25.060	69,5
Por áreas geográficas								
Unión Europea	95.965	-0,5	55,1	80.312	5,4	70,0	-15.652	83,7
<i>Zona del euro</i>	80.199	-1,2	46,0	64.248	4,6	56,0	-15.951	80,1
Otros países	78.219	19,6	44,9	34.357	11,6	30,0	-43.862	43,9
<i>Rusia</i>	5.419	12,6	3,1	1.695	52,3	1,5	-3.724	31,3
<i>EEUU</i>	6.939	23,9	4,0	4.497	-0,7	3,9	-2.442	64,8
<i>Japón</i>	3.353	-8,2	1,9	851	3,2	0,7	-2.502	25,4
<i>América Latina</i>	9.270	13,0	5,3	5.402	-11,9	4,7	-3.868	58,3
<i>OPEP</i>	17.305	42,4	9,9	3.835	30,4	3,3	-13.470	22,2
<i>Resto</i>	35.934	16,0	20,6	18.078	18,5	15,8	-17.856	50,3
TOTAL	174.184	7,6	100,0	114.669	7,2	100,0	-59.514	65,8

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

taciones se incrementaron en un 7,6%. Excluyendo el sector energético, la situación se invierte de forma drástica ya que el avance exportador fue del 4,8% interanual mientras que las importaciones disminuyeron un simbólico 0,3%. En este mismo periodo, en términos reales, descontando incrementos de precios, se amplía la brecha entre exportaciones e importaciones de mercancías a favor de las primeras, pues las exportaciones aumentaron un 5,1% interanual mientras que las importaciones aumentaron un 3,6%. Por sectores, los grupos de productos más dinámicos en la exportación fueron los energéticos, los alimenticios, los productos químicos y la maquinaria para la industria. En lo concerniente a las importaciones, si los productos energéticos

continuaron con una alza del 56,2%, la compra de vehículos terminados en el exterior cayó un 18,7%.

Finalmente, la descomposición del comercio por áreas geográficas sigue las tendencias recientes. En el periodo enero-julio, la Unión Europea continuó siendo el socio comercial de referencia de la economía española, siendo destino de un 70,0% de las exportaciones y origen del 55,1% de nuestras compras al exterior. Siguió destacando el crecimiento del 14,8% interanual de las importaciones de Asia, que llegan al 18,0% del total y donde destaca el continuado incremento del volumen del comercio bilateral con China. También continúan sintiéndose los efectos de la debilidad del dólar, ya

Disminuye el déficit no energético y, en términos reales, las exportaciones avanzan más que las importaciones.

Continúa aumentando el deterioro de la balanza corriente.

La balanza de rentas abandona sus fuertes crecimientos pero mantiene su peso.

que mientras las exportaciones a Estados Unidos han caído un 0,7% interanual, las importaciones aumentaron un notable 23,9%.

Balanza de pagos: menos inversión de cartera y más inversión directa

La balanza por cuenta corriente registró en junio un déficit de 8.471 millones de euros, un 16,6% por encima del nivel del mismo periodo del año anterior. La ampliación del desequilibrio corriente se debió al mayor déficit de la balanza de rentas en su totalidad, ya que sin este componente se habría producido una ligera corrección. El incremento del déficit de la balanza comercial, que va perdiendo fuerza, fue compensado por la acentuada

disminución del saldo negativo de los servicios no turísticos.

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 mantiene la desaceleración de su deterioro y en los doce meses que acaban en junio creció un 17,9% interanual, una tasa que va disminuyendo a causa de un aumento menos vigoroso del saldo negativo de la balanza de rentas y de transferencias corrientes.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, el proceso más destacado de los últimos meses es la drástica disminución del saldo de inversión en cartera, que continúa. Así, las entradas por inver-

BALANZA DE PAGOS

Junio 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	-46.731	12,7	-95.070	-10.470	12,4
Servicios					
<i>Turismo</i>	11.954	3,2	28.186	735	2,7
<i>Otros servicios</i>	-2.019	-36,2	-4.512	893	-16,5
Total	9.935	18,1	23.674	1.629	7,4
Rentas	-15.710	15,6	-33.626	-7.135	26,9
Transferencias	-6.110	40,2	-8.486	-1.250	17,3
Total	-58.615	14,9	-113.508	-17.227	17,9
Cuenta de capital	3.662	112,8	6.457	503	8,5
Balanza financiera					
Inversiones directas	12.939	-	-8.763	35.558	-80,2
Inversiones de cartera	-3.999	-	3.818	-165.450	-97,7
Otras inversiones	31.090	-	62.169	69.335	-
Total	40.029	-39,5	57.224	-60.557	-51,4
Errores y omisiones	3.959	54,8	5.146	3.385	192,1
Variación de activos del Banco de España	10.965	-	44.680	73.896	-

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.

sión de cartera de los últimos doce meses hasta junio fueron de 3.818 millones de euros, mientras que en el mismo periodo del año anterior habían sido de 169.268 millones. Esta disminución está siendo compensada por una disminución neta de activos del Banco de España de 44.680 millones de euros frente al aumento de activos en los correspondientes doce meses del año anterior de 29.216 millones. Aún más importante es el aumento de la cuenta correspondiente a otras inversiones, que ha pasado de un saldo negativo de 8.864 millones a otro positivo de 80.208 millones.

La partida «otras inversiones» corresponde fundamentalmente a préstamos, de-

pósitos y repos de otros sectores residentes, de administraciones públicas y de instituciones financieras monetarias. Partidas que están cobrando relevancia por el cambio en la forma de la cobertura de las necesidades de liquidez de las instituciones financieras españolas. Por su parte, la inversión directa de los últimos doce meses hasta junio redujo su saldo neto de salidas hasta los 8.763 millones de euros, menos de la quinta parte del registro correspondiente a finales de año. Una mejora que fue debida en su práctica totalidad al aumento de los flujos de entrada, las inversiones extranjeras en España, que en el mismo periodo aumentaron un 167,4% interanual.

Las entradas netas de inversión de cartera son prácticamente nulas mientras que otras inversiones toman el relevo.

Se recuperan las entradas de inversión directa mientras que la inversión en el exterior varía poco.

Sector público

La progresiva ralentización de la actividad económica y las medidas fiscales de estímulo económico del gobierno se traducen en un deterioro de las cuentas del Estado.

Tanto los impuestos directos como los indirectos bajan el 11% en los primeros ocho meses del ejercicio.

Ampliación del déficit de las cuentas del Estado

La progresiva ralentización de la actividad económica y las medidas fiscales de estímulo económico del gobierno se están traduciendo en un deterioro del déficit de las cuentas del Estado. Así, en el periodo enero-agosto los ingresos del Estado en términos de caja, es decir, según los flujos monetarios producidos, se cifraron en 122.892 millones de euros antes de las cesiones a las administraciones autonómicas y locales de acuerdo con el sistema de financiación vigente. Este importe representa una caída interanual del 10,2%.

El descenso de los ingresos del Estado hasta agosto se debió principalmente a la

desfavorable evolución de los impuestos, que constituyen más del 90% del total. En los ocho primeros meses del ejercicio tanto los impuestos directos como los indirectos anotaron bajadas interanuales del 11,3%.

La principal partida tributaria, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), recaudó 45.698 millones de euros en términos acumulados. Este montante supuso un descenso del 0,5% en relación con el mismo periodo del año anterior. Este decremento refleja el impacto de la detracción hasta 200 euros en las retenciones a cuenta de la deducción anticipada de 400 euros en la cuota líquida del impuesto, así como de la deducción anticipada por nacimiento y adop-

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Agosto 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	4.824	-65,2	81.588	-18,1
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	45	150,0	45.698	-0,5
Impuesto de sociedades	10.986	-37,2	20.237	-29,6
IVA	-4.570	156,6	30.536	-15,8
Impuestos especiales	1.823	0,0	13.011	0,0
Resto	1.045	51,9	13.410	4,3
Total	9.329	-48,8	122.892	-10,2
Pagos no financieros	9.308	-6,6	96.625	4,5
Saldo de caja	-4.484	-	-15.037	-
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-4.673	-	-14.638	-

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.

ción de hijos, la cual no existía en la primera mitad de 2007. Asimismo, también han incidido negativamente un aumento en las devoluciones efectuadas del 19,0% y la desfavorable evolución de las ganancias patrimoniales. Por su parte, el impuesto de sociedades disminuyó el 29,6% en un contexto de deceleración de los beneficios empresariales y también por la rebaja del tipo de gravamen por la reforma fiscal de 2007.

El decremento de los impuestos indirectos obedeció al comportamiento de la figura más importante del grupo, el impuesto sobre el valor añadido (IVA). Este impuesto sufrió una caída del 15,8% debido a la debilidad del consumo y al desplome del mercado inmobiliario, así como al nuevo régimen de consolidación fiscal para grupos de entidades y a un aumento de las devoluciones. Por su parte, los impuestos especiales registraron un estancamiento. Por otro lado, el resto de los ingresos del Estado creció el 4,3% gra-

cias al incremento de los beneficios del Banco de España.

En cuanto a los pagos no financieros del Estado, hasta agosto totalizaron 96.625 millones de euros, con un alza del 4,5%. Los pagos por operaciones corrientes subieron el 5,1% hasta 86.184 millones de euros y los correspondientes a operaciones de capital se redujeron el 0,1%.

Entre las operaciones corrientes los pagos de personal aumentaron el 6,7%. El mayor incremento de estas partidas fue el de los gastos financieros, que subieron el 10,4% hasta 13.417 millones de euros.

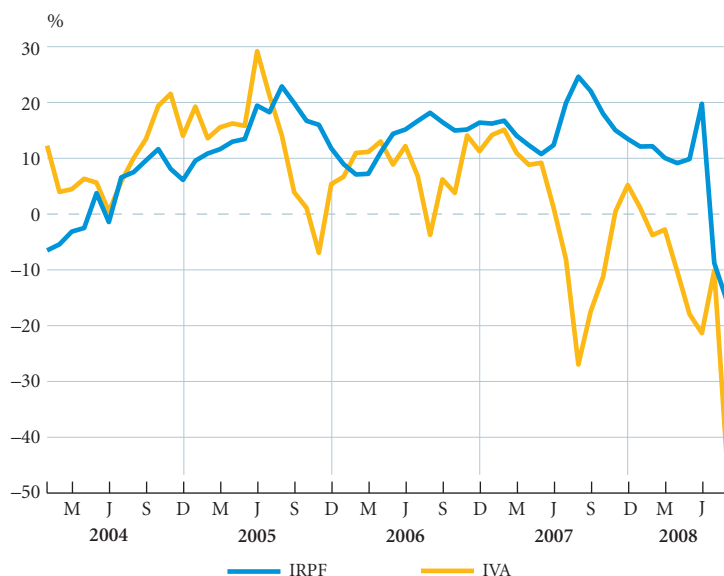
Por lo referente a las operaciones de capital, las inversiones reales se elevaron el 9,3%. Por el contrario, las transferencias de capital bajaron el 11,2% a causa de menores transferencias a los organismos autónomos. En este sentido, el Instituto para la Reestructuración de la Minería del Carbón no recibió ninguna transferencia y el

La recaudación por IRPF se estanca...

...mientras que la debilidad del consumo y el desplome del mercado inmobiliario ocasionan una caída del 16% del IVA.

BRUSCA CAÍDA DE LA RECAUDACIÓN IMPOSITIVA

Tasa de variación interanual de la media móvil de cuatro meses



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

El déficit del Estado se eleva hasta el 1,3% del PIB hasta agosto.

Consejo Superior de Investigaciones Científicas (CSIC) sólo percibió 16 millones de euros frente a 115 millones en el año pasado.

Dada la baja de los ingresos y la subida de los pagos, las cuentas del Estado registraron un déficit de caja no financiero por valor de 15.037 millones de euros. En términos de contabilidad nacional, es decir, atendiendo a los derechos y obligaciones generados, la necesidad de financiación alcanzó 14.638 millones de euros. Este déficit representa el 1,31% del producto interior bruto (PIB), que se contrapone a un superávit del 1,12% anotado en el mismo periodo de 2007, lo que ilustra el giro ocurrido al deteriorarse la coyuntura económica.

Por otro lado, en el periodo enero-agosto las cuentas de la Seguridad Social arroja-

ron un saldo positivo de 15.971,4 millones de euros. Este superávit resultó de un aumento de los derechos reconocidos del 8,9% y de un crecimiento de las obligaciones reconocidas del 10,1%. Es decir, los gastos están elevándose más que los ingresos debido mayormente al deterioro del mercado laboral, con una tendencia descendente de los cotizantes en alta laboral. Todo lo cual apunta a una reducción del superávit de la Seguridad Social en el próximo periodo.

En esta tesitura, después de haberse registrado un superávit de las administraciones públicas del 2,2% del PIB en 2007 las perspectivas han ido empeorando. Así, dado el agravamiento de la situación económica, el ministro de Economía, Pedro Solbes, ha sugerido a mediados de septiembre que el déficit público podría llegar al 2% del PIB en 2009.

Empeoramiento de las perspectivas del déficit público.

Ahorro y financiación

Frenazo del crédito al sector privado

La financiación al sector privado continuó moderándose en julio hasta anotar una tasa de variación interanual del 8,9%, menos de la mitad de la tasa correspondiente a un año antes, en un marco de condiciones menos laxas por parte de la oferta y de debilitamiento de la demanda de familias y empresas. Esta desaceleración se ha producido de manera muy intensa en los últimos meses. Así, en los siete primeros meses de 2008, el saldo crediticio aumentó en 81.702 millones de euros, menos de la mitad del aumento del mismo periodo de 2007, una tendencia que se ha acentuado en los meses más recientes.

En julio se intensificó la ralentización de la financiación a las empresas hasta el

9,7% interanual. Por sectores, con datos del Banco de España que alcanzan hasta junio, se aprecia que la tendencia a la ralentización es generalizada. Destaca la deceleración del crédito a la construcción, que pasó de un crecimiento interanual del 24,4% en junio de 2007 al 7,6% al final del primer semestre de 2008. Mayor todavía fue la aminoración del ritmo de crecimiento de las actividades inmobiliarias, cuya financiación pasó de aumentar el 41,8% al 11,0% en los últimos doce meses. El crédito nuevo a la industria en el segundo trimestre bajó el 60,0% respecto a un año antes. En cambio, el crédito a los servicios excluyendo a las actividades inmobiliarias apenas redujo su ritmo de avance, presentando una tasa de variación interanual del 21,8% en junio de 2008.

El crédito a los servicios apenas reduce su ritmo de avance.

SE ACENTÚA LA DESACELERACIÓN DE LA FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS

Variación interanual de la financiación a las sociedades no financieras



FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Julio 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	82.952	-7.890	-8,7	-4.886	-5,6	4,5	
Deudores con garantía real (*)	1.103.053	34.681	3,2	79.133	7,7	59,9	
Otros deudores a plazo	519.837	21.954	4,4	46.358	9,8	28,2	
Deudores a la vista	47.203	6.631	16,3	11.966	34,0	2,6	
Arrendamientos financieros	48.030	1.736	3,8	3.205	7,1	2,6	
Créditos dudosos	40.840	24.589	151,3	27.594	208,3	2,2	
TOTAL	1.841.915	81.702	4,6	163.368	9,7	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

También la expansión de los créditos a las familias continuó perdiendo vigor, con un incremento interanual del 7,8% en julio, menos de la mitad que un año antes. Con un poco más de detalle, y con datos hasta junio, se aprecia la fuerte mo-

deración de la financiación para la adquisición y rehabilitación de vivienda propia, con un crecimiento interanual del 8,7%. En este caso también han influido las expectativas de variación a la baja de los precios.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Segundo trimestre de 2008

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Financiación de actividades productivas						
Agricultura, ganadería y pesca	25.727	482	1,9	1.433	5,9	
Industria	148.218	6.647	4,7	16.073	12,2	
Construcción	155.600	2.147	1,4	11.049	7,6	
Servicios	661.762	38.945	6,3	93.579	16,5	
Total	991.307	48.221	5,1	122.134	14,1	
Financiación a personas físicas						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	639.975	21.763	3,5	51.281	8,7	
Adquisición de bienes de consumo duradero	57.726	1.150	2,0	3.828	7,1	
Otras financiaciones	119.101	4.639	4,1	6.967	6,2	
Total	816.802	27.552	3,5	62.076	8,2	
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	5.952	-136	-2,2	-2	0,0	
Resto sin clasificar	23.840	2.053	9,4	1.344	6,0	
TOTAL	1.837.902	77.690	4,4	185.551	11,2	

NOTA: (*) Del conjunto de las entidades de crédito: sistema bancario, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Los datos de constitución de hipotecas del Instituto Nacional de Estadística corroboran esta tendencia. Así, en junio el número de viviendas hipotecadas descendió el 37,7% en relación con el mismo mes del año anterior, frente a una caída interanual del 29,6% en el primer semestre. Además, en el mismo periodo el importe medio concedido bajó el 3,9%.

Menos marcada ha sido la pérdida de vigor del crédito para la compra de bienes duraderos (vehículos, muebles, electrodomésticos, etc.). Así, en el segundo trimestre mostraba un incremento interanual del 7,1%, 2,5 puntos menos que un año antes.

Por otro lado, el deterioro de la situación económica también se ha traducido en un aumento de la morosidad. En los últimos doce meses hasta julio el saldo de créditos dudosos se triplicó si bien partía de cotas muy bajas. La tasa de dudosa ascendió hasta el 2,2%. Por su parte, la tasa de morosidad del crédito hipotecario para adquisición de vivienda en junio se colocaba en un nivel menor, del 1,3%.

En cuanto a los tipos de interés, el tipo interbancario a doce meses apenas disminuyó 7 puntos básicos en promedio mensual en agosto tras haber marcado un máximo histórico en julio. La posibilidad de que el tipo de interés oficial del Banco Central Europeo hubiera alcanzado ya un techo en el 4,25% después de la subida de julio influyó en la cesión del euríbor a un año. De todas formas, las tensiones en los mercados financieros internacionales persisten, pese a que ha transcurrido más de un año del estallido de la crisis de las hipotecas norteamericanas de alto riesgo, lo que no favorece la relajación de las condiciones financieras.

De esta manera, el tipo de interés promedio de las operaciones de activo de las en-

tidades crediticias continuó ascendiendo en julio hasta el 6,36%, marcando la cota máxima de los últimos años, en consonancia con la trayectoria del tipo de interés de referencia de la eurozona. No obstante, en los últimos doce meses hasta julio el tipo de interés activo subió 73 puntos básicos, cerca de medio punto porcentual más que el aumento del tipo oficial en el mismo periodo. La explicación se halla en el aumento de la prima de riesgo incorporada en el tipo de interés interbancario. En efecto, el euríbor a un año se elevó 83 puntos básicos en los doce últimos meses hasta julio.

Los depósitos a plazo, la estrella del pasivo bancario

Las dificultades de la financiación bancaria en los mercados mayoristas a causa de la crisis en los mercados financieros internacionales han reavivado el interés de las entidades financieras en la captación de depósitos del sector privado. Así, el tipo de interés de los depósitos bancarios de las empresas y familias tendió a subir en los últimos meses hasta julio. Las mayores remuneraciones fueron alcanzadas por los depósitos a plazo de los particulares, que se colocaron en un promedio del 4,79% en julio, casi un 1% por encima de doce meses antes.

De esta forma, la mayor expansión anual del saldo de los depósitos fue anotada por las cuentas a plazo hasta dos años, que aumentaron el 48,4%, mientras que el conjunto de los depósitos se incrementó el 9,5%, prácticamente igual que en el mes anterior. En el último periodo, sin embargo, el ritmo de variación de los depósitos se ha aminorado considerablemente —era del 22,0% interanual en julio de 2007— reflejando la ralentización de la actividad económica. Las cuentas a la vista y de ahorro disminuían el 3,7% a consecuen-

El número de hipotecas cae el 38% en junio en relación con el mismo mes de 2007.

El tipo de interés de las operaciones de activo de las entidades crediticias sube en julio hasta la máxima cota de los últimos años.

La notable subida de las remuneraciones de las cuentas a plazo favorece una fuerte elevación de su saldo.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Julio 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	419.992	-18.065	-4,1	-15.944	-3,7	30,5	
A plazo hasta 2 años	451.048	98.342	27,9	147.205	48,4	32,7	
A plazo a más de 2 años	400.659	-1.315	-0,3	6.764	1,7	29,1	
Cesiones temporales	65.274	-20.318	-23,7	-14.778	-18,5	4,7	
Total	1.336.973	58.644	4,6	123.248	10,2	97,0	
Depósitos en monedas no euro	41.646	-2.198	-5,0	-3.914	-8,6	3,0	
TOTAL	1.378.619	56.446	4,3	119.335	9,5	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Prosiguen los reembolsos netos de los fondos de inversión mobiliaria en agosto, pero a un ritmo menor.

cia del bajo nivel de sus retribuciones. Mayor era el descenso de los depósitos en moneda extranjera, del 8,6%, debido en parte a unos diferenciales de tipos de interés menos atractivos con el exterior.

La dura competencia de los depósitos bancarios y la inestabilidad de los mercados financieros internacionales siguió afectando negativamente a otro producto como las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria. Así, el patrimonio de dichos fondos bajó el 24,6% en los doce últimos meses hasta agosto, situándose en 193.204 millones de euros. Los mayores descensos se produjeron en los fondos internacionales y de renta variable. En agosto prosiguió la sangría de reembolsos netos de participaciones, pero a un ritmo menor: 1.704 millones de euros frente a un total de 37.968 millones en los primeros ocho meses del ejercicio. El número de partícipes también continuó reduciéndose hasta 6.992.867, con un decremento del 21,2% en los últimos doce meses.

La rentabilidad media mensual de los fondos de inversión mobiliaria resultó del 0,3%, que no fue suficiente para devolver la media anual al negro. El mayor

rendimiento anual lo presentaban los fondos monetarios, con el 3,0%, seguidos por los garantizados de renta fija. Las mayores minusvalías correspondían a la renta variable de Japón, del 24,2%. No obstante, en los últimos 17 años el rendimiento medio anual del conjunto de fondos era del 4,3%.

Por su parte, el patrimonio de los fondos de inversión libre, los denominados *hedge funds*, continuaba aumentando. Así, al final del mes de agosto ascendía a 1.344 millones de euros, frente a los 818 del final de 2007. Este fuerte ritmo de crecimiento se explica en parte porque este producto se halla en sus primeras fases de desarrollo en el mercado español.

En cuanto a los seguros, otro instrumento de las carteras de los ahorradores, el volumen total de primas del seguro directo creció el 6,1% en el primer semestre en relación con el mismo periodo del año anterior. El mayor dinamismo fue experimentado por los ramos de vida, con un aumento anual del 9,2%. De los ramos de no vida, salud y multirriesgos subieron más del 8% anual. En cambio, las primas de los automóviles se estancaron en un marco de fuerte competencia.

Dinamismo del seguro de vida en el primer semestre.

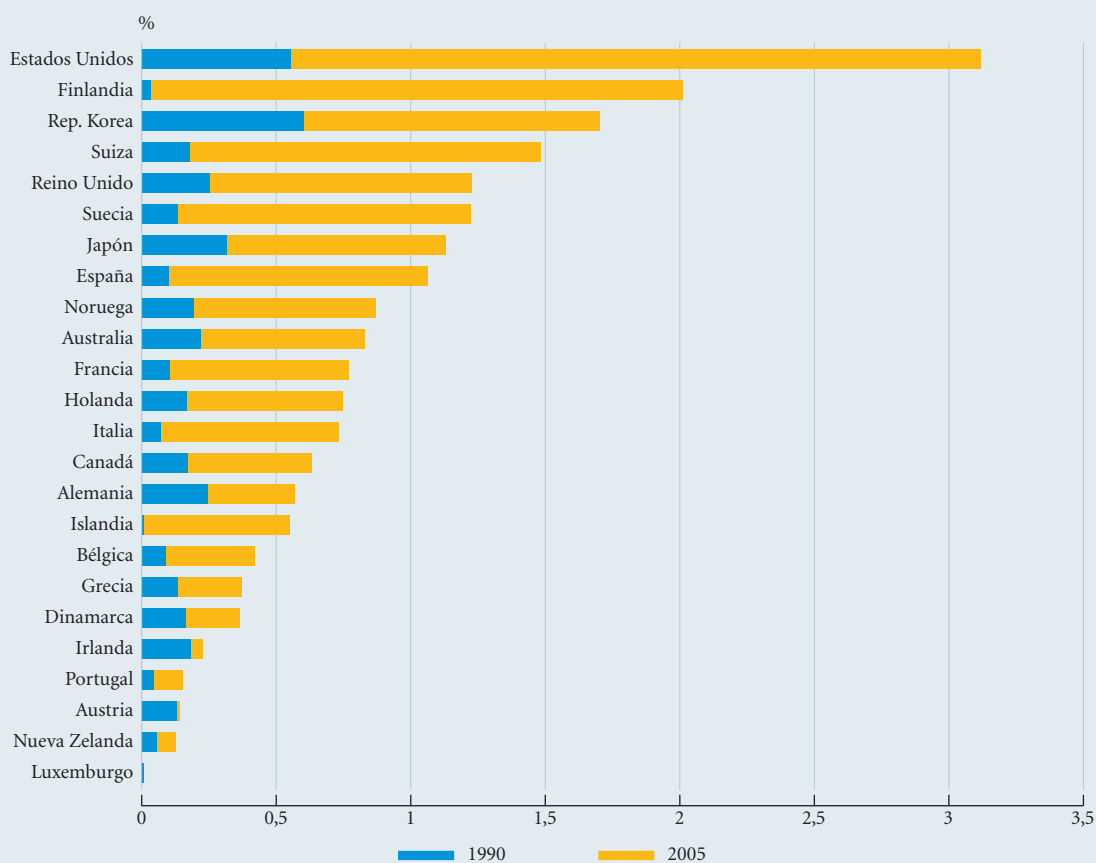
Banca relacional vs. mercados: ¿vuelta a los orígenes?

El huracán de la crisis *subprime* ha alcanzado fuerza 5 en las últimas semanas. Sus causas son bien conocidas: la relajación de los estándares de crédito, el estallido de la burbuja inmobiliaria y la incertidumbre acerca de quién está expuesto a las pérdidas. Más fundamentalmente, muchos analistas también coinciden en identificar el fuerte crecimiento de un modelo de banca no tradicional como una de las razones que nos ha traído la crisis financiera más importante de los últimos, como mínimo, 75 años. Se trata del modelo *originate-to-distribute*, que ha utilizado una serie de innovaciones financieras, como la titulización, para otorgar crédito sin preocuparse en demasía por la calidad crediticia. Al fin y al cabo, los préstamos se vendían al mercado con la ayuda de agencias de *rating* y bancos de inversión.

Hasta hace relativamente poco, existía una distinción bastante clara entre los sistemas financieros organizados en torno al mercado y aquellos que estaban intermediados por bancos minoristas tradicionales. En un sistema

AUMENTA LA ORGANIZACIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS EN TORNO AL MERCADO

Ratio del importe de las operaciones negociadas en mercados financieros sobre el crédito privado concedido por entidades tomadoras de depósitos



FUENTE: Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine (2000), «A New Database on Financial Development and Structure», *World Bank Economic Review* 14, 597-605. Revisión de agosto de 2007.

intermediado, los bancos establecen relaciones a largo plazo con sus clientes, captando depósitos que son utilizados para conceder préstamos. Esta relación a largo plazo permite a los bancos recabar la información necesaria para valorar la rentabilidad de los proyectos financiados con préstamos y ejercer el control necesario para garantizar su devolución. En un sistema basado en el mercado, la valoración y el control de estos proyectos se realiza de forma totalmente descentralizada. Los demandantes de crédito acuden al mercado emitiendo bonos cuyo precio será fijado en función de la rentabilidad y, por lo tanto, probabilidad de repago que los inversores atribuyan al proyecto. El control sobre los proyectos lo ejercen fundamentalmente los accionistas. Cada país ha optado por organizar su sistema financiero basándose, en mayor o menor medida, en uno de estos dos métodos (véase gráfico 1).

El modelo *originate-to-distribute* ha contribuido a difuminar la frontera entre estas dos formas de organización. Por una parte, se trata de un modelo de banca que origina créditos minoristas. Pero, por otra parte, la entidad que otorga los préstamos los transfiere al mercado de capitales a través de la titulización. Cuando un banco transforma parte de su cartera de préstamos en títulos y luego los vende en los mercados financieros consigue dos cosas: liquidez, y transferir el riesgo de los préstamos. La economía se puede beneficiar, pues, de una expansión del crédito disponible y, potencialmente, de una mejor distribución del riesgo, entre un mayor número de agentes y hacia aquéllos con un menor coste para soportarlo (fondos de pensiones, fondos soberanos, etc.).⁽¹⁾ El problema en la práctica ha radicado en la falta de incentivos que este tipo de banca ha tenido para garantizar que el cliente es solvente y minimizar, de esta manera, el riesgo de crédito; y, también, en la falta de transparencia de las titulizaciones que se empaquetaban de manera muy compleja en los famosos CDO. Se ha demostrado que el mercado había depositado una excesiva confianza en el control de la calidad de los títulos que podían ejercer las agencias de *rating* y los bancos de inversión que colocaban las emisiones de estos títulos.

La crisis financiera, sin embargo, ha puesto en cuestión la solidez del modelo de negocio *originate-to-distribute*. En primer lugar, las entidades que originaban los préstamos se han encontrado sin compradores para sus títulos. Además, al no contar con una base importante de depósitos para financiarse, el retraimiento de los fondos mayoristas disponibles las ha obligado a contraer fuertemente su actividad. Por otra parte, el aumento de la morosidad de la cartera de préstamos que no habían podido titularizar ha consumido su escaso capital –escaso porque a menudo se trataba de entidades que no captaban depósitos y, por ello, no estaban reguladas como otros bancos comerciales–. Además, su reputación puede haber quedado tocada en la medida en que han originado préstamos excesivamente arriesgados, como los *subprime*.

La banca de inversión, por su parte, también está sufriendo las consecuencias de la crisis y está viendo cuestionado su modelo de negocio, al menos en parte. Por un lado, estos bancos tienen en su activo títulos que pretendían empaquetar y vender. Con el cierre del mercado de estos productos, su venta ya no será posible. Por otro lado, la cartera de inversión de estos bancos también contiene títulos *subprime*. El pasivo de estas entidades no hace más que agravar la situación, puesto que los bancos de inversión están muy apalancados y su financiación es muy dependiente de instrumentos a corto plazo cuyos mercados se han secado. Tal y como ocurrió con Bearn Sterns, esta falta de liquidez ha llevado a la desaparición de algunos de estos bancos. Los que sobrevivan deberán mantener un nivel de capital más elevado, y probablemente decidan integrarse aguas abajo con la banca comercial para tener acceso a la financiación vía depósitos. La fusión de Merrill Lynch con Bank of America y la adqui-

(1) En contraste con las titulizaciones características del mercado norteamericano, la gran mayoría de titulizaciones de préstamos en España (95% desde 2004) se mantienen en el balance de las entidades financieras que los originan porque éstas retienen la gran mayoría de los tramos de primeras pérdidas.

sición por parte de Goldman Sachs y de Morgan Stanley de licencias de banca comercial son un ejemplo de pasos en esta dirección.

La situación de la banca minorista es, con la excepción de aquellos bancos que hayan invertido en *subprime*, relativamente menos dramática aunque también está sufriendo a corto plazo el aumento de la morosidad y el recelo de los inversores hacia cualquier forma de titulización. Sin embargo, aquellas entidades que cuenten con una amplia base de depósitos como fuente de financiación podrán sobrellevar mejor la crisis de liquidez.

En definitiva, la crisis *subprime* parece haber puesto en evidencia la vulnerabilidad y los riesgos de un modelo de banca muy alejado del concepto tradicional de banca minorista. Conocer al cliente, ofrecerle servicio y contar con su confianza y con sus ahorros a largo plazo vuelven a ser máximas para un modelo de banca en estos inicios del siglo XXI.

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

Octubre 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 subscripciones (altas, bajas...):
publicacioneseestudios@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.