

Informe Mensual



NÚMERO 318

La economía de Estados Unidos: solidez tras las llamas Pág. 8

A pesar de todo, sigue siendo una economía dinámica, productiva y flexible

Elecciones presidenciales 2008: ¿Y el ganador es...? Pág. 14

Fiscalidad, sanidad y medio ambiente separan las posiciones demócratas y republicanas

¿Adónde va el mercado de la vivienda en Estados Unidos? Pág. 17

El fin de la crisis inmobiliaria se hace esperar

El rebote del dólar, ¿nueva tendencia o efecto pasajero? Pág. 42

Intensa apreciación del dólar en los últimos meses

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	1,5	0,1	2,3	2,5	2,1	0,8	0,6
Japón	2,0	0,5	0,6	1,4	1,2	0,8	0,3	-0,1
Reino Unido	3,0	1,2	0,3	2,9	2,3	1,5	0,3	0,4
Zona del euro	2,6	1,1	0,2	2,1	2,1	1,4	0,7	0,2
<i>Alemania</i>	2,6	1,4	0,1	1,7	2,6	1,7	0,8	0,4
<i>Francia</i>	2,1	0,9	0,5	2,2	2,1	1,1	0,3	0,1
Precios de consumo								
Estados Unidos	2,9	4,2	1,3	4,0	4,1	4,4	5,3	3,1
Japón	0,1	1,3	0,5	0,5	1,0	1,4	2,2	0,6
Reino Unido	2,3	3,8	2,9	2,1	2,4	3,3	4,9	4,5
Zona del euro	2,1	3,4	1,8	2,9	3,4	3,6	3,8	2,6
<i>Alemania</i>	2,3	2,8	1,9	3,1	2,9	2,9	3,2	2,4
<i>Francia</i>	1,5	3,1	1,9	2,3	2,9	3,3	3,3	2,7
ECONOMÍA ESPAÑOLA								
	Previsiones			Previsiones				
Agregados macroeconómicos								
Consumo de los hogares	3,4	1,1	0,4	2,9	2,2	1,2	0,7	0,2
Consumo de las AAPP	4,9	4,0	4,1	4,4	3,6	3,8	4,4	4,3
Formación bruta de capital fijo	5,3	-1,0	-5,1	4,5	2,5	-0,2	-2,4	-4,1
<i>Bienes de equipo</i>	10,0	1,5	-3,8	7,1	5,2	2,3	0,5	-2,2
<i>Construcción</i>	3,8	-3,5	-7,7	2,9	0,3	-2,4	-5,1	-6,7
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	4,4	1,1	-0,5	3,8	2,8	1,5	0,5	-0,3
Exportación de bienes y servicios	4,9	3,8	2,1	4,0	4,3	4,1	3,5	3,1
Importación de bienes y servicios	6,2	2,2	-0,2	4,9	4,1	2,3	1,5	0,9
Producto interior bruto	3,7	1,4	0,1	3,3	2,6	1,8	0,9	0,2
Otras variables								
Empleo	2,9	-0,1	-1,5	2,2	1,4	0,4	-0,8	-1,3
Tasa de paro (% población activa)	8,3	10,9	13,6	8,6	9,6	10,4	11,3	12,1
Índice de precios de consumo	2,8	4,2	2,1	4,0	4,4	4,6	4,9	2,9
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	-9,6	-9,4	-9,6	-11,2	-9,0		
Saldo público (% PIB)	2,2	-1,5	-2,8					
MERCADOS FINANCIEROS								
	Previsiones			Previsiones				
Tipos de interés internacionales								
Fed Funds	5,0	2,1	1,2	4,5	3,2	2,1	2,0	1,2
Repo BCE	3,8	3,9	2,5	4,0	4,0	4,0	4,2	3,4
Bonos EEUU 10 años	4,6	3,7	3,7	4,3	3,6	3,9	3,8	3,5
Bonos alemanes 10 años	4,2	4,1	3,5	4,2	3,9	4,3	4,3	3,8
Tipos de cambio								
\$/Euro	1,37	1,46	1,29	1,45	1,50	1,56	1,51	1,29

Estados Unidos: más allá de la tormenta

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Perspectivas FMI
 - 8 *La economía de Estados Unidos: solidez tras las llamas*
- 10 Estados Unidos
- 14 *Elecciones presidenciales 2008: ¿Y el ganador es...?*
- 17 *¿Adónde va el mercado de la vivienda en Estados Unidos?*
- 20 Japón
- 22 China
- 24 México
- 25 Materias primas
- 28 Unión Europea
 - 28 Zona del euro
 - 30 Alemania
 - 32 Francia
 - 33 Italia
 - 33 Reino Unido
- 35 Mercados financieros
 - 35 Mercados monetarios y de capital
 - 42 *El rebote del dólar, ¿nueva tendencia o efecto pasajero?*
- 46 Coyuntura española
 - 46 Actividad económica
 - 51 Mercado de trabajo
 - 56 Precios
 - 61 Sector exterior
 - 64 Sector público
 - 70 Ahorro y financiación

Estados Unidos afronta uno de los momentos más complicados de su historia. El país se halla sumido en una profunda crisis inmobiliaria que lleva camino de convertirse en una de las más virulentas registradas. Vinculada a la misma, se ha desencadenado una crisis financiera que ha puesto seriamente en jaque la supervivencia del sistema financiero. Como colofón, las perspectivas de recesión son cada vez más consistentes.

Ante este panorama, el mundo se preocupa. El manido adagio de que cuando Estados Unidos estornuda el mundo se resfría, vuelve a primer plano. Por un tiempo, pareció plausible pensar en un desacople entre la economía estadounidense y la mundial. El vigor de los países emergentes, con China a la cabeza, pregonaba una nueva dinámica en la que éstos podían llegar a desempeñar el papel de locomotora tradicionalmente reservado al coloso americano. Al fin y al cabo, el grupo de los denominados BRICs (Brasil, Rusia, India y China) pesa un 21,5% del producto interior bruto mundial, en paridad de poder adquisitivo, lo mismo que Estados Unidos. Pero las turbulencias de los dos últimos meses en los mercados financieros y de materias primas han puesto en serios aprietos a varios emergentes, poniendo en cuestión la teoría del desacople. De pronto, nadie parece a salvo de la involución económica global.

Por eso todas las miradas se vuelven hacia los Estados Unidos, hacia su capacidad de estabilizar una economía que representa el paradigma del progreso por la vía del libre mercado. Y no sólo es cuestión de saber cuándo volverá la prosperidad ahora puesta en duda, sino el cómo. Las contundentes medidas adoptadas para hacer frente al colapso del sistema monetario y crediticio van en contra de la tradición de liberalización implementada a partir de los años ochenta y que sentó la prosperidad de los noventa y de principios de la década actual, irradiándose por todo el mundo. La gestión de las políticas económicas se halla bajo la luz de los focos, tras dos burbujas especulativas sucesivas –la tecnológica y la inmobiliaria– y una sucesión de deficiencias regulatorias que afloraron con Enron y que han culminado en el escándalo de las hipotecas *subprime*.

Además, las elecciones han puesto a los ciudadanos estadounidenses en la disyuntiva de escoger entre dos propuestas radicalmente distintas en materia fiscal y de gasto público. Aquellos que han confiado en Barack Obama han apostado por incrementar la redistribución de la renta y aumentar la inversión en infraestructuras e investigación. Aquellos que han preferido a John McCain, en cambio, han abogado por una reducción de las distorsiones creadas por los impuestos y por una importante disminución del gasto público. En otras materias, como en política energética, medioambiental o sanitaria, ambos candidatos han propuesto un cambio notable respecto a las políticas del presidente Bush, aunque, una vez más, han diferido en la forma de abordar las reformas.

El momento es crucial, pero Estados Unidos ha demostrado sobradamente su capacidad de superar las adversidades, de trabajar duro para alcanzar las metas personales y colectivas. Cuenta con una base y potencia productiva envidiable, con unos mercados flexibles y adaptables, con un sistema educativo y científico que genera la gran mayoría de premios Nobel que se otorgan cada año y con una mentalidad emprendedora que es apoyada y admirada por la propia sociedad. Ojalá el cambio de presidencia contribuya a generar un liderazgo capaz de afrontar los desafíos. Algo así como lo que representó la presidencia de Franklin Roosevelt, elegido en 1932, precisamente en los peores momentos de la Gran Depresión, convirtiéndose en el presidente más popular de la historia en sus doce años de mandato.

RESUMEN EJECUTIVO

A principios de octubre se orquesta el mayor rescate financiero de la historia...

...al tiempo que los bancos centrales coordinan un recorte de los tipos de interés de intervención.

Los efectos de estas medidas empiezan a ser apreciables en el mercado interbancario.

De la crisis financiera global al riesgo de recesión

En una conferencia en honor del noventa cumpleaños de Milton Friedman, Ben Bernanke, entonces miembro del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal, haciendo referencia a la tesis clásica del padre del monetarismo de que la subida de tipos de interés por parte de los bancos centrales en la década de 1930 contribuyó a convertir una recesión convencional en la Gran Depresión, afirmó textualmente: «Tenéis razón (refiriéndose a Friedman y a su coautora Anna Schwartz), lo hicimos. Lo sentimos. Gracias a vosotros, no volverá a suceder». No se trataba de vanas palabras protocolarias. Eran toda una doctrina cuya aplicación ha quedado clara: los bancos centrales, y por extensión los gobiernos, no iban a dejar que el sistema bancario quebrara nunca más.

Este mes de octubre hemos asistido al mayor rescate financiero de la historia. Se trataba de conjurar el riesgo sistémico de insolvencia y afrontar la preocupante falta de liquidez interbancaria. El día 2 de octubre, el Congreso norteamericano aprobaba un paquete de ayuda financiera de 700.000 millones de dólares. Poco después, el día 7 de octubre, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea, consensuaba trabajosamente unas directrices de salvamento de la banca europea que, dejando en manos de los países comunitarios su concreción, tenía como gran objetivo evitar la quiebra de entidades financieras europeas al tiempo que se ampliaban las garantías sobre los depósitos bancarios. A fin de remachar la respuesta coordinada internacional, al día siguiente, ocho de octubre, la mayoría de los principales bancos centrales nacio-

nales recortaban sus tipos oficiales de intervención en medio punto porcentual.

En las siguientes semanas, se iban conociendo una serie de medidas nacionales que combinaban la inyección de dinero público en el capital de las entidades financieras, diferentes modalidades de préstamo, la puesta en marcha de fondos destinados a adquirir activos y el aval público de las emisiones de activos bancarios. Hasta finales de mes, en la zona del euro, se habían impulsado planes nacionales de recapitalización equivalentes a más del 2% del producto interior bruto de la eurozona, además de disponer de 1,6 billones de euros en avales de emisiones de activos de los bancos. En el caso español, el día 10 de octubre se aprobaba la creación de un fondo de 50.000 millones de euros para la adquisición de activos financieros y, tres días después, una línea de concesión de avales por un montante total de 100.000 millones de euros para cubrir nuevas operaciones de financiación de las entidades de crédito. En paralelo a estas medidas, la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales nacionales se hacía aún más amplia.

A medida que estos planes se iban conociendo y las primeras entidades de crédito se beneficiaban de dichas acciones, los mercados financieros mayoristas han empezado a reaccionar favorablemente. Aunque todavía se está lejos de la normalización, cierta distensión de los tipos de interés interbancarios (el euríbor caía a finales de octubre por debajo del 5%) y una leve remisión de las primas de riesgo en el mercado de bonos privados apuntan a que el efecto de las extraordinarias medidas gubernamentales va en la dirección correcta. Sin embargo, la fuerte corrección de las bolsas y la continuada caída de

rentabilidad de la deuda pública implica que los inversores siguen protagonizando una «huida a la calidad» de alcance notable. ¿De qué se está huyendo?

La amenaza, una vez el frente del riesgo sistémico de la crisis parece estar en vías de resolución, se percibe en la dimensión de la economía real: los temores a una recesión global han tomado el relevo al miedo al colapso bancario generalizado. Aquí una primera cautela es obligada: la expresión «recesión global» no se refiere a que el producto interior bruto (PIB) mundial vaya a contraerse. El sentido que hay que dar a esta frase es el de crecimiento poco dinámico, en línea, por ejemplo, con la utilización que de la misma hace el Fondo Monetario Internacional (FMI) al referirse a la situación de recesión global como aquella en la cual el crecimiento económico mundial cae por debajo del 3%. Esto implica recesiones técnicas (es decir descenso del producto y del empleo en varios trimestres consecutivos) en economías avanzadas y desaceleraciones fuertes de la actividad en las economías en desarrollo.

Y, bien, ¿tiene visos de realidad este escenario de parón del crecimiento que los mercados parecen descontar? Aunque la sobre-reacción financiera se ha dado en notable medida en este mes de octubre, lo cierto es que los datos disponibles de actividad y precios confirman que la contracción económica ya se ha iniciado en Estados Unidos y en Europa. En el tercer trimestre, en tasa intertrimestral anualizada, el PIB cayó en Estados Unidos un 0,3%, mientras que en el Reino Unido lo hacía un 2,0%. Los indicadores de actividad disponibles sugieren que el patrón británico se repetirá en la zona del euro en su conjunto. Tras estos malos resultados a ambos lados del Atlántico se encuentra el debilitamiento de la demanda interna, con los consumidores ajustando el gasto y la inversión en horas bajas.

En España, las estimaciones del tercer trimestre apuntan a una contracción de la

actividad del 0,2% respecto al trimestre anterior. Los indicadores del periodo son concluyentes: se ha registrado un retroceso de la confianza económica hasta niveles similares a los de la recesión de 1992-1993, el estado de las empresas no financieras se ha debilitado y el consumo (especialmente en el segmento de bienes duraderos) sufre un fuerte ajuste. Por no hablar de la construcción inmobiliaria. Hay que resaltar la mejora del sector exterior, pero éste es un puntal claramente insuficiente para compensar la debilidad de la demanda interna.

Pero quizás donde se plasma la magnitud de la crisis económica de forma palmaria es en la evolución del mercado de trabajo. De acuerdo con la encuesta de población activa, en el tercer trimestre se produjo el primer descenso interanual del nivel de empleo desde 1994. En el último año se han destruido 164.000 empleos, fruto principalmente del deterioro laboral en el sector de la construcción y, en menor medida, en industria y agricultura. La tasa de paro, por su parte, se encaramó hasta el 11,3% de la población activa.

En este panorama tan sombrío, la inflación ofrece un respiro. De forma semejante a lo acaecido en las principales economías avanzadas, la inflación española viene desacelerándose con cierta intensidad desde los máximos anuales de julio pasado (momento en que superaba el 5% interanual). En octubre, de acuerdo con el avance de inflación armonizada, ésta se situó en el 3,6% interanual. Este movimiento se debe en gran medida a la remisión de las tensiones de la energía. Las perspectivas para los próximos meses en España y también en el resto de Europa y Estados Unidos, apuntan a una notable contención inflacionista.

El cambio de expectativas de inflación de los últimos meses allana el camino de los bancos centrales para proseguir los recortes de tipos de interés oficiales. Estas medidas, con toda probabilidad, van a seguir

El alivio en el frente financiero se ha visto empañado por las perspectivas de fuerte empeoramiento de la actividad global...

...una tesitura que la contracción del PIB en Europa y en América avala.

España no va a escapar de la recesión.

A los problemas en los países industrializados se suma un rápido deterioro de las economías emergentes...

siendo necesarias por cierto tiempo ya que en el último tramo de octubre se ha abierto un nuevo frente de preocupación, el de las economías emergentes. Aunque la crisis de los emergentes se ha venido fraguando desde los meses de verano, ha sido en octubre cuando se ha materializado plenamente. Como en episodios similares acaecidos en las décadas de los ochenta y de los noventa, la fuerte presión de los mercados no ha discriminado entre economías objetivamente diferenciadas. La «huida a la calidad» que antes comentábamos ha comportado notables salidas de capitales de las economías emergentes y fuertes tensiones en el frente financiero, reflejadas en abruptas depreciaciones de sus divisas y ampliaciones de sus diferenciales de deuda pública. Las bolsas emergentes, respondiendo a este cambio de percepción inversora, han sufrido cuantiosas pérdidas.

...circunscrito hasta la fecha al plano financiero pero de preocupante evolución.

A pesar de este movimiento conjunto, existen aspectos específicos que deberían jugar un papel en su evolución macroeconómica futura. Un primer grupo de emergentes ha visto empeoradas sus perspectivas de crecimiento debido a la caída de las cotizaciones de las materias primas. Sería el caso de una parte importante de las economías de América Latina y de ciertos exportadores de productos básicos y energéticos de África. Un segundo grupo que cabe identificar es el de las economías de Europa del Este. Son países con fuerte dependencia de la evolución de la eurozona y cuyo *boom* del crédito les ha obligado en un grado elevado a recurrir a financiación exterior. Ambos factores los sitúan en una coyuntura delicada.

En octubre, se salva un *match ball* bancario pero el partido continúa.

Finalmente, el movimiento de salida financiera de los emergentes ha suscitado dudas en países como Corea del Sur y China. Tanto el gigante asiático como Corea son economías notablemente integradas en los flujos globales de capitales y bienes y que están sufriendo el enfriamiento económico global. En el caso de China, la desaceleración del PIB en el ter-

cer trimestre, cuando se ralentizó cerca de un punto porcentual hasta situarse en el 9,1% interanual, indica que su ciclo no es ajeno a la crisis global.

Todo ello nos recuerda que, en un mundo globalizado, la posibilidad de escapar indemne a crisis globales es limitada y que la percepción de que los países emergentes podrían no sólo capear el temporal sino compensar la pérdida de actividad de los países industrializados era una falacia. En ese sentido, el FMI ha vuelto a la palestra, acudiendo al rescate de algunas de las economías más afectadas. Por su parte, la Reserva Federal, además de liderar la coordinación de los bancos centrales (incluyendo el de China) en el recorte de tipos de interés, ha concretado medidas para proveer liquidez en dólares a los bancos centrales de Brasil, México, Corea, Nueva Zelanda y Singapur. Quizás Estados Unidos es un líder económico en dificultades, pero hoy por hoy no se otea relevo en el horizonte.

En definitiva, octubre, un mes que evoca malos recuerdos en los mercados financieros, ha deparado su cuota de preocupación, sorpresas y alivios. Empezó bajo la amenaza de quiebra de una parte apreciable del sistema bancario, pero las extraordinarias maniobras de los bancos centrales y los gobiernos han sido capaces de contener esta primera embestida. Prácticamente de forma simultánea a la impresión de que se había salvado un *match ball* aparecía una amenaza igualmente preocupante, la de la recesión global. La confirmación de que las economías avanzadas están abocadas a unos trimestres más bien magros se ha visto empeorada por el rápido deterioro de la percepción sobre las economías emergentes. Acaba octubre con muchos frentes abiertos y un sensible pesimismo sobre el futuro pero, quizás, la lección de la Gran Depresión haya evitado males mayores.

31 de octubre de 2008

CRONOLOGÍA

2007

- 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.
- octubre** 7 El Gobierno español anuncia la creación de un **fondo para la compra de activos financieros** a las entidades de crédito hasta un máximo de 50.000 millones de euros y eleva la garantía de los depósitos e inversiones a 100.000 euros.
8 El **Banco Central Europeo**, la **Reserva Federal** y el **Banco de Inglaterra** recortan sus tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos, en una acción concertada con otros bancos centrales.
12 Los países de la eurozona acuerdan una **acción concertada** para reforzar el sistema financiero hasta el final de 2009.
13 El Gobierno autoriza el otorgamiento de **avales del Estado** hasta 100.000 millones de euros en 2008 a operaciones de financiación nuevas de las entidades financieras, con posible ampliación a 2009.
27 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra su nivel más bajo (8.175,8) desde 2003.
28 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota su nivel más bajo (7.905,4) desde 2004. El precio del **petróleo** calidad *Brent* cae hasta su nivel más bajo (60,84 dólares por barril) desde marzo de 2007.
29 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 1,00%.

AGENDA

Noviembre

- 4 Afiliación a la SS 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 (sept.). Avance IPCA (nov.).

Diciembre

- 2 Afiliación a la SS y paro registrado (noviembre).
4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
5 Índice de producción industrial (octubre).
12 IPC (noviembre).
16 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
17 IPC armonizado de la UE (noviembre).
18 Encuesta de coste laboral (tercer trimestre).
23 Ingresos y pagos del Estado (noviembre). Comercio exterior (octubre).
29 Precios industriales (noviembre).
30 Balanza de pagos (octubre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

El FMI reduce su previsión de crecimiento para 2009 al 3% para el total mundial y al 0,5% para las economías avanzadas.

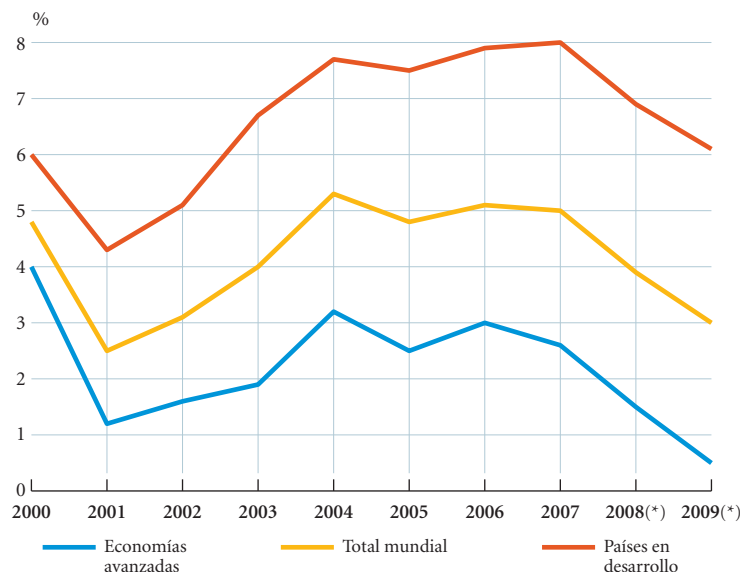
El FMI recorta las previsiones para 2009

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe de perspectivas de la economía mundial de octubre, reduce sus previsiones de crecimiento mundial para 2009 del 3,9% al 3,0% a causa de una crisis financiera que ha resultado más seria de lo que muchos pensaban. Las tensiones están teniendo importantes efectos sobre la actividad económica en general con riesgos de insolvencia cada vez mayores y quiebra de la confianza. Las autoridades monetarias han dado fuertes inyecciones de liquidez y se prevén cambios legislativos para apuntalar el sistema financiero.

La desaceleración ha sido mayor en las economías avanzadas, cuyo crecimiento esperado es del 1,5% para 2008 y del 0,5% para 2009. En el caso de las economías emergentes, inicialmente menos afectadas por las turbulencias del crédito, se mantiene un avance del 6,9% para 2008 pero se rebaja al 6,1% la proyección de crecimiento para 2009. Las consecuencias directas de la inestabilidad financiera han sido más mitigadas que en crisis pasadas gracias a la consolidación fiscal y a la vigorosa demanda interna. Se espera que las economías emergentes sigan dando soporte a la actividad global, pero si la debilidad de las economías avanzadas se prolonga las tasas de crecimiento evolucionarán a la baja.

EL CRECIMIENTO MUNDIAL VIRA A LA BAJA

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: (*) 2008 y 2009 son previsiones.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje

	2006	2007 (1)	2008 (1)	2009 (1)
PIB				
Estados Unidos	2,8	2,0	1,6	0,1
Japón	2,4	2,1	0,7	0,5
Alemania	3,0	2,5	1,8	0,0
Francia	2,2	2,2	0,8	0,2
Italia	1,8	1,5	-0,1	-0,2
Reino Unido	2,8	3,0	1,0	-0,1
España	3,9	3,7	1,4	-0,2
Zona del euro	2,8	2,6	1,3	0,2
Economías avanzadas	3,0	2,6	1,5	0,5
Total mundial	5,1	5,0	3,9	3,0
<i>Países en desarrollo</i>	<i>7,9</i>	<i>8,0</i>	<i>6,9</i>	<i>6,1</i>
<i>América Latina</i>	<i>5,5</i>	<i>5,6</i>	<i>4,6</i>	<i>3,2</i>
<i>Europa del Este y Central</i>	<i>6,7</i>	<i>5,7</i>	<i>4,5</i>	<i>3,4</i>
<i>Rusia</i>	<i>7,4</i>	<i>8,1</i>	<i>7,0</i>	<i>5,5</i>
<i>China</i>	<i>11,6</i>	<i>11,9</i>	<i>9,7</i>	<i>9,3</i>
Precios al consumo				
Estados Unidos	3,2	2,9	4,2	1,8
Japón	0,3	0,0	1,6	0,9
Alemania (2)	1,8	2,3	2,9	1,4
Francia (2)	1,9	1,6	3,4	1,6
Italia (2)	2,2	2,0	2,5	1,9
Reino Unido (2)	2,3	2,3	3,8	2,9
España (2)	3,6	2,8	4,5	2,6
Zona del euro (2)	2,2	2,1	3,5	1,9
Economías avanzadas	2,4	2,2	3,6	2,0
<i>Países en desarrollo</i>	<i>5,4</i>	<i>6,4</i>	<i>9,4</i>	<i>7,8</i>
Tasa de paro (3)				
Estados Unidos	4,6	4,6	5,6	6,9
Japón	4,1	3,8	4,1	4,5
Alemania	9,8	8,4	7,4	8,0
Francia	9,2	8,3	7,7	8,3
Italia	6,8	6,2	6,7	6,6
Reino Unido	5,4	5,4	5,4	6,0
España	8,5	8,3	11,2	14,7
Comercio mundial en volumen (4)	9,3	7,2	4,9	4,1
Precio del petróleo (\$/barril) (5)	20,5	10,7	50,8	-6,3

NOTAS: (1) Previsiones de octubre 2008.

(2) Índice de precios de consumo armonizado.

(3) Porcentaje de población activa.

(4) Bienes y servicios.

(5) Media de precios spot de las calidades Brent, Dubai Fateh and West Texas Intermediate oil. El precio medio del petróleo en dólares por barril previsto es de 107,25 en 2008 y 100,50 en 2009.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

La economía de Estados Unidos: solidez tras las llamas

Los índices bursátiles de todo el mundo registran caídas históricas y las perspectivas para la economía global se han ensombrecido. Estados Unidos difícilmente evitará una recesión y existe el riesgo de que sea una de las más profundas de los últimos 75 años. En momentos como éste es fácil perder de vista los puntos fuertes de la economía estadounidense. Sin embargo, un análisis sereno de sus fundamentos estructurales revela una imagen de relativa fortaleza. Se trata de una economía dinámica, productiva y flexible, cualidades que permiten ser optimista sobre su capacidad para superar la crisis financiera y económica a la que se enfrenta.

La de Estados Unidos es, de entre las grandes economías del mundo, la más productiva con diferencia. El año pasado, el PIB per cápita alcanzó los 45.600 dólares. Según datos de la Universidad de Groningen, a tipos de cambio de paridad de poder de compra, Japón, Francia, Alemania y Reino Unido se encontraban entre un 25% y un 30% por debajo de Estados Unidos, una desventaja que se ha mantenido relativamente estable a lo largo de los últimos años. El PIB per cápita español se encontraba a menos de un 65% del nivel estadounidense. La superioridad de Estados Unidos en esta dimensión se puede explicar por su mayor y mejor utilización del factor trabajo: la tasa de empleo es más alta; los ocupados trabajan más horas, y, además, las horas trabajadas son más productivas (véase el gráfico adjunto).

Cerca de un 75% de los americanos en edad de trabajar está ocupado, un porcentaje muy superior al observado en las grandes economías europeas. En Alemania, la denominada tasa de empleo es aproximadamente del 70%, mientras que en Francia apenas alcanza al 65%. Entre estos dos países, y después de experimentar una mejora sustancial en el último decenio, se encuentra España. En Japón, Canadá o Reino Unido las tasas de empleo son más similares a la de Estados Unidos. La alta tasa de empleo en estas economías se explica tanto por una mayor tasa de actividad –más gente está dispuesta a trabajar– como por una menor tasa de paro –la proporción de activos en situación de desempleo–. La tasa de paro es especialmente baja entre los jóvenes estadounidenses: en los últimos años se ha situado en torno al 8%-9%, 6 puntos porcentuales por debajo de la tasa en la UE-15.

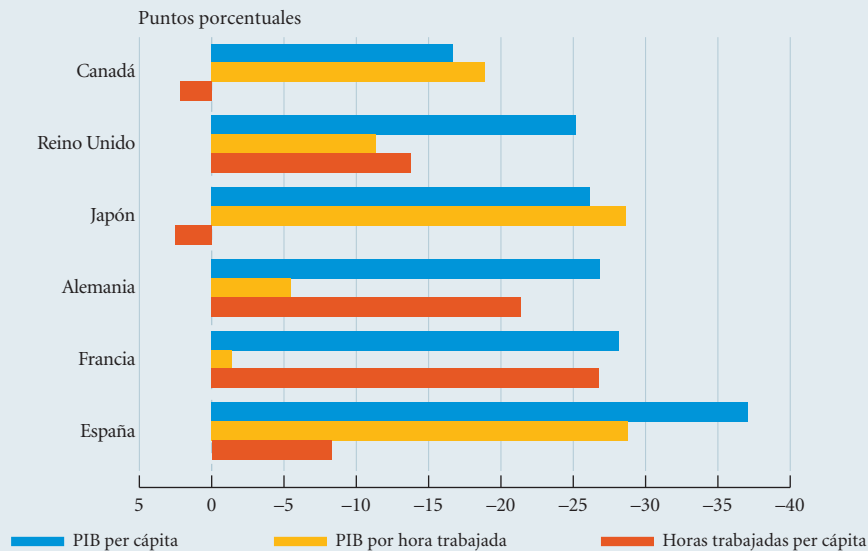
El promedio de horas trabajadas por ocupado también es relativamente alto en Estados Unidos: 275 horas al año más que en Alemania y 153 horas más que en Francia. No es muy habitual disfrutar de cuatro o cinco semanas de vacaciones y ello se refleja en un mayor número de horas trabajadas. Curiosamente, mientras el número de horas trabajadas en la mayoría de países se ha reducido significativamente en los últimos cuarenta años –20% en Japón, 22% en Francia o 27% en Alemania–, la disminución observada en Estados Unidos ha sido sólo de un 5%.

En cuanto a la productividad, un trabajador estadounidense producía en promedio con una hora de su trabajo en 2007 productos por valor de 53 dólares, bastante más que un trabajador nipón (37 dólares), aunque sólo ligeramente por encima de los 51 dólares y 49 dólares de Francia y Alemania, respectivamente (los datos también proceden de la Universidad de Groningen y son en paridad de poder de compra). En parte, la productividad promedio es relativamente alta en Europa porque los países emplean a menos trabajadores de baja productividad: no porque no los haya, sino porque es más probable que no se incorporen a la población activa o que, si lo hacen, permanezcan desempleados.

¿Qué factores fundamentales explican todas estas diferencias? De entre varios aspectos, se pueden destacar tres: la flexibilidad del mercado laboral; unas reglas del juego que facilitan e incentivan la innovación y la actividad emprendedora en general, y la excelente calidad de una parte importante del sistema educativo, especialmente a

CONTRIBUCIÓN AL DIFERENCIAL DE PIB PER CÁPITA CON EEUU DE LAS DIFERENCIAS EN PRODUCTIVIDAD Y EN HORAS TRABAJADAS

Diferencial respecto a EEUU, 2007



FUENTE: Universidad de Groningen (www.ggdc.net).

nivel universitario. Estos factores son los que acostumbran a situar a Estados Unidos en las primeras posiciones de numerosos *ranking* de competitividad.

Según una clasificación efectuada por el Banco Mundial sobre la facilidad para hacer negocios⁽¹⁾, el mercado laboral de Estados Unidos es el más flexible del mundo. Aunque las regulaciones que afectan al mercado laboral varían a nivel estatal, en muchas de las jurisdicciones no existen límites legales al uso de contratos temporales o a tiempo parcial; no se fija un nivel mínimo de vacaciones o máximo de horas trabajadas; los costes del despido se negocian libremente entre el trabajador o el sindicato y la empresa, y los subsidios de desempleo son poco generosos. Este entorno regulador contribuye a una gran movilidad de los trabajadores: sólo un 60% de los habitantes de Estados Unidos nació en su estado de residencia actual, y entre el 2% y el 2,5% de la población en edad de trabajar se muda de estado cada año –la cifra contrasta con el 0,1% de la Unión Europea, donde obviamente las diferencias lingüísticas y culturales, en general, constituyen una barrera adicional a la movilidad–. La flexibilidad del mercado de trabajo facilita la expansión de las empresas, sectores y regiones más productivas a la vez que agiliza los ajustes en industrias que han perdido competitividad. Es importante subrayar que la flexibilidad también tiene sus costes en términos de equidad y bienestar, y ello explica que muchos países, en Europa por ejemplo, la limiten a través de la regulación. Por ejemplo, la mayor rotación laboral puede incidir negativamente en la equidad y reducir los incentivos a la formación.

También según el Banco Mundial, el coste de crear una empresa en Estados Unidos es de los más bajos del mundo: se tardan 6 días y cuesta poco más de 300 dólares (0,7% de la renta bruta per cápita). En España, se estima que son necesarios 47 días de trámites y casi un 15% de la renta bruta per cápita para el mismo cometido. En

(1) Los datos están disponibles en www.doingbusiness.org

general, los trámites burocráticos que una empresa debe realizar de manera rutinaria son menos costosos en Estados Unidos que en la mayor parte de países de la OCDE. Los niveles de los impuestos también son relativamente bajos (especialmente para las personas físicas y pequeñas empresas, aunque no tanto para las grandes empresas) y ello incentiva el espíritu emprendedor y la creación de empresas, frecuentemente pequeñas pero que, con el tiempo, pueden llegar a convertirse en grandes corporaciones.

Por último, sería difícil comprender el liderazgo que ejercen las empresas estadounidenses en términos de innovación si no fuera por el nivel de excelencia de muchas de sus universidades. Estas instituciones, capaces de atraer los mejores profesionales de todo el mundo, están caracterizadas por una fuerte autonomía de gestión y un entorno sumamente competitivo. Según el *ranking* elaborado por la Universidad Jiao Tong de Shanghai, de entre las 50 mejores universidades del mundo, 36 son de Estados Unidos. 8 de las 10 primeras también lo son. Los alrededores de muchas de estas universidades se han convertido en verdaderos viveros de empresas que intentan explotar la investigación que se lleva a cabo en los campus y aprovecharse de la enorme concentración de capital humano a su alrededor. Todo ello contribuye a que el nivel de I+D en Estados Unidos, cerca del 3% del PIB, vaya muy por delante del nivel en la Unión Europea, donde no alcanza el 2% del PIB. Además esta inversión parece que rinde sus frutos: el año pasado, Estados Unidos registró una de cada tres patentes registradas en el mundo.

No todo, sin embargo, son puntos positivos. Algunas de las debilidades más notables incluyen un sistema sanitario caro e ineficiente que resta competitividad a las empresas; un sistema impositivo, especialmente sobre las grandes empresas, excesivamente complejo, y un sistema educativo público de baja calidad, especialmente en las grandes ciudades y en los municipios menos ricos (el grueso de la financiación para la escuela pública proviene de los impuestos locales sobre bienes inmuebles).

No cabe ninguna duda de que la superación de la coyuntura actual necesitará de una recuperación de la solvencia y la rentabilidad de las instituciones financieras de Estados Unidos –un sistema financiero fuerte es uno de los fundamentos más importantes en una economía moderna–. Cuando ello ocurra, Estados Unidos estará listo para recobrar su papel de locomotora de la economía global. Bajo las llamas, los cimientos son sólidos.

El PIB de Estados Unidos retrocede en el tercer trimestre, confirmando un ciclo de debilidad que puede ser largo.

Estados Unidos: drástico deterioro del consumo

El producto interior bruto (PIB) estadounidense creció un 0,8% interanual en el tercer trimestre y, en términos intertrimestrales anualizados, la economía retrocedió un 0,3%. En estos momentos, el punto débil de la actividad es el que hasta hace poco había sido su principal impulso, el consumo privado, que en este tercer trimestre retrocedió un 3,1% en términos intertrimestrales. De forma acorde con la situación de debilidad actual este retraimiento de los consumidores sustrajo del crecimiento, en términos

absolutos, las mismas fuerzas que le insuflaba en 2007.

Otro componente que está restando fuerzas al crecimiento total, un 0,5% en términos intertrimestrales anualizados, es la inversión en equipo, que descendió un 5,5% intertrimestral anualizado. Por su parte, la inversión en construcción sustrajo otro tanto del crecimiento de la economía, pero lo más relevante es que interrumpió su trayectoria de estabilización descendiendo un 19,1% intertrimestral anualizado. Frente a este deterioro de la demanda interna, el sector exterior sigue siendo el componente que pretende

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	Septiembre	Octubre
PIB real	2,8	2,0	1,8	2,8	2,3	2,5	2,1	-	0,8	-	-
Ventas al por menor	5,8	4,1	4,0	4,2	4,7	3,0	2,6	2,0	1,5	-1,0	...
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	106,7	105,7	91,2	76,5	57,3	51,9	58,5	59,8	38,0
Producción industrial	2,2	1,7	1,4	1,8	2,1	1,9	0,3	-0,5	-1,4	-4,5	...
Índice Actividad manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	53,0	51,3	49,6	49,2	49,5	50,0	49,9	43,5	...
Venta de viviendas unifamiliares	-18,0	-26,8	-22,1	-27,3	-33,7	-33,1	-39,1	-34,7	-35,6	33,1	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,3	5,7	6,1	6,1	...
Precios de consumo	3,2	2,9	2,7	2,4	4,0	4,1	4,4	5,6	5,4	4,9	...
Balanza comercial (3)	-753,3	-700,3	-730,7	-701,4	-700,3	-697,8	-699,6	-703,5	-707,4	...	...
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	4,1	...
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	82,5	77,9	79,3	77,0	73,3	72,0	70,9	70,9	74,0	76,0	80,1

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.

apuntalar la actividad, pero le faltan fuerzas. Así, mientras las exportaciones cedieron la mitad del empuje del trimestre anterior, fruto de la debilidad de la demanda global, las importaciones no retrocedieron tanto, con lo que la contribución al crecimiento económico se redujo a la mitad. Con esta debilidad del consumo privado, secundada por la de la inversión, Estados Unidos puede encontrarse al principio de una recesión, con unas perspectivas para 2009 que apuntan a un crecimiento prácticamente nulo, un perfil bajo que podría prolongarse hasta 2010.

Abundando en este escenario de ralentización prolongada está el sentimiento de los consumidores, cuyo indicador más seguido, el índice de confianza del consumidor del Conference Board, bajó en octubre de 61,4 hasta los 38,0 puntos, un mínimo histórico en los casi 40 años de vida del indicador. Las ventas minoristas

de septiembre también se colocaron en terreno negativo. Sin automóviles y gasolina, los componentes más fluctuantes, el consumo minorista acumula ya dos meses de retrocesos consecutivos que dejan el crecimiento interanual en un magro 1,5% que, descontando las variaciones de precios, se traduce en un descenso del 0,7%. Por otra parte, las ventas de automóviles del mismo periodo acumulan una bajada del 18,5% interanual. Con estos elementos, los comerciantes auguran una mala temporada de compras navideñas.

La visión empresarial, reflejada en el índice de actividad empresarial del Institute for Supply Management, mostró en septiembre dos historias distintas a corto plazo. Por un lado, el índice de manufacturas bajó de 49,9 al nivel de los 43,5 puntos, lo que queda bastante lejos del nivel de equilibrio de los 50,0 puntos, donde hay tantas respuestas optimistas como respuestas

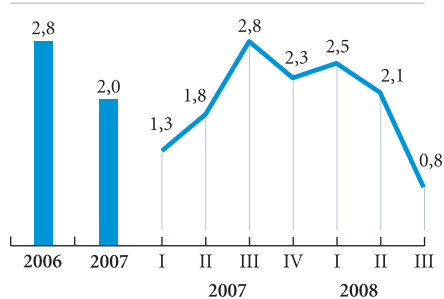
La debilidad del consumo privado, para largo.

El pesimismo de los consumidores llega a mínimos históricos.

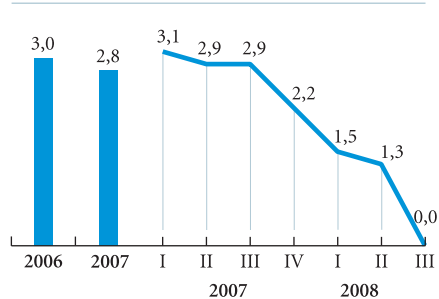
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

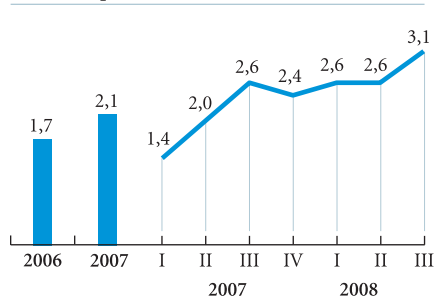
PIB



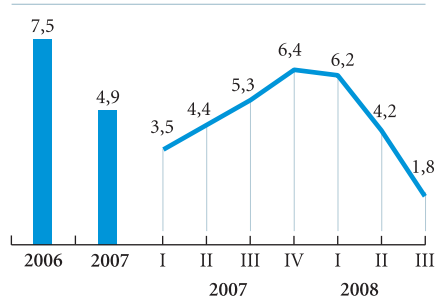
Consumo privado



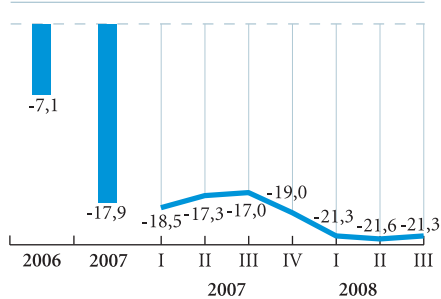
Consumo público



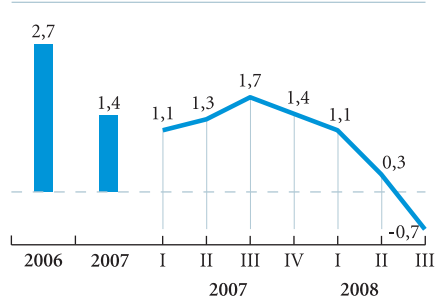
Inversión no residencial



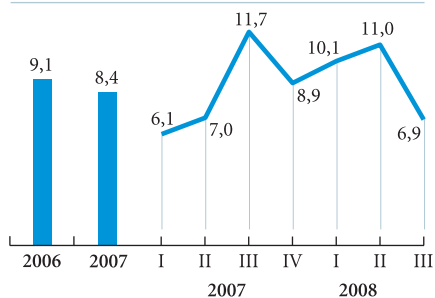
Inversión residencial



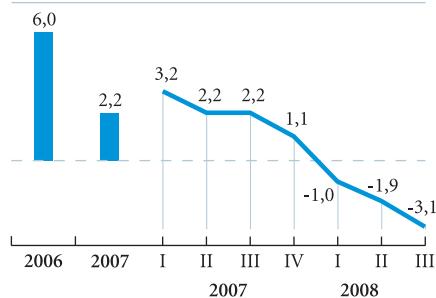
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

pesimistas. Por su parte, el índice de servicios subió ligeramente hasta los 52,1 puntos. Sin embargo, aquí acaban las diferencias, ya que en ambos casos domina con claridad una tendencia de retroceso más definida que en anteriores ciclos bajistas. En ambos casos continúa la moderación de los índices de precios y, en manufacturas, el intenso deterioro del componente de nuevos pedidos.

El sector de la vivienda sigue sin encontrar la luz al final del túnel que dé apoyo a la demanda interna, ya sea a través del gasto en construcción o, a través del efecto riqueza, mejorando las perspectivas de los consumidores. Los últimos indicadores de la oferta intensifican sus caídas. Así, las viviendas iniciadas retrocedieron en septiembre un 31,1% respecto al mismo periodo del año anterior. Apuntando en igual dirección, los permisos de construcción, en cierta medida un indicador adelantado del anterior, descendieron un aún más rotundo 37,0%. El nivel de viviendas

iniciadas tiene una difícil recuperación dado el elevado número de inmuebles desocupados y los embargos que hacen que no haya demanda para casas nuevas y, en este sentido, la disminución de la oferta actúa como mecanismo de ajuste.

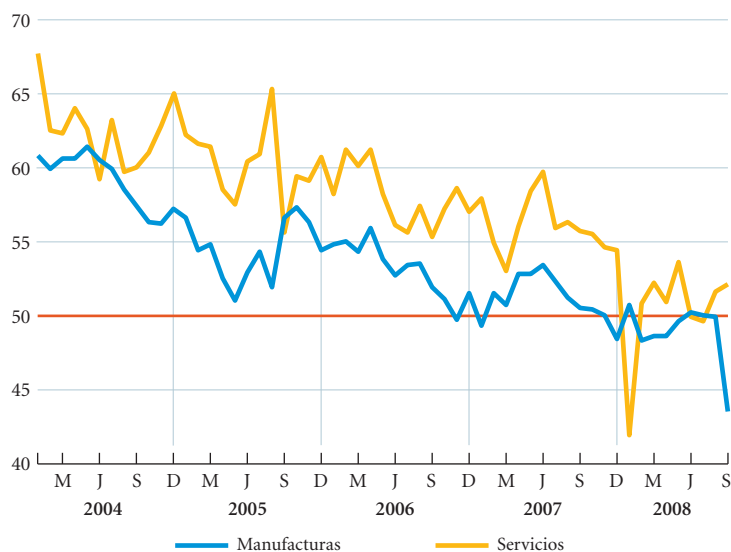
Por el lado de la demanda, el precio de los inmuebles sigue disminuyendo la riqueza percibida de muchos consumidores y, en agosto, el índice Case-Shiller mantuvo sus bajadas con un retroceso acumulado del 22,0% respecto al máximo de junio de 2006. La mejor noticia del sector durante el mes de septiembre fue que las ventas de viviendas de segunda mano, el 90% del total, crecieron un 1,4% interanual, algo que no pasaba desde noviembre de 2005. Más allá del dato puntual, la venta de viviendas muestra ya una tendencia de estabilización, que no de recuperación, que indica que el ajuste vía volumen de ventas ya ha terminado. Ahora queda esperar al momento en que terminará el ajuste de precios.

Los empresarios ven un escenario a la baja con menores tensiones de precios.

El mercado de la vivienda sigue débil pero el descenso de las ventas toca fondo.

ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS SE DESANIMAN

Nivel de los índices del ISM (*)



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

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

Elecciones presidenciales 2008: ¿Y el ganador es...?

Cuando el lector tenga este artículo en sus manos, muy probablemente ya se conocerá la respuesta a esta pregunta. Sin embargo, no por ello se sabrá aún qué reformas llevará a cabo la nueva administración. Los programas de los dos candidatos, que tienen varios puntos en común pero también importantes diferencias, pueden indicar la dirección que tomará la política económica estadounidense. No cabe ninguna duda de que, para la economía, una presidencia de Obama sería muy distinta a una presidencia de McCain. No obstante, el nuevo presidente tendrá las manos algo atadas por el plan de rescate del sistema financiero y deberá renunciar a parte de sus promesas.

Las elecciones han puesto a los ciudadanos estadounidenses en la disyuntiva de escoger entre dos propuestas radicalmente distintas en materia fiscal y de gasto público. Aquellos que han confiado en Barack Obama han apostado por incrementar la redistribución de la renta y aumentar la inversión en infraestructuras e investigación. Aquellos que han preferido a John McCain, en cambio, han abogado por una reducción de las distorsiones creadas por los impuestos y por una importante disminución del gasto público poco productivo. En otras materias, como en política energética, medioambiental o sanitaria, ambos candidatos han propuesto un cambio notable respecto a las políticas del presidente Bush, aunque, una vez más, han diferido en la forma de abordar las reformas.

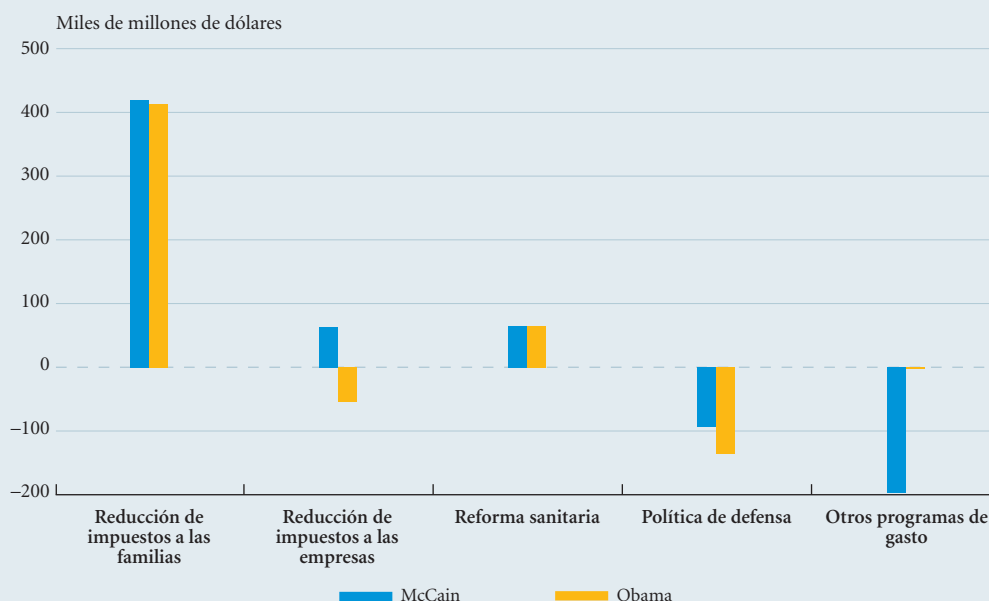
Hagamos primero un breve repaso de las propuestas de ambos candidatos en materia fiscal. La cuestión no es nimia, puesto que las fuertes rebajas en los tipos impositivos que se aprobaron en 2001 y 2003 expiran a mitad de legislatura. Ambos han propuesto mantener estas rebajas de forma permanente, a excepción de los tipos impositivos para las rentas superiores a 250.000 dólares, que el senador demócrata desea retornar a niveles más altos. Así, Obama situaría el tipo marginal máximo en el impuesto sobre la renta en el 39,6%, mientras que McCain lo mantendría en el 35%. Además de la mayor presión fiscal para las rentas más elevadas, Obama ha propuesto un conjunto de ventajas fiscales para la clase media y aquellos con menos recursos. Éstas persiguen incentivar el trabajo, el ahorro y la inversión en educación de estos colectivos.

Las propuestas fiscales de McCain, en cambio, se han dirigido principalmente al sector empresarial. Con la idea de atraer más inversiones hacia los Estados Unidos, el senador republicano ha planteado una rebaja significativa de los impuestos sobre beneficios –el tipo máximo pasaría del 35% al 25%–. A cambio, ha propuesto suprimir las ayudas al sector manufacturero –eliminando así una de las mayores distorsiones en el sector empresarial– y a las compañías petroleras. El principal problema de la reforma fiscal de McCain es su coste en términos de pérdida de ingresos, lo que incrementaría el ya de por sí elevado déficit estadounidense. Para impedirlo, el senador acometería una reducción del gasto público en una variedad de programas de incierta efectividad.

La reforma del sistema sanitario ha sido otro de los temas centrales de la campaña. A diferencia de otros países industrializados, Estados Unidos no proporciona cobertura sanitaria universal, por lo que el 18% de la población menor de 65 años no dispone de seguro médico. Los programas públicos de salud se dirigen exclusivamente a los mayores de 65 años (*Medicare*) y a los ciudadanos con menos recursos (*Medicaid*), pero su coste crece a un ritmo insostenible. El resto de la población debe recurrir a los seguros privados, ya sea contratados individualmente u obtenidos como parte de su retribución laboral. Al contar con exclusivas ventajas fiscales, los seguros médicos ofrecidos por las empresas han distorsionado el mercado de seguros y el de trabajo –penalizando la contratación de seguros individuales y ligando a los trabajadores a su empresa por el miedo a perder cobertura médica.

Las propuestas en sanidad del senador McCain se han centrado en eliminar las ventajas fiscales para las empresas que ofrecen seguros médicos a sus empleados e incrementar las deducciones a los individuos para contratar libremente cualquier seguro. Esto eliminaría de forma considerable las distorsiones mencionadas anteriormente, pero algunos ejercicios de simulación sugieren que el incremento de la cobertura sería limitado. Ello se debe a que parte del incremento logrado entre la población actualmente sin seguro sería contrarrestado por la pérdida provocada por las empresas que decidieran dejar de ofrecer cobertura. El senador Obama, en cambio, ha propuesto crear un mercado de seguros en el que concurrirían nuevos planes públicos y los planes ofertados por las aseguradoras privadas. La participación de empresas e individuos en este mercado para contratar su seguro quedaría garantizada por nuevas regulaciones: las aseguradoras no podrían rechazar a nadie por motivos de salud, las empresas estarían obligadas a ofrecer seguro médico y se obligaría a los padres a asegurar a sus hijos menores de edad. Este nuevo sistema se completaría con una mayor cobertura del programa *Medicaid*. Se lograría así incrementar la cobertura del sistema sanitario por encima del plan republicano, aunque quedaría lejos de la cobertura universal. Algunos estudios sugieren que la mejor solución conllevaría una combinación de los planes demócratas y republicanos⁽¹⁾ —es decir, un nuevo mercado de seguros, la obligatoriedad de estar asegurado y la eliminación de las ventajas fiscales para las empresas que ofrecen cobertura médica.

IMPACTO SOBRE EL DÉFICIT FISCAL A MEDIO PLAZO DE LAS PROPUESTAS DE LOS CANDIDATOS



NOTA: Impacto estimado sobre el déficit fiscal previsto por la Congressional Budget Office según las leyes vigentes.

FUENTE: US Budget Watch (2008), «Promises, promises: A fiscal voter guide to the 2008 election».

En cuanto a política energética y medioambiental, los elevados precios del petróleo han obligado a ambos candidatos a exponer sus planes para contener el precio de la gasolina y, seguramente, han influido para que ambos tengan una actitud hacia «lo verde» más favorable que su predecesor. Pese a ello, existen notables diferencias en el modo en que cada candidato ha propuesto afrontar el problema. Así, frente a la regulación de estándares de

(1) Gruber, J. (2008), «Covering the uninsured in the United States», *Journal of Economic Literature*, vol. XLVI (3).

consumo para los vehículos y las subvenciones directas a los biocombustibles propuestas por el candidato demócrata, el republicano preferiría eliminar las restricciones a la extracción de petróleo en las costas estadounidenses y ofrecer incentivos fiscales a la investigación y promoción de las energías renovables. Del mismo modo, ambos han propuesto limitar las emisiones de CO₂ instaurando un mercado de permisos de emisión, aunque Obama sería partidario de subastarlos en su totalidad en vez de distribuir una parte de forma gratuita, como haría McCain para reducir los costes de transición al nuevo modelo.

Estos tres capítulos han conformado buena parte de las principales promesas esbozadas por los candidatos durante la larga campaña. La magnitud de la crisis financiera y su impacto en la economía real les ha obligado, sin embargo, a modificar sus planes económicos en la recta final. Obama ha propuesto un plan de reactivación de la economía que incluye ventajas fiscales para la clase media y las pequeñas empresas que, aunque temporales, reducirían aún más los ingresos públicos. Para mitigar la crisis hipotecaria, ambos candidatos han apostado por utilizar dinero público para reconvertir las hipotecas con elevados tipos de interés variable a hipotecas de tipo fijo más asequibles. Finalmente, ambos candidatos han coincidido en la necesidad de un endurecimiento de la regulación de las entidades financieras.

La decisión ya está tomada y los estadounidenses han expresado sus preferencias entre el estilo McCain –menos impuestos y menos gasto público– y el estilo Obama –mayor redistribución, más inversión pública y más regulación–. Lo que la crisis ha decidido por ellos es una mayor intervención del sector público en la economía. Queda por ver hasta dónde deja el nuevo presidente que llegue esta intervención y por cuánto tiempo la mantiene.

El mercado laboral sigue deteriorándose mientras que la inflación desciende al 4,9%.

Un apoyo primordial para la recuperación de los precios de los inmuebles y para el consumo en general es el mercado de trabajo y aquí siguen los síntomas de debilidad. El retroceso del mercado laboral continúa ganando intensidad. En septiembre se destruyeron 159.000 puestos de trabajo que llevan el total de empleos perdidos en el año corriente hasta los 760.000. En consonancia con este sombrío panorama, la tasa de paro de septiembre siguió en el 6,1% de la población activa, con tendencia a continuar aumentando, mientras que los salarios, a pesar de una tímida ganancia en septiembre, han perdido un 1,9% de su nivel adquisitivo en un año y siguen en los niveles de 2001.

tiembre un 4,9% interanual mientras que la variable clave, el componente subyacente, es decir, el general sin alimentos y energía, se mantuvo en el 2,5%.

El déficit comercial, se resiste a su esperada corrección.

Por el lado de los precios, el índice de precios al consumo (IPC) avanzó en sep-

En el sector exterior, constituido ahora en apoyo del crecimiento, la balanza comercial de bienes y servicios arrojó en agosto un déficit de 59.138 millones de dólares. Esto supone un aumento del 6,9% a pesar de la moderación del precio del petróleo a causa del empeoramiento de la balanza comercial excluyendo el petróleo y sus productos derivados. La corrección del precio de las materias primas, en especial del petróleo, debería mejorar las perspectivas para el sector exterior en el corto plazo pero la debilidad de la demanda global actúa en sentido contrario.

ESTADOS UNIDOS: LAS VENTAS DE VIVIENDAS TOCAN FONDO

Venta de viviendas de segunda mano en términos anuales



FUENTES: Federal Housing Board, National Association of Realtors y elaboración propia.

¿Adónde va el mercado de la vivienda en Estados Unidos?

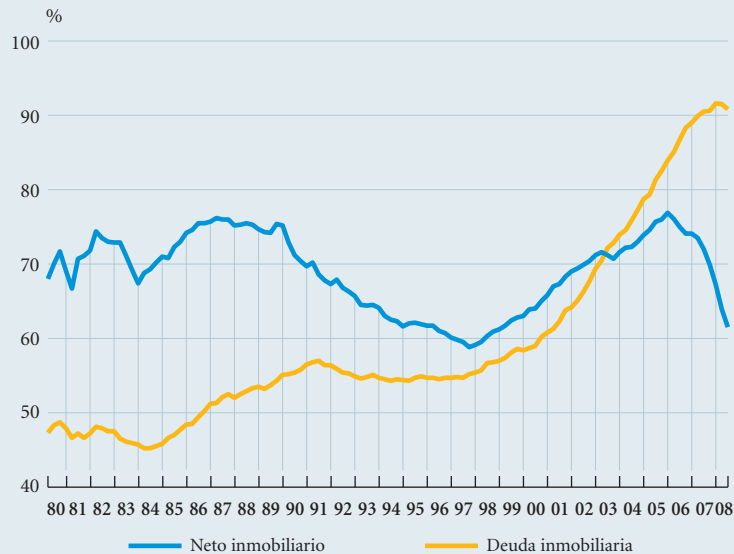
Los inmuebles son la forma de riqueza más importante, la más visible, la que todo el mundo entiende y la más generalizada: se dice que la bolsa es para entendidos y arriesgados pero todos vivimos en casas, de compra o alquiler. Incluso en Estados Unidos, país con una cultura financiera muy desarrollada, el valor del patrimonio inmobiliario de las familias es notablemente elevado. Es precisamente el sector de la vivienda de Estados Unidos, con su gran tamaño, el epicentro de la crisis financiera que hoy hace estragos sobre la economía global. Los problemas empezaron hace poco más de un año en las hipotecas *subprime*, concedidas a prestatarios con un historial de baja calidad crediticia que, por lo general, se correspondía con unos bajos ingresos. Denominaciones de tinte exótico como préstamos *ninja* –a partir del inglés *no income, no job, no assets* (sin ingresos, sin empleo, sin patrimonio)– hacían hincapié en las características de los beneficiarios de estos préstamos. En el punto álgido de su expansión llegaron a representar el 14,0% de las hipotecas concedidas.

La crisis inmobiliaria de Estados Unidos se inició hacia principios de 2006, cuando la demanda flexionó claramente a la baja y los precios alcanzaron su cenit para iniciar un camino descendente. En ese momento, el número de viviendas iniciadas alcanzó un máximo de 2,3 millones, en términos anuales; en septiembre de 2008 apenas se iniciaron una tercera parte de dicha cifra. A principios de 2006, en promedio hacían falta unos cinco meses para vender una vivienda; hoy, se necesita el doble de tiempo. Ello a pesar de la caída de más de un 20% de los precios de los inmuebles. La pregunta del millón es: ¿cuándo acabará la crisis?

Para tratar de aproximarnos a la respuesta, en este recuadro adoptaremos un enfoque basado en los precios de las casas y su relación con la deuda y la renta de las familias. Recordemos que el inmobiliario estadounidense atraviesa una fuerte corrección de precios después de un aumento de la riqueza inmobiliaria sin precedentes que

DRÁSTICO AUMENTO DE LA DEUDA INMOBILIARIA DE LAS FAMILIAS

Riqueza inmobiliaria neta y deuda inmobiliaria de las familias en porcentaje del PIB (*)

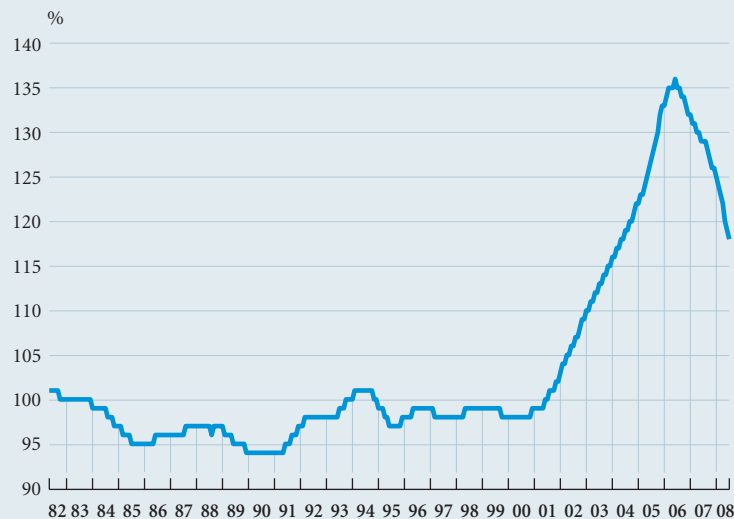


NOTA: (*) La riqueza neta inmobiliaria es la riqueza inmobiliaria total menos la deuda vinculada a ésta.
FUENTES: Reserva Federal, Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

se basó en una subida del endeudamiento. La ratio entre la riqueza inmobiliaria sobre el PIB alcanzó un máximo histórico de forma harto rápida: entre inicios de 1998 y el segundo trimestre de 2007 pasó del 115,2% a 162,7%. Esto se producía gracias, entre otros factores, a la facilidad de acceso al crédito que tuvieron las familias.

EL PRECIO DE LA VIVIENDA SE DISPARA

Precio mediano de los inmuebles de segunda mano respecto al ingreso familiar mediano (*)



NOTA: (*) Media móvil de 12 meses. Promedio de 1982-83 = 100
FUENTES: OFHEO, National Association of Realtors y elaboración propia.

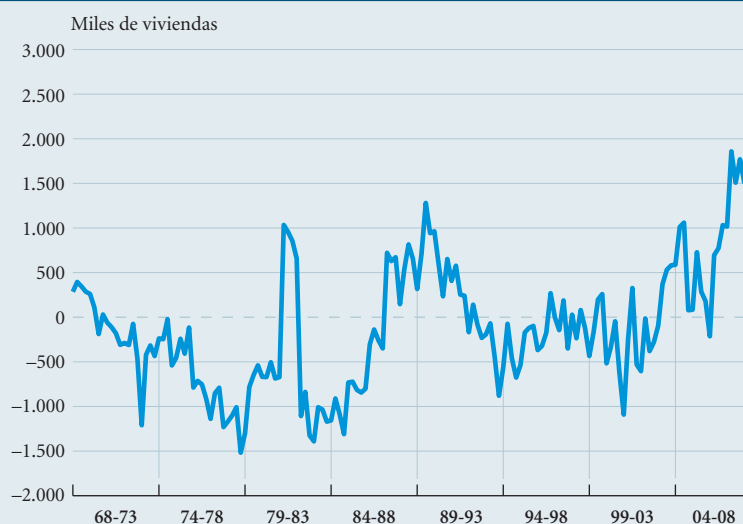
Como consecuencia de esta accesibilidad del crédito, las deudas aumentaban más que la riqueza inmobiliaria neta, es decir, que la diferencia entre el valor del inmueble y el importe de la hipoteca pendiente. Así, si el endeudamiento pasaba del 55,7% al 91,7% del PIB entre 1998 y 2007, la riqueza inmobiliaria subía del 59,5% al 76,1%. Con el descenso de los precios de la vivienda, la riqueza ha disminuido, pero no así la deuda. Ahora, los estadounidenses sólo poseen un 40,4% del valor de sus inmuebles libre de deuda. Un mínimo histórico que está cinco puntos porcentuales por debajo del nivel de inicios de 2007.

¿Estaba cara la vivienda? ¿Es justificada una corrección tan abrupta? Los ingresos de la familia mediana, definida como la que tiene más ingresos que una mitad de la población pero menos que la otra mitad, es una variable que durante mucho tiempo había evolucionado al unísono con los precios de los inmuebles y de forma más consistente que el PIB, el empleo o la bolsa. Sin embargo, el aumento del endeudamiento rompió esta relación a partir de 1999, como puede observarse en el gráfico anterior. Desde entonces, los precios de los inmuebles se dispararon con relación a la renta hasta que en 2006 se invirtió la tendencia. Con la corrección habida desde entonces, y traduciendo la brecha pendiente de cerrar a un índice de precios muy utilizado como es el Case-Shiller, podemos estimar que a los precios de los inmuebles les queda una corrección del 10%-15% en términos reales (teniendo en cuenta la inflación general), con lo que resultaría una caída total del 40% en términos reales desde los niveles máximos de 2006.

Al ritmo actual de caída de precios, esta perspectiva sitúa la recuperación difícilmente antes de 2010. Se llega a una conclusión parecida si consideramos las tendencias de la formación de hogares, el número de inmuebles por hogar y el actual exceso de oferta de casas (algo más de 2 millones, el 1,7% del parque). Algunos autores, como Shiller⁽¹⁾ y Zandi⁽²⁾, coinciden en retrasar la recuperación hasta bien entrado el año 2010. En definitiva, hay un cierto consenso en que esta crisis inmobiliaria es una de las más prolongadas de la historia. Queda por ver si las medidas adoptadas para estimular el propio mercado hipotecario, o las relativas al sector financiero, la política fiscal o una eventual mejora del sentimiento económico (¿nueva presidencia?) son capaces de romper la inercia actual y acortar este largo camino de espinas.

SOBRAN MUCHAS CASAS

Exceso de oferta en el mercado inmobiliario estadounidense



FUENTES: US Census y elaboración propia.

(1) Shiller, Robert (2008) *The Subprime Solution*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

(2) Zandi, Mark (2009) *Financial Shock*, FT Press, Pearson Education, Upper Saddle River, NJ.

El PIB de Japón crece un 0,8% debilitado por su dependencia de las exportaciones en un entorno global bajista.

Japón: menos exportaciones, menos crecimiento

El PIB de Japón creció un 0,8% interanual en el segundo trimestre, intensificando una trayectoria de desaceleración que para muchos ya es de recesión, al sucederse dos trimestres seguidos de crecimiento negativo. Taro Aso, el nuevo primer ministro, está poniendo en marcha un plan de estímulo fiscal para incentivar el consumo privado. Pero Japón tiene una importante dependencia del sector exterior. Con todos estos inconvenientes, la bolsa está en mínimos pero el yen sigue por las nubes. Sin embargo, Japón tiene dos ventajas a medio plazo: el menor endeudamiento de sus empresas, financieras y no financieras, y la competitividad de las mismas, aunque en el presente ésta se ve dificultada por la fuerte apreciación del yen.

La industria vira hacia abajo de forma drástica.

Entre los indicadores de demanda más recientes no se ve, empero, ninguna luz al final del túnel. La confianza del consumi-

dor en el tercer trimestre pasó de 32,3 al nivel de los 31,2 puntos, lo que constituye un nuevo mínimo histórico. Por su parte, las ventas minoristas volvieron a retroceder en septiembre después de mostrar mucha debilidad en agosto. Las ventas de automóviles, otro indicador adelantado de la demanda, perdieron toda la fuerza de la tímida recuperación de junio y en los doce meses hasta septiembre se situaron un 14,6% por debajo del máximo de 2005. El lado de la oferta no ofrece tampoco ningún bálsamo. La producción industrial descendió de forma abrupta en agosto, cediendo un 4,7% interanual. Por su parte, la producción industrial de bienes de consumo del mismo periodo retrocedió un 4,3% abandonando así su breve repunte. En el capítulo de la formación de capital, las expectativas para los próximos meses siguen siendo sombrías, con unos pedidos de maquinaria que disminuyeron un 9,3% interanual y en donde, a grandes trazos, la debilidad estuvo repartida por igual entre el sector exportador y el que atiende la demanda interna.

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	Septiembre
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	-4,7	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	19,0	11,0	5,0	-	-3,0	-
Viviendas iniciadas	4,5	-17,2	-2,8	-36,9	-27,1	-8,9	-10,9	19,2	53,5	...
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0	4,1	...
Precios de consumo	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,5	1,0	1,4	2,3	2,1	...
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	11,1	12,3	12,5	11,7	10,2	9,7	8,2	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	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	84,4

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.

El mercado inmobiliario, que a través del efecto riqueza podría insuflar cierta fuerza al consumo, sigue mostrando claros síntomas de debilidad. Los precios del área de Tokio pasaron con rapidez a la zona de números rojos y en septiembre retrocedieron un 0,3% interanual. Por su parte, el volumen de ventas, que ha venido actuando de indicador adelantado de los primeros, siguió con sus fuertes descensos: en el periodo enero-septiembre un 41,3% interanual. Por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas de enero a agosto retrocedieron un 1,8% interanual que, aunque relativamente moderado, muestra que no hay atisbos de recuperación respecto al bajo nivel alcanzado en el tercer trimestre de 2007.

En el frente inflacionista, los avances del índice general vienen causados más por la resaca del encarecimiento de las materias primas, léase petróleo, que no por el vigor de la demanda interna. El IPC de agosto subió un 2,1% interanual. Sin

embargo, los precios podrían moderarse con rapidez ya que el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, registró un incremento nulo interanual. Esto sugiere que en los próximos meses, a la vista de la moderación de los precios de las materias primas, la inflación japonesa debería tender a valores muy cercanos al cero sin descartar incursiones en el terreno negativo, de disminución de precios. Por su parte, la tasa de paro de agosto repuntó situándose en el 4,2% de la población activa.

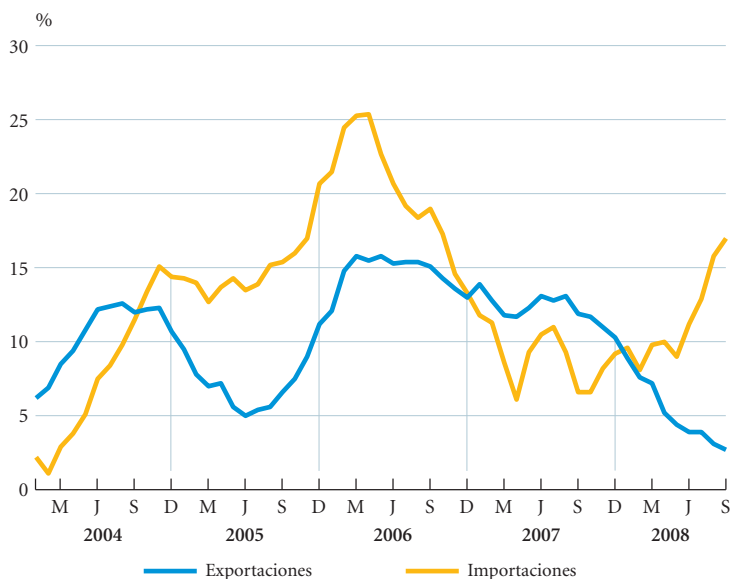
En el sector exterior, el superávit comercial sigue reduciéndose con rapidez. En los doce meses hasta agosto, se redujo hasta los 8,2 billones de yenes, un 30,2% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior, aunque lo más significativo es que los datos de aduanas de septiembre y agosto arrojan déficit, algo que no pasaba desde 1980. La principal causa es el estancamiento de las exportaciones. En este sentido, más que el descenso de

El mercado inmobiliario sigue paralizado.

La inflación se mantiene por encima del 2% pero las perspectivas son de estancamiento de precios.

JAPÓN: LAS EXPORTACIONES SE ESTANCAN

Variación interanual de las exportaciones y las importaciones (*)



NOTA: (*) Series de tendencia.

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

Las exportaciones se estancan por la menor demanda internacional.

exportaciones a Estados Unidos, lo más significativo es la fuerte desaceleración de las que van dirigidas al resto de Asia (la mitad del total), que en septiembre crecieron un magro 2,9% interanual. Japón depende del *decoupling*, la capacidad de las economías asiáticas de crecer en un entorno de debilidad de Europa y Estados Unidos, y el problema para la economía japonesa es que esto parece más difícil que hace unas semanas.

La economía china crece un 9% y presenta claros signos de desaceleración.

El motor chino baja el ritmo

La economía china, que en 2008 se ha erigido como el principal contribuidor al crecimiento global, muestra claros signos de desaceleración. El PIB del tercer trimestre creció un 9,0% interanual, que si bien continúa siendo robusto, queda por debajo del 10,1% del trimestre previo. Por el lado de la oferta, la mayor parte de esta ralentización se concentra en la industria, a la vista de la evolución de los sectores en términos nominales. Así, mientras la agricultura creció un 4,5% interanual, recuperando fuerza respecto a periodos previos, y los servicios avanzaron un continuísta 10,3%, el sector secundario redujo su ritmo de creci-

miento del 11,3% al 10,5%. La ralentización viene inducida principalmente por la debilidad de la actividad global, aunque también puede haber cierta resaca postolímpica, y coincide con una moderación de las tensiones inflacionistas.

Los indicadores de actividad más recientes dan una idea más clara de este ímpetu disminuido del gigante asiático. Por el lado de la oferta, la producción industrial creció en septiembre un 11,4% interanual que, excluyendo los efectos distorsionantes del calendario lunar del Año Nuevo Chino, es la tasa de crecimiento más baja desde inicios de 2002.

La producción industrial se desacelera para crecer al 11%, pero el consumo minorista se mantiene.

Por el lado de la demanda la actividad sigue, empero, manteniendo un tono alto y demuestra que al consumo chino, que parte de niveles muy bajos, le queda un apreciable recorrido al alza. Las ventas al por menor de septiembre, descontando los incrementos de precios, siguieron acelerando hasta el 17,8%. Aquí, la recuperación más intensa estuvo en las áreas rurales y en el consumo de alimentos, gracias a la estabilización de los precios de estos últimos. Por su parte, el sector inmobiliario sigue evidenciando síntomas de debilidad. El precio de la vivienda bajó en el

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	10,7	11,6	11,2	10,6	10,1	9,0	-	9,0	-
Producción industrial	16,4	17,1	17,5	16,5	15,9	13,0	14,7	12,8	11,4
Producción eléctrica	14,7	15,7	16,1	16,0	11,9	6,7	9,6	5,7	4,8
Precios de consumo	1,5	4,8	6,6	8,0	7,8	5,3	6,3	4,9	4,6
Balanza comercial (*)	177,5	262,2	262,2	256,8	248,2	258,0	249,1	252,7	258,0
Tipo interbancario 3 meses (**)	2,8	3,6	4,7	4,6	4,6	4,4	4,4	4,3	4,4
Renminbi por dólar	8,0	7,6	7,4	7,1	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8

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

(**) Porcentaje.

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

CHINA: LA INDUSTRIA SE DESACELERA

Variación interanual de la producción industrial (*)



NOTA: (*) Datos corregidos de los efectos de calendario del Año Nuevo Chino Lunar.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

segundo trimestre abandonando parte de la recuperación iniciada en 2007 y volviendo a los niveles de 2004 mientras que, en septiembre, las ventas de inmuebles para usos comerciales retrocedieron un 15,5% interanual.

La nota positiva de esta desaceleración es que los problemas inflacionistas siguen amainando. El IPC general de septiembre se incrementó en un 4,6% interanual cuando en abril se había llegado al 8,5%. El componente de alimentos, que en China tiene especial relevancia como indicador del coste de la vida, también vuelve a aguas tranquilas con mayor rapidez si cabe, con un aumento del 9,7% interanual que queda claramente por debajo del 23,3% de siete meses atrás.

En el sector exterior, el superávit de los últimos doce meses hasta septiembre retomó la senda alcista repuntando hasta los 258.000 millones de dólares. Sin embargo, esto se debió más a la desacele-

ración de las importaciones que a la exhuberancia exportadora. Así, en septiembre las exportaciones crecieron un 21,5% interanual, ligeramente por debajo de la norma de los últimos meses, mientras que las importaciones avanzaron un 21,3%, muy por debajo de los avances superiores al 30% que predominaron hasta julio. Por áreas geográficas, las exportaciones a Estados Unidos (el 17,8% del total de agosto) siguieron ralentizando su crecimiento al igual que las destinadas a Europa (el 24,0% del total), aunque aquí la desaceleración ha empezado más tarde. Sólo las exportaciones destinadas a Asia, la mitad del total, mantuvieron un crecimiento superior al 20%.

En el apartado importador destaca el enfriamiento de la demanda china de materias primas. En términos de volumen, las importaciones de petróleo de los últimos doce meses hasta agosto crecieron un 8,8% interanual dibujando una

La inflación se modera hasta el 4,6% y los alimentos suben un 9,7%.

Las exportaciones moderan su avance pero las importaciones se desaceleran con fuerza.

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

La producción industrial retrocede y las ventas minoristas se desaceleran.

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

clara tendencia de desaceleración. Las compras al exterior de aluminio y cobre disminuyeron. En el caso de las importaciones de acero, siguen las bajadas aunque se moderan los drásticos retrocesos de 2007.

México: un impasse en la desaceleración

La desaceleración de la economía se tomó un leve respiro en el segundo trimestre. El PIB creció un 2,8% interanual mejorando ligeramente el registro del trimestre previo. Sin embargo, el paso de la economía vendrá marcado por el consumo privado, que intensificó su ralentización creciendo un 3,2% interanual, el menor avance desde 2003. Fue el repunte de la inversión, que se aceleró hasta crecer un 8,1%, la causa principal del mantenimiento del ritmo de la actividad, con una intensa recuperación después de un anormalmente débil primer trimestre. Por su parte, el sector exterior siguió débil, con las importaciones progresando a un ritmo superior al de las exportaciones, mientras que el consumo público mantuvo su línea de debilidad.

Entre los indicadores de actividad más recientes, siguen dominando las perspectivas bajistas, evidenciando la influencia de la debilidad del vecino del norte. Por el lado de la oferta, en agosto, la producción industrial general retrocedió un 1,5% interanual, acumulando así el cuarto mes consecutivo de descensos. Por su parte, la producción de manufacturas bajó un 2,1%. La demanda aguantó el tono algo más, con unas ventas al por menor que en julio crecieron un 2,9% interanual, ritmo superior al mes previo.

En el frente inflacionista siguen las tensiones de precios aunque parece que no van a más. En septiembre, el IPC general aumentó un 5,5% interanual, justo por debajo del registro de agosto. En esta tesitura, los costes laborales unitarios parecen seguir la estela del petróleo y empiezan a desacelerar su marcha, con un incremento en julio del 7,3% interanual. Por su parte, la tasa de paro general de septiembre aumentó hasta un todavía razonable 4,3% de la población activa.

El sector exterior, el punto flaco de la expansión de los últimos años, siguió aumentando su déficit a pesar de la

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

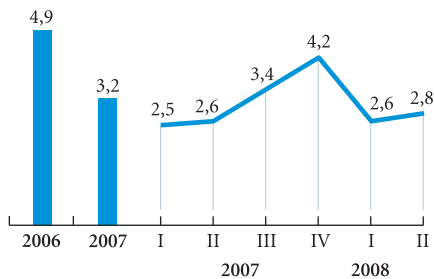
(***) Porcentaje.

FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

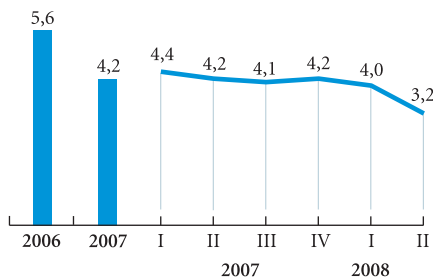
EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

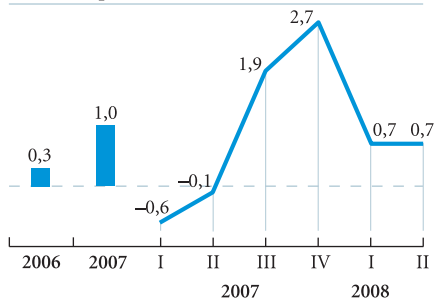
PIB



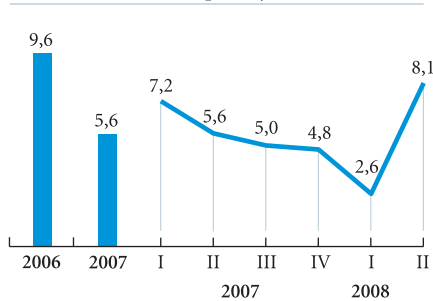
Consumo privado



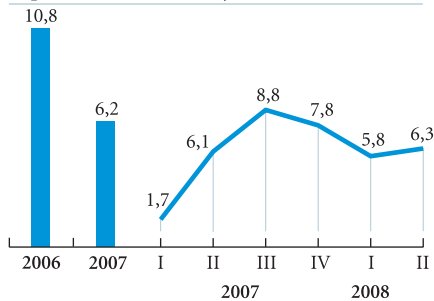
Consumo público



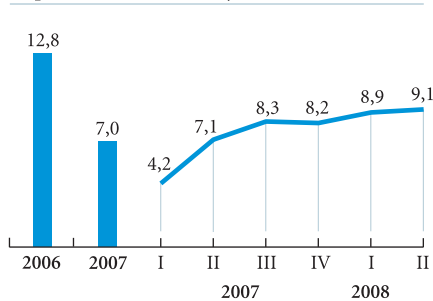
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

menor fuerza del consumo privado. Dada la dependencia del petróleo de la economía mexicana, la dirección para los próximos meses, en un entorno de relajación de los precios de las materias primas, continúa siendo a la baja. El déficit comercial de los últimos doce meses hasta agosto volvió a incrementarse hasta los 9.402 millones de dólares. Excluyendo el petróleo, continúa la desaceleración exportadora y la suave aceleración de las

importaciones, lo que eleva el déficit a los 65.814 millones de dólares, un 32,1% por encima del mismo periodo del año anterior.

Materias primas: caída general de precios

El petróleo continúa protagonizando una caída vertiginosa de las cotizaciones. En

Las cotizaciones de las materias primas caen sensiblemente en octubre.

EL PRECIO DEL PETRÓLEO SIGUE ENFILANDO LA SENDA BAJISTA

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



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

El factor común tras el ajuste de petróleo, metales y productos básicos son las perspectivas de demanda mundial en descenso.

octubre el barril de petróleo de calidad *Brent* (entregas a un mes), se desplomó más de un 35%, al pasar de niveles del orden de 95 dólares/barril a los 62 dólares. Desde los máximos anuales de julio, los precios del oro negro se han ajustado prácticamente un 60%. En este contexto de intenso retroceso de las cotizaciones, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), decidió el pasado 24 de octubre recortar en 1,5 millones de barriles diarios su producción a partir del 1 de noviembre. Ante ese anuncio el mercado no sólo no reaccionó tensando los precios sino que las cotizaciones volvieron a descender.

La falta de sensibilidad del mercado ante este ajuste de oferta induce a pensar que el factor que domina en este momento la evolución del petróleo son los temores a una contracción de la demanda mundial. De hecho, muchos analistas consideran que la restricción de la oferta de la OPEP es reducida visto el panorama macroeconómico. De acuerdo con esta visión, el

escenario de recesión global que los mercados de bolsas y deuda parecen descontar se corresponde con unas cotizaciones de las materias primas más bajas que las existentes meses atrás.

La evolución de las restantes materias primas es consistente con este diagnóstico. En octubre, el índice *The Economist* de materias primas se replegó un 21%. Este retroceso se debió, a diferencia de en otras ocasiones, a descensos de un orden similar de los tres grandes grupos de materias primas (alimentarias, agrícolas no alimentarias y metales), lo que abunda en el hecho de que la corrección de las cotizaciones es un movimiento de amplio espectro. Esto implica, a su vez, que pueden estar actuando factores comunes en la depresión de los precios de las materias primas, siendo el candidato que suscita mayor adhesión la corrección de demanda.

En este sentido, parece que el papel que en ciertos momentos habían jugado el petróleo y ciertas materias primas de actuar

como activo de refugio se ha desecho en las últimas semanas. Por ejemplo, el oro, activo de reserva por excelencia, ha caído más de un 17% en octubre. Por lo que se refiere a otras materias primas, cabe destacar los fuertes descensos registrados entre esas fechas en las cotizaciones del cobre (caída del 37%), caucho (menos 32%), trigo (bajada del 23%), cacao (descenso del 18%) y café (retroceso del 14%).

Como contrapunto necesario a este extraordinario ajuste de los precios que estamos observando, cabe señalar que, cuando la visión pasa del momento presente al largo plazo, los análisis que se manejan apuntan a que el mercado de petróleo va a seguir presentando la estrechez entre oferta y demanda que lo ha

caracterizado en los últimos años. En este sentido, un reciente informe de la Agencia Internacional de la Energía (AIE) señala que las perspectivas hacia 2030 son de paulatina disminución de la producción de petróleo. Sin aumento apreciable de inversiones, la producción tendencial disminuirá del orden de un 9% anual, una cifra que podría moderarse hasta el 6% si se aumentara la inversión en actividades de extracción en unos 360.000 millones de dólares anuales. A pesar de que la AIE afirma que el consumo mundial de petróleo a largo plazo puede ser menor de lo que se había estimado anteriormente, con esta reducción tendencial de la oferta el escenario de precios que implícitamente cabe manejar es de cotizaciones altas.

A largo plazo, la tendencia de fondo de la oferta de petróleo es bajista.

UNIÓN EUROPEA

En la eurozona, la crisis financiera impacta vía menor crecimiento del crédito...

Zona del euro: envite financiero sobre la economía real

La fuerte crisis financiera que se viene desarrollando desde el verano de 2007 ha alcanzado tal intensidad que procede preguntarse sobre cuál está siendo su transmisión a la esfera de la economía. En principio, existen dos grandes canales por los cuales la crisis puede afectar a la evolución macroeconómica. El primero es el canal del crédito, una variable cuyo encarecimiento y/o restricción afecta directamente a la capacidad de las familias y empresas de financiar sus gastos corrientes o sus inversiones. El segundo, el canal de la confianza, es decir, los cambios en la percepción de los agentes (de nuevo, consumidores y empresas) sobre la situación económica y cómo dicha

percepción se corresponde con decisiones de gasto e inversión.

Y bien, ¿cómo están operando en la práctica estos dos canales? El consumo en la zona del euro está moderando sensiblemente su ritmo de crecimiento que, ciertamente, tampoco había sido excesivamente alegre ni en los momentos más álgidos del ciclo. Por ejemplo, las ventas al por menor, un indicador clave del consumo, descendieron en el promedio de julio y agosto un 1,7% interanual, empeorando el débil registro del segundo trimestre (caída interanual del 1,6%).

Esta evolución es, a grandes trazos, paralela a la desaceleración del crédito a las familias, que pasó de crecer cerca de un 11% interanual en el primer trimestre del

LA ZONA EURO PIERDE IMPULSO

Valor del índice de sentimiento económico de la eurozona



FUENTE: Comisión Europea.

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	Septiembre
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	-1,6	-1,6	-1,9	...
Confianza del consumidor (1)	-9,1	-4,9	-3,9	-7,7	-11,9	-14,6	-19,7	-19,2	-18,9
Producción industrial	4,0	3,4	3,9	3,0	2,5	1,1	-1,2	-0,7	...
Sentimiento económico (1)	106,3	108,4	108,7	104,3	100,5	96,5	89,5	88,5	87,7
Tasa de paro (2)	8,3	7,4	7,4	7,3	7,2	7,4	7,4	7,5	...
Precios de consumo	2,2	2,1	1,9	2,9	3,4	3,6	4,0	3,8	3,6
Balanza comercial (3)	-10,4	20,1	31,4	34,3	23,4	11,5	-3,7	-14,9	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	3,1	4,3	4,5	4,7	4,5	4,9	5,0	5,0	5,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,6	107,7	107,7	110,6	112,8	115,6	115,8	113,5	111,6

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

2006 a hacerlo menos del 4% interanual en agosto, y al empeoramiento de la confianza del consumidor, que en los doce meses que finalizan en septiembre ha cedido más de 13 puntos. Aunque existen otros factores que también empujan en la misma línea, como, por ejemplo, la transmisión de las pérdidas bursátiles a menor consumo (la inversión del efecto riqueza), la propia Comisión Europea estima en su último informe trimestral que dicho efecto riqueza es de baja magnitud en el caso de la eurozona (no así, por ejemplo, en Estados Unidos).

La inversión también está recibiendo el impacto de la crisis financiera. Ya sea al nivel de macromagnitud trimestral como de indicadores mensuales, la inversión muestra claros signos de deterioro. Así sucede también con el gasto de las familias, tanto la confianza empresarial (bien sea de servicios o industrial) como la ralentización del crédito a las empresas siguen sendas bajistas aproximadamente equiparables a la de la inversión.

Cabe concluir, por tanto, que existe un impacto de la crisis apreciable en la actividad económica a nivel interno. Esto deja al consumo público y a la demanda externa como únicas fuentes compensatorias de la desaceleración. Por lo que se refiere al consumo público, las últimas cifras disponibles, del segundo trimestre, apuntan a una clara inflexión alcista. La demanda externa, por el contrario, está sufriendo más y más a medida que avanza 2008. En agosto, la balanza comercial, en saldo acumulado de doce meses, anotó un déficit de 14.900 millones de euros, con lo que suma dos meses consecutivos en negativo.

Esta evolución deriva del hecho que las exportaciones han tendido a ralentizarse mientras las importaciones se muestran por el momento ancladas en ritmos expansivos superiores. Un primer factor que explica estas mayores dificultades exportadoras es el encarecimiento de los precios debido al efecto de la apreciación del euro. Así, y a pesar de la corrección pro-

...y a través del deterioro de la confianza, dos canales que comportan ajustes en consumo e inversión.

Las exportaciones están desacelerándose de forma apreciable.

Perspectivas complicadas para los meses venideros.

ducida en los últimos meses, en septiembre el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única registraba un nivel un 3% superior a los de un año atrás.

Un segundo elemento que constriñe la capacidad exportadora europea es la patente ralentización de ciertos mercados tradicionales que hasta la fecha habían todavía mantenido dinamismo, como Reino Unido, Suiza y Suecia. Ello está dejando a la exportación europea muy dependiente de mercados emergentes (las exportaciones a China y Rusia están creciendo todavía en cifras de dos dígitos), unos destinos que, de cumplirse las previsiones, van a ser menos vigorosos en unos pocos meses.

A partir de esta situación, las perspectivas inmediatas no son positivas. Los indicadores mensuales disponibles relativos al tercer trimestre –producción industrial, sentimiento económico, índice compuesto de indicadores adelantados, etc.– apuntan con cierta claridad a que el producto interior bruto (PIB) puede haber vuelto a caer por segundo trimestre consecutivo. Esta entrada en recesión técnica puede ser el preludio de unos próximos trimestres complicados. Aunque la tasa de paro todavía se mantiene relativamente baja

(7,5% de la población activa en agosto) y lo peor del tensionamiento inflacionista parece quedar atrás (en septiembre la inflación se desaceleró hasta el 3,6% gracias a la contención de energía y alimentos), estos factores son insuficientes para contrarrestar los amplios signos negativos de una economía en horas bajas. Como tampoco se pueden esperar resultados inmediatos de los distintos programas de ayuda que los países de la eurozona están planteando para salvar a sus respectivos sistemas financieros y cuyo impacto sobre la actividad no se vislumbrará hasta dentro de bastantes meses.

Alemania: el motor económico de Europa se gripa

La economía alemana está perdiendo de forma rápida los agarraderos que le habían permitido impulsarse hacia una etapa de buen comportamiento económico en 2006 y 2007. Esos fueron años en que la combinación de una inversión fuerte con una demanda exterior en auge facilitó un dinamismo que hacía mucho tiempo que no se veía. Hasta el primer trimestre de 2008, estas tendencias aguantaron pero en el segundo trimestre se produjo una

La economía alemana sufre la pérdida de tono de la inversión y de la demanda interna.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007		2008		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
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	–0,7	–0,1	0,6	–3,0	...
Producción industrial	6,0	5,9	5,7	5,0	5,0	3,0	0,1	1,7	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	105,6	103,7	104,0	102,2	97,4	94,8	92,9
Tasa de paro (**)	10,7	9,0	8,9	8,5	8,1	7,9	7,8	7,7	7,6
Precios de consumo	1,6	2,3	2,3	3,1	2,9	2,9	3,3	3,1	2,9
Balanza comercial (***)	151,5	183,5	192,0	198,1	201,1	202,2	198,0	195,2	...

NOTAS: (*) Valor.

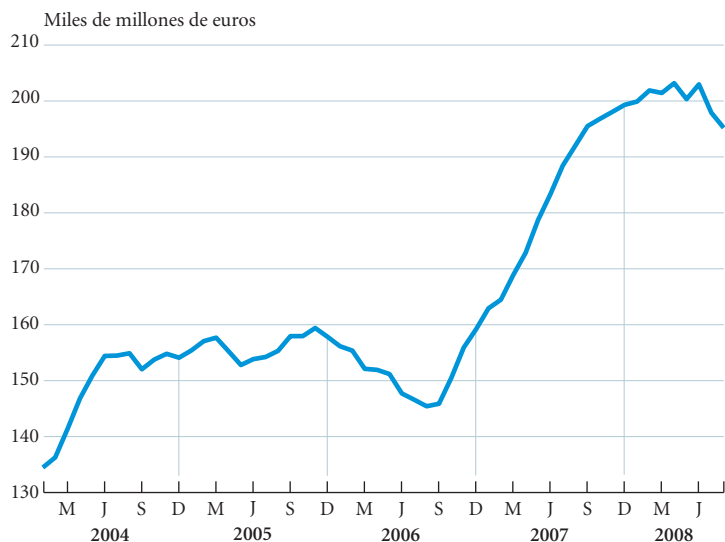
(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

EL SECTOR EXTERIOR ALEMÁN, UN PUNTAL QUE FLOJEA

Superávit comercial, acumulado de doce meses



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

abrupta ruptura de las mismas: la inversión (con mayor rotundidad) y el sector exterior (en menor medida) cedían en su impulso y precipitaban a la economía germana a un retroceso intertrimestral del PIB en dicho periodo.

Al avanzar el tercer trimestre la situación ha ido empeorando. Distintos indicadores apuntan a un nuevo debilitamiento de la inversión en bienes de equipo. También la demanda externa continúa perdiendo fuelle. En agosto las exportaciones, en saldo acumulado de doce meses, crecieron un 5,2% interanual, aproximadamente la mitad que un año antes. Dado que las importaciones continuaron sólidamente amarradas en la zona de avance del 6% interanual, la consecuencia ha sido la reducción del superávit comercial hasta los 195.300 millones de euros. Se trata del segundo mes consecutivo que esto sucede.

En esta situación, sólo el consumo podría actuar como soporte al crecimiento. Desgraciadamente ni en los momentos más

vigorosos del último ciclo expansivo esta variable ha tenido un despegue notable. Por ello, aunque ciertamente el mercado laboral continúa en un momento todavía dulce (la tasa de paro descendió hasta el 7,6% en septiembre), los indicadores de consumo (ventas minoristas y confianza del consumidor, en particular) anuncian un peor comportamiento del gasto familiar en el tercer trimestre. En este contexto, la buena noticia es la inflación, ya que su contención –en septiembre aumentó un 2,9% interanual, dos décimas porcentuales menos que en agosto– contribuye a mejorar la capacidad adquisitiva de las familias.

La triple combinación de consumo, inversión y exportación a la baja tiene su reflejo en la dimensión de la oferta. El indicador IFO de actividad empresarial, un fiel reflejo del pulso cíclico de la economía germana, se hundió en octubre hasta el nivel de los 90,2 puntos, su peor registro desde abril de 2003. Se trata de una percepción sólidamente anclada en la rea-

Las familias siguen conteniendo su gasto.

El indicador IFO continúa cayendo.

La estabilidad presupuestaria se deja para más adelante.

lidad, la de los empresarios que responden a esta encuesta, ya que la producción industrial avanza a un ritmo sensiblemente inferior al anotado en el segundo trimestre (1,7% interanual frente a 3,0%) y la confianza de los servicios está en mínimos desde 2005.

Ante esta situación el gobierno anunciaba que el objetivo de equilibrio fiscal para 2011 se antojaba inalcanzable, se adoptaba un ambicioso fondo de estabilización de los mercados financieros (cifrado en medio billón de euros) y se filtraba que el crecimiento oficialmente previsto para 2009 podría moverse en la orquilla del 0% al 0,5%.

En Francia, la debilidad del consumo lastra las posibilidades de la economía.

Francia: recesión inminente

Primero, el Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos; después, el Banco de Francia. Ambas instituciones anunciaron en octubre que el PIB podía haber caído una décima en el tercer trimestre del año, con lo que se entraría en recesión técnica. De confirmarse esta previsión, sería la primera recesión en Francia en 15 años. ¿Dónde están los problemas de la economía gala? Los indicadores más recientes son claros: las familias no gastan y las empresas están viendo erosionados sus beneficios.

Así, por lo que se refiere al gasto familiar, el consumo de los hogares creció en el tercer trimestre un magro 1,0% interanual, al tiempo que la confianza del consumidor (un indicador que tiene cierto carácter anticipatorio) se mantenía en ese mismo periodo en la zona de los 24 puntos negativos. Ni la suave desaceleración de los precios de consumo (hasta el 3,0% interanual en septiembre) ni el hecho de que la tasa de paro se mantenga relativamente baja (en el 8,0% de la población activa en agosto), dos tendencias que favorecen los fundamentos del consumo, parecen ser suficientes para contrarrestar esta atonía del principal agregado de la demanda interna.

Por su parte, la actividad empresarial está sufriendo por el adverso contexto económico. La producción industrial retrocedió un 2,6% interanual en agosto, mientras que la confianza de los servicios cedía ocho décimas porcentuales en septiembre. Esta evolución resalta el mal tono del sector secundario y terciario. Además, el Boletín de Coyuntura del Banco de Francia de septiembre apuntaba a otras tendencias del sector empresarial. En el tercer trimestre, las empresas galas han contenido sus inversiones, han visto reducidos sus flujos de caja y han registrado una disminución de sus márgenes de beneficio.

Las empresas contienen sus inversiones y ven empeorar sus beneficios.

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	Septiembre
PIB	2,4	2,1	2,4	2,2	2,1	1,1	-	...	-
Consumo de los hogares	3,3	4,4	4,9	3,8	2,4	1,5	1,4	0,1	1,5
Producción industrial	0,9	1,3	2,0	2,3	1,7	-0,4	-1,8	-2,6	...
Tasa de paro (*)	9,2	8,3	8,1	7,9	7,7	7,6	7,8	8,0	...
Precios de consumo	1,7	1,5	1,3	2,3	2,9	3,3	3,6	3,2	3,0
Balanza comercial (**)	-27,3	-32,9	-33,5	-37,9	-41,2	-45,5	-48,6	-51,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Italia: lo peor puede estar por llegar

El Fondo Monetario Internacional ha dictado sentencia sobre las perspectivas inmediatas de la economía italiana y ésta ha sido condenatoria: en 2008 el PIB caerá una décima porcentual y en 2009 la situación empeorará, con un nuevo descenso del crecimiento (-0,2%). Esta voz se suma a otras conocidas recientemente, como la de la Comisión Europea o, a nivel interno, la de la patronal Confindustria, que igualmente auguran una etapa de escaso dinamismo económico para Italia.

Los últimos indicadores ciertamente tienden a confirmar este mal pronóstico. El consumo sigue falto de tono, como lo atestigua el hecho de que la confianza del consumidor se situase en septiembre en la cota de los 22 puntos negativos. A un nivel más fundamental, otro lastre que opera sobre el gasto de las familias es el continuado aumento de la tasa de paro, que alcanzó el 6,8% en el segundo trimestre (incremento de siete décimas porcentuales en un año).

Desde el dominio de la oferta, la situación se percibe igualmente grave. La producción industrial retrocedió en agosto un 2,6% interanual. Este mal comporta-

miento se puede vincular con el escaso dinamismo exportador. En agosto, las exportaciones, en saldo acumulado de doce meses, avanzaron un 4,6% interanual, un ritmo cuatro puntos porcentuales menor al que se registraba a principios de año. Todo esto deja como prácticamente único indicador positivo la reconducción de la inflación de septiembre. En línea con las principales economías continentales, el IPC creció en dicho mes un 3,8% interanual, una cesión de tres décimas porcentuales respecto a agosto.

Reino Unido: el consumo, tocado y... ¿hundido?

El activismo de gobierno de Gordon Brown para salvaguardar su sistema bancario y el hecho de que el modelo británico de salvamento (caracterizado por compra de acciones de los bancos por parte del estado, junto con otras medidas) haya sido *de facto* adoptado como referencia por los países de la Unión Europea, pueden haber generado la impresión de que la economía británica está siendo guiada con mano de hierro hacia la salida de la crisis. Lo cierto es que, desde el punto macroeconómico, la situación sigue siendo extremadamente com-

En Italia, se esperan dos años consecutivos con el PIB en caída.

El consumo sigue tocado, y no ayuda el aumento de la tasa de paro.

La producción industrial se ve penalizada por el frenazo de las exportaciones.

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	Septiembre
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	2,1	-1,3	...
Producción industrial	2,4	0,0	0,8	-2,9	-1,4	-1,7	-3,1	-2,6	...
Tasa de paro (*)	6,8	6,2	6,2	6,3	6,6	6,8	-	...	-
Precios de consumo	2,1	1,8	1,6	2,4	3,1	3,6	4,1	4,1	3,8
Balanza comercial (**)	-17,6	-13,7	-11,3	-8,9	-9,1	-8,6	-9,0	-10,5	...

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 bordea la recesión técnica.

Graves problemas en el frente del consumo privado...

...fruto de la caída de los precios inmobiliarios, el ajuste crediticio y el empeoramiento laboral.

plicada. Según datos preliminares, el PIB alcanzó en el tercer trimestre un 0,5% intertrimestral, con lo cual se encuentra a las puertas de recesión técnica, al tiempo que la inflación ha roto la barrera psicológica del 5% en septiembre (5,2% interanual, concretamente).

El principal elemento que se ha degradado en los últimos trimestres ha sido el consumo privado. Aunque este bastión del crecimiento empezó a desacelerarse en el segundo trimestre, ha sido en el tercer trimestre cuando la pérdida de dinamismo se ha tornado más apreciable. En septiembre, las ventas minoristas crecieron un 1,7% interanual, 2,6 puntos porcentuales menos que en el segundo trimestre. En los meses inmediatos las cosas presumiblemente irán a peor: la confianza del consumidor se situó en septiembre en el nivel de los 23 puntos negativos, 7 puntos por debajo del débil registro del segundo trimestre.

La decisión de las familias de contener el gasto deriva fundamentalmente de la com-

binación de tres factores. En primer lugar, la caída de los precios inmobiliarios (según Halifax, el descenso entre agosto de 2008 y agosto de 2007 supera el 13%) tiene un efecto negativo sobre el consumo. Un segundo elemento es la menor disponibilidad de crédito bancario para financiar el gasto familiar.

Finalmente, el mercado laboral británico, que se había comportado de forma excepcionalmente dinámica en años precedentes, ha empezado a empeorar. En septiembre pasado, la tasa de paro ascendió hasta el 2,9% al tiempo que en los tres meses de junio a agosto se destruyeron 122.000 empleos netos. Asimismo, los ingresos salariales medios vienen ralentizándose desde mayo pasado, una tendencia que se ha intensificado en los meses de julio y agosto. Aunque los problemas macroeconómicos británicos no acaban aquí (por ejemplo, la producción industrial se desplomó un 2,3% interanual en agosto), ciertamente a menos que la vía de agua del consumo no se tapone claramente las perspectivas británicas se antojan complicadas.

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	Septiembre
PIB	2,8	3,0	3,3	2,9	2,3	1,5	-	0,3	-
Ventas al por menor	3,1	4,4	5,0	3,9	5,4	4,3	2,0	3,2	1,7
Producción industrial	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	-1,1	-1,9	-2,3	...
Tasa de paro (*)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9
Precios de consumo	2,3	2,3	1,8	2,1	2,4	3,3	4,4	4,8	5,2
Balanza comercial (**)	-72,5	-83,2	-84,7	-88,4	-90,9	-92,9	-94,3	-95,0	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,3	6,0	6,3	6,0	6,0	5,9	5,8	5,7
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	98,0	103,9	104,3	102,2	97,6	92,6	92,8	92,5	88,2

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

(***) Cambio ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

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

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Bancos centrales y gobiernos frente a la crisis financiera global

«A grandes males, grandes remedios». Nunca el dicho ha sido más apropiado. Frente a la crisis financiera más grave en 75 años, la reacción de las autoridades económicas y monetarias está siendo contundente y audaz, como veremos a continuación. El hecho es que la gravedad de la situación en los mercados financieros ha alcanzado una magnitud tal que ha obligado a echar mano de todo el arsenal de medidas al alcance para evitar una involución y un colapso de los sistemas de crédito nacionales.

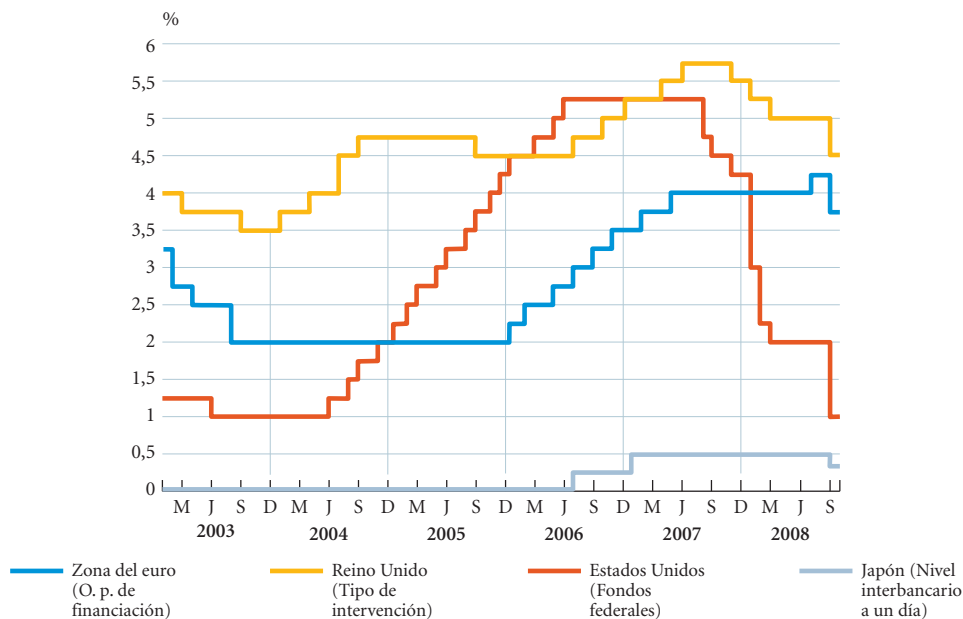
Desde el inicio de la tormenta financiera, los bancos centrales iniciaron sus intervenciones según el manual ortodoxo de resolución de crisis financieras. Con la lección bien aprendida tras la depresión del año 1929, la primera determinación que tomaron fue la inyección de liquidez para paliar las tensiones en los mercados interbancarios tras la brutal contracción del crédito entre entidades bancarias. Ésta fue motivada por la crisis de confianza que se transformó en una crisis de solvencia en el sistema financiero internacional.

Ante el incremento de las tensiones financieras a partir de septiembre y en una ex-

Ante la gravedad de la crisis, los gobiernos y los bancos centrales actúan con contundencia.

RECORTE COORDINADO DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTES: Bancos centrales.

Descenso coordinado de los tipos de interés de referencia de los principales bancos centrales...

...y máxima inyección de liquidez.

Los planes nacionales contemplan compras de activos financieros del balance de las entidades, aval de emisiones e incluso la entrada en el capital de los bancos con problemas.

En el caso de España, se aumenta la garantía de los clientes, se dispone un fondo de adquisición de activos de alta calidad y se instrumenta un aval para las emisiones de las entidades crediticias.

cepcional coyuntura de rescates forzados de entidades crediticias por parte del sector público, los principales bancos centrales optaron por recortar sus tipos de interés oficiales coordinadamente el 8 de octubre. Los bancos centrales de Estados Unidos (Fed), Reino Unido, China, Canadá, Suecia, Suiza y el Banco Central Europeo (BCE) acordaron recortar el tipo de interés de referencia. Así, como puede verse en el gráfico anterior, la Fed, el Banco de Inglaterra y el BCE bajaron un 0,5% el precio del dinero oficial. El 29 de octubre, la Fed ha vuelto a recortar otro medio punto el tipo de interés de referencia de los fondos federales mientras que Japón lo hacía en 20 puntos básicos; se espera que el Banco de Inglaterra y el BCE sigan el mismo camino.

Además, la Fed ha adoptado medidas que se salen de la ortodoxia monetaria de las últimas décadas, como la creación de un fondo para adquirir pagarés de empresa (*commercial paper*) directamente a los emisores o en el mercado secundario, así como la compra de activos de fondos monetarios, medidas ambas destinadas a aliviar las tensiones de liquidez que afectan a las empresas no financieras. También el BCE ha puesto en marcha acciones extraordinarias, aunque de mucho menor alcance, orientadas a facilitar la obtención de mayores niveles de liquidez en sus subastas de fondos periódicas.

Pero la cosa no se acaba aquí. La virulencia de la crisis ha obligado a los gobiernos a incrementar la garantía de los depósitos bancarios. En el caso de la Unión Europea, tras una cierta descoordinación inicial, y cuando varios países habían anunciado unilateralmente la ampliación de esta garantía de depósitos, se decidió aumentar el mínimo garantizado hasta los 50.000 euros por cliente y entidad, aunque la mayoría de los países de la eurozona lo han elevado hasta los 100.000 euros.

Como esto no bastaba y el riesgo de colapso del sistema persistía, se empezaron a tomar una serie de medidas anticrisis más heterodoxas. La primera fue la creación de fondos específicos para comprar los activos financieros del balance de los bancos. En Estados Unidos, el Secretario del Tesoro consiguió finalmente el 3 de octubre sacar adelante un plan de rescate bancario cuyo importe máximo podría alcanzar los 700.000 millones de dólares. A pesar de ello, los mercados financieros seguían muy inquietos, al considerar que las medidas no abarcaban toda la problemática creada por la crisis.

Fue el gobierno británico el que poco después, el 8 de octubre, presentaría un plan de actuación que posteriormente sería tomado como referencia para otros planes nacionales. El importe total era de 400.000 millones de libras esterlinas y en el mismo se incluía la posibilidad de que el sector público entrara directamente en el capital propio de las entidades con problemas. Otra disposición relevante era conceder avales para garantizar las emisiones de activos de los bancos. Los ministros de finanzas de la Unión Europea asumieron los planteamientos británicos y los respectivos gobiernos nacionales redactaron sus correspondientes planes de actuación.

En total se han anunciado intervenciones por un valor de casi 4 billones de euros, unas cuatro veces el producto interior bruto de España. De las mismas, se destinan 1,9 billones de euros a avales, 1 billón de euros a fondos de adquisición de activos de los balances de los bancos y, por último, aproximadamente otro billón de euros a recapitalizar los bancos a través de inyecciones en el capital propio o instrumentalizado a través de préstamos.

En el caso de España, el plan anticrisis se vertebró a través de cuatro elementos principales. El primero es la elevación de

la garantía de depósitos y de fondos de inversión de 20.000 a 100.000 euros. El segundo es la creación de un fondo para comprar activos bancarios de alta calidad, hasta 50.000 millones de euros. Otro pilar del plan es el aval público para nuevas emisiones de deuda (con 5 años de vencimiento máximo) de entidades de crédito con un importe máximo de 100.000 millones de euros, válido hasta el 31 de diciembre de 2009. El plan español incluye la posibilidad de extender el aval al mercado interbancario español y la posible adquisición de títulos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

Menores tensiones en el interbancario pero mayores en la renta fija privada

El recorte coordinado del tipo de interés de referencia de los bancos centrales comentado en el apartado anterior tuvo un claro impacto en los tipos de interés

del mercado interbancario. En la zona del euro, el euríbor a 3 meses, que cotizaba un 5,27% a finales de septiembre, se distendía hasta anotar un 4,92%, todavía muy por encima del tipo de interés oficial del BCE, pero con una clara senda bajista. También el tipo de interés del mercado interbancario a 12 meses en la eurozona, que alcanzó un nivel de 5,51% el 2 de octubre, se fue relajando hasta cotizar el 27 de octubre un 5,0%. En Estados Unidos, el tipo de interés interbancario a 3 meses ha caído del 4% hasta el 3,53% que cotizaba el 27 de octubre. En el Reino Unido, el tipo de interés a 3 meses descendió del 6,30% de finales de septiembre hasta el 5,98% de finales de octubre.

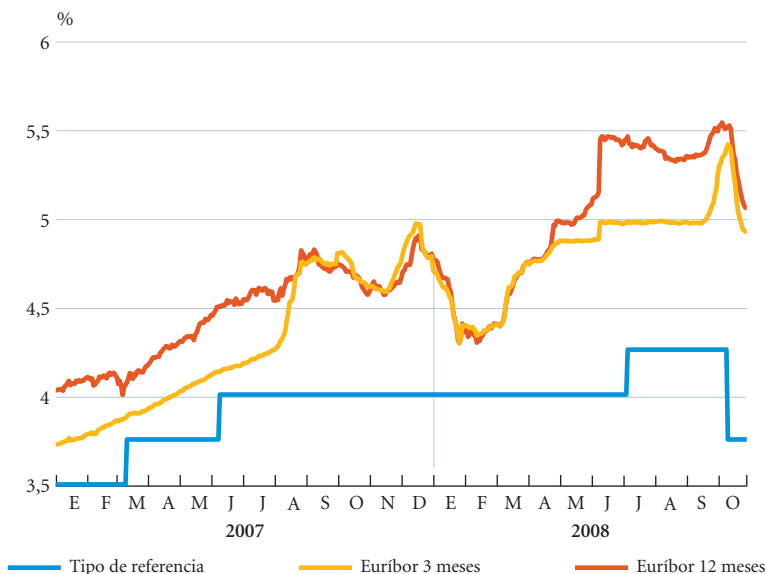
A pesar de estas reducciones, todavía no puede afirmarse que la situación se haya normalizado. Los diferenciales entre los tipos de interés del mercado interbancario y los tipos de interés de referencia de los bancos centrales siguen siendo muy superiores a la media histórica e incluso

El recorte del tipo de interés oficial coordinado de los bancos centrales y las medidas de inyección de liquidez logran relajar algo los mercados interbancarios...

... aunque todavía falta mucho para su plena normalización.

LOS MERCADOS INTERBANCARIOS RELAJAN LA TENSIÓN LIGERAMENTE

Tipos de interés oficial del BCE y del mercado interbancario de la eurozona



NOTA: Último dato, 27 de octubre.

FUENTE: Bloomberg.

Se mantiene la tendencia de reducción de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo...

estos diferenciales se han ampliado durante el mes de octubre en algunos casos. Así, el margen entre el tipo de interés oficial del BCE y el euríbor a 3 meses en septiembre era de 1,02%, mientras que el 27 de octubre se situaba en el 1,17%. Es decir, las bajadas de los tipos de interés del mercado interbancario han sido inferiores al recorte del tipo de referencia.

En el ámbito de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo se mantiene la tendencia de disminución de los mismos en numerosos países. En el caso de los Estados Unidos, el tipo de interés de la deuda pública a 10 años se ha reducido en 18 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) del 3,82% a finales de septiem-

bre hasta el 3,64% del 25 de octubre. Pero el descenso más intenso se ha registrado en la eurozona, al cotizar la deuda pública a largo plazo un 3,72%, unos 30 puntos básicos por debajo de la rentabilidad que ofrecía a finales de septiembre. El motivo es el cambio de tendencia en las perspectivas del tipo de interés oficial del BCE. Si hasta hace pocos meses se esperaban alzas en el mismo, con el recorte inicial del 8 de octubre y las indicaciones adicionales de mayores rebajas por parte del presidente del BCE las expectativas de nuevos recortes se han consolidado firmemente.

Estas mejoras del mercado interbancario no se han trasladado al mercado de renta

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									
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	2,70
Septiembre	4,25	5,27	5,50	2,00	4,05	1,02	5,00	6,30	3,00
Octubre (1)	3,75	4,92	5,04	1,50	3,52	1,00	4,50	5,98	2,34

NOTAS: (1) Día 27.

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

(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%), 8-10-2008 (1,5%).

(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%), 8-10-2008 (4,5%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

fija privada. En los mercados de capitales de bonos de empresas privadas, donde las empresas emiten deuda para conseguir financiación, se ha producido un encarecimiento sustancial de la misma por la ausencia de inversores interesados en adquirir este tipo de activos.

En el caso de los bonos emitidos por empresas en el mercado estadounidense con un vencimiento a 10 años y con la máxima calidad crediticia en dólares, se están pagando 319 puntos básicos por encima de la deuda pública a ese plazo. Es decir, una compañía que decida emitir un bono a 10 años con *rating* AAA deberá ofrecer una rentabilidad de 6,83%. Una tasa desorbitada que indica la dificultad que tienen los directores financieros para obtener financiación a un precio razonable. Los gestores de carteras de inversión siguen reduciendo el riesgo en sus carteras y no están interesados en adquirir papel de empresas con la inseguridad que conlleva la situación actual. El motivo

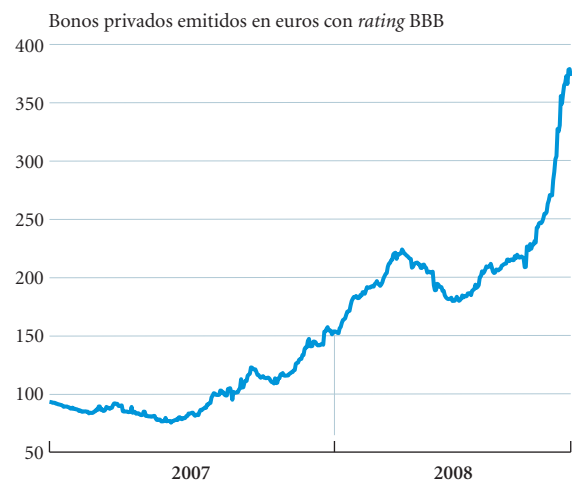
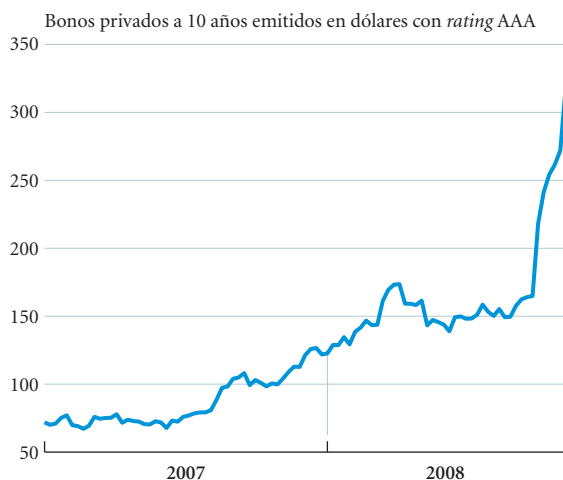
principal es la drástica aminoración de la capacidad de generación de beneficios de las empresas. En este entorno, es fácil que se mantenga una cierta tendencia de deterioro del perfil de crédito del sector empresarial, y esto debería reflejarse potencialmente en bajadas de las calificaciones crediticias y en el precio de los activos emitidos por estas compañías, sean bonos o acciones.

En el caso de la eurozona, la situación es muy similar, pues a un empresario que quiera emitir en el mercado de capitales de renta fija privada se le ha encarecido sensiblemente la misma. En este caso, un bono privado de una empresa en euros y con vencimiento a 10 años y *rating* BBB debe ofrecer una rentabilidad de 7,50%. Resumiendo, las cotizaciones actuales indican que en la práctica los mercados de capitales para el sector empresarial son inasequibles y no son capaces de ofrecer financiación a precios razonables.

...pero las mejoras no se han trasladado al mercado de renta fija privada.

AMPLIACIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CREDITICIO

Diferenciales de crédito en puntos básicos



NOTA: Último dato, 27 de octubre.

FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

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	Septiembre	Octubre (*)
Estados Unidos	4,39	4,70	4,59	4,02	3,82	3,64
Japón	3,31	1,69	1,69	1,51	1,47	1,48
Eurozona	1,48	3,95	4,33	4,33	4,02	3,72
Reino Unido	4,10	4,74	5,01	4,51	4,45	4,33
Suiza	1,97	2,52	3,01	3,05	2,61	2,73

NOTA: (*) Día 25.

FUENTE: Bloomberg.

La excesiva volatilidad del yen preocupa al G7.

El dólar recupera su papel de valor refugio

El mercado de divisas ha vivido un mes de octubre de grandes convulsiones. Destaca la divisa de Japón, con movimientos muy intensos hasta el punto de que el 27 de octubre el G7, el grupo de países más ricos del mundo, advirtió sobre la excesiva

volatilidad del yen japonés. Como puede verse en el siguiente cuadro, el yen se ha apreciado un 11,2% en un mes contra el dólar. A final de mes, 1 dólar sólo adquiriría 93,7 yenes. Hay que retroceder al año 1995 para poder observar el mismo nivel del tipo de cambio entre la moneda japonesa y el dólar de los Estados Unidos.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

27-10-2008

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	93,7	-11,2	-19,3	-22,4
Libra esterlina	0,647	17,0	28,4	33,4
Franco suizo	1,160	6,1	2,3	-0,4
Dólar canadiense	1,286	18,7	22,4	25,8
Peso mexicano	13,268	16,8	17,9	19,3
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,243	-13,9	-14,8	-13,9
Yen japonés	116,4	-22,6	-28,6	-29,6
Franco suizo	1,442	-8,3	-12,8	-14,2
Libra esterlina	0,804	0,7	9,3	14,9
Corona sueca	10,070	2,8	6,7	9,3
Corona danesa	7,452	-0,1	-0,1	0,0
Zloty polaco	3,843	13,1	6,9	6,0
Corona checa	24,87	0,7	-6,3	-7,8
Forint húngaro	271,8	11,4	7,5	8,3

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

FUENTE: Bloomberg.

Varios factores explican el movimiento. Uno de los más importantes es el cierre de lo que en la jerga financiera se conoce como el *carry trade*, que consiste en endeudarse en una divisa con bajos tipos de interés e invertir simultáneamente en activos denominados en otras divisas que ofrecen un tipo de interés más alto. En estos momentos, se está produciendo un desapalancamiento en las carteras de inversión en todo el mundo. Los inversores que se habían endeudado en yenes están cerrando estas posiciones. Es decir, ha aumentado la demanda de yenes para pagar los préstamos concedidos como financiación. El yen se ha apreciado de forma más intensa contra el euro, pues en el último mes ha ganado un 22,6% de valor frente a la moneda única. Un euro sólo compra 116 yenes cuando el 25 de septiembre podía adquirir 156 yenes.

Por otra parte, el euro se ha depreciado de forma intensa ante el dólar. Un euro equivalía a 1,46 dólares el 26 de septiembre y, en cambio, el 27 de octubre sólo podía comprar 1,24, una depreciación del 15%. El motivo es el cambio sobre las expectativas de nuevas bajadas por parte del BCE que se han intensificado en las últimas semanas. También la libra esterlina se depreció ante el dólar de forma muy intensa al conocerse el crecimiento negativo del tercer trimestre, hecho que no se producía desde la última recesión que vivió el Reino Unido en el año 1991.

Otras divisas que también han tenido movimientos importantes son las del Este de Europa. Muchos de estos países, entre ellos, Hungría, y Ucrania, habían intensificado su endeudamiento en monedas diferentes a la del país. Las empresas y las

familias solicitaban préstamos en divisas como el euro, el yen o el dólar, ya que los tipos de interés eran más bajos que los de los préstamos nacionales. Cuando las turbulencias financieras han empezado a afectar a los países emergentes, la caída de la moneda nacional ha puesto de manifiesto el riesgo divisa y la inviabilidad de la situación. Los inversores extranjeros han deshecho sus posiciones, las exportaciones han disminuido y el riesgo del sector bancario ha aumentado por el agravamiento de la morosidad.

En Ucrania, la caída de la demanda internacional de acero ha afectado directamente a la balanza de pagos, pues es el producto que más exporta. La consecuencia ha sido el fuerte aumento del déficit por cuenta corriente que ha puesto a la divisa bajo enormes presiones. Así la *grivnia*, la moneda de Ucrania, se ha devaluado un 25% respecto al dólar en el último mes. El riesgo de colapso del sistema financiero ha obligado al país a negociar un paquete de ayuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por un importe de 13.000 millones de euros para evitar el riesgo de quiebra.

También Hungría ha sufrido una situación similar, en la que su divisa se ha depreciado un 11,4% en un mes contra el euro por las dudas generadas sobre su capacidad de refinanciar su enorme *stock* de deuda en moneda extranjera. El FMI indicó su disposición para ayudar al país, decisión que sigue al apoyo prestado por el BCE por un importe de 5.000 millones de euros que puso a disposición del banco central húngaro para defender su divisa. Es la primera vez en la historia de la Unión Europea que un miembro decide solicitar ayuda al FMI.

La perspectiva de más bajadas en el tipo de interés oficial por parte del BCE y del Banco de Inglaterra perjudica al euro y a la libra esterlina, que se deprecian frente al dólar.

Las divisas de los países del Este de Europa son golpeadas por la crisis financiera.

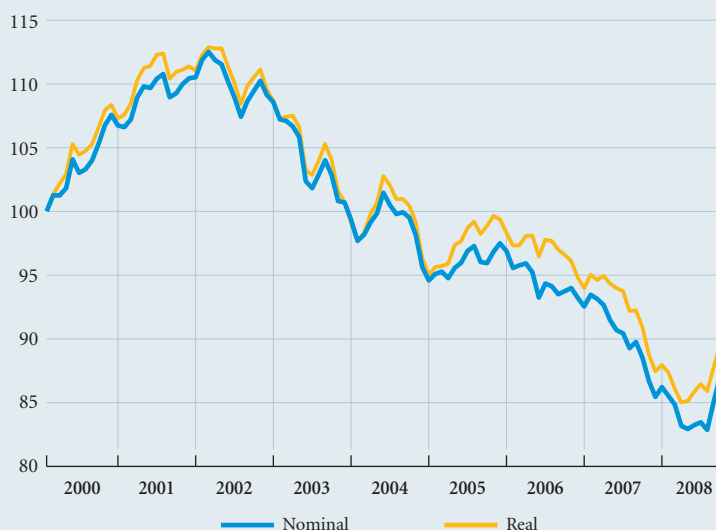
La fuerte caída en los mercados de renta variable reduce espectacularmente algunas cotizaciones.

El rebote del dólar, ¿nueva tendencia o efecto pasajero?

La tendencia bajista del dólar de los últimos 6 años parece haberse terminado. En tan sólo 3 meses, el billete verde se ha apreciado un 10% en promedio frente a las monedas de sus principales socios comerciales, recuperando así los niveles del primer trimestre de 2007. Los movimientos más pronunciados se han producido con el won coreano, el peso y el dólar canadiense, frente a los que el dólar se ha apreciado 40%, 28% y 29% respectivamente desde principios de verano. La apreciación respecto al euro, 20%, ha sido más moderada. Entonces, ¿ha tocado fondo la depreciación del dólar? ¿o son estos movimientos un fenómeno temporal?

LA FUERTE RECUPERACIÓN DEL DÓLAR LO SITÚA EN NIVELES DE PRINCIPIOS DE 2007

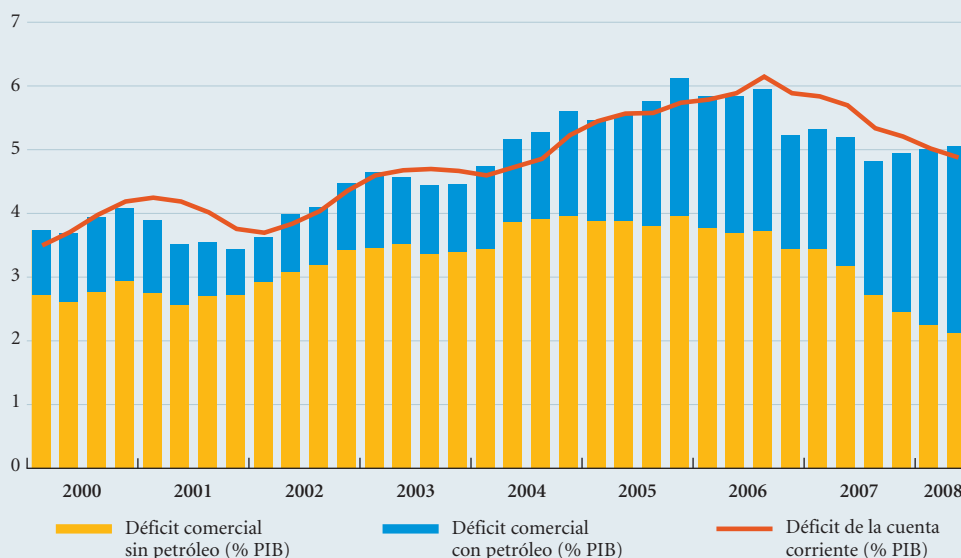
Índice del tipo de cambio del dólar frente a las divisas de los principales socios comerciales. (Un aumento indica apreciación)



FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

Para determinar si la apreciación reciente del dólar representa un cambio de tendencia debemos analizar si aún se mantiene presente el factor que impulsó su depreciación entre 2002 y 2008: el desequilibrio externo de la economía estadounidense. De hecho, antes de que la crisis financiera copara las páginas y debates de economía, la sostenibilidad del altísimo y recurrente déficit por cuenta corriente (dominado básicamente por el déficit comercial) era uno de los temas más candentes de la economía internacional. A largo plazo, un déficit comercial del 6%, como el que registró Estados Unidos en 2005-2006, es insostenible porque aumentaría la deuda neta del país de manera exponencial. En este contexto, la fuerte depreciación del dólar, un 24% en términos efectivos reales entre 2002 y 2008, ha sido clave para conseguir que el déficit comercial excluyendo el petróleo se redujera en aproximadamente 2 puntos del PIB. La reducción del déficit comercial incluyendo las importaciones netas de petróleo ha sido más moderada (véase el gráfico siguiente), pero ello ha sido la consecuencia de la fuerte subida del precio del petróleo.

EL AUMENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO MANTIENE EL DÉFICIT COMERCIAL ELEVADO



FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

A medio plazo es de prever que el déficit comercial se siga moderando como consecuencia de la depreciación que sufrió el dólar hasta mediados de este año. Las estimaciones disponibles indican que tanto las exportaciones como las importaciones responden con un retraso de unos dos años a los movimientos del tipo de cambio. Esta tendencia se verá reforzada por la caída del precio del crudo. Si se mantuviera en torno a 80-90 \$/barril, el déficit por cuenta corriente llegaría a reducirse hasta el 2,5%-3% del PIB, pero si bajara hasta 50-60 \$/barril, el déficit podría disminuir hasta el 1,5%-2% del PIB, cifras que son compatibles con un nivel de deuda sostenible a largo plazo.⁽¹⁾ Por lo tanto, si el precio del crudo no se dispara otra vez, la estabilización del dólar a los niveles de junio del 2008 podría ser suficiente para que el déficit comercial alcanzara niveles sostenibles a largo plazo. En cualquier caso, su brusca apreciación en las últimas semanas parece prematura desde un punto de vista estructural.

Los motivos de la reciente apreciación del dólar hay que buscarlos en los determinantes del tipo de cambio a corto plazo. Uno de ellos es la expectativa del diferencial de tipo de interés entre países. Por un lado, los tipos de interés de referencia de la Reserva Federal se encuentran al 1,5% y ya no podrán bajar mucho más para poder amortiguar la desaceleración de la economía americana. En cambio, los tipos de interés de sus principales socios comerciales, como, por ejemplo, la zona euro, Inglaterra, Canadá o México, aún tienen un amplio recorrido a la baja que podrán utilizar ahora que las tensiones inflacionarias se han moderado y que ven cómo la crisis financiera internacional también afectará a sus economías domésticas. La anticipación de una reducción del diferencial de tipos a corto plazo explica parte de la apreciación reciente del dólar. El otro factor a tener en cuenta es el aumento de la aversión al riesgo y la preferencia por la liquidez de los inversores estadounidenses que, al ver como la desaceleración económica se extendía más allá de los Estados Unidos, han liquidado sus inversiones en el extranjero y han repatriado capitales.

(1) Véase, por ejemplo, Enric Fernández, 2007, «La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos», Documento de Economía de "la Caixa".

TIPOS DE CAMBIO ACTUALES Y DE PARIDAD DEL PODER DE COMPRA

	Tipos de cambio 27-10-08	PPC
\$ / Euro	1,24	1,14
\$ / Libra Esterlina	1,55	1,54
Dólar Canadá / \$	1,29	1,21
Yen / \$	93,28	129,55
Renminbi / \$	6,85	3,45

NOTA: PPC: paridad del poder de compra.

FUENTES: Banco Mundial y Datastream.

Hasta ahora hemos analizado la posición global del dólar respecto a las divisas de sus principales socios comerciales, pero las dinámicas de los tipos de cambio bilaterales podrían ser distintas. Una forma relativamente sencilla de ver contra qué monedas el dólar tenderá a depreciarse o apreciarse a largo plazo consiste en comparar el tipo de cambio actual con el tipo de cambio de Paridad del Poder de Compra (PPC), aquel que haría posible comprar la misma cesta de bienes en distintos países con la misma cantidad de dinero. Este indicador se debe considerar como un referente a largo plazo, pues en la práctica las diferencias de precio entre distintos países tienden a desaparecer lentamente. Como nos muestra la tabla adjunta, a pesar de la fuerte apreciación que el dólar ha experimentado frente al euro, el tipo de cambio actual aún se encuentra por encima del tipo de cambio de PPC y, por lo tanto, sugiere que la apreciación del dólar todavía tiene un cierto recorrido. Después de su brusca depreciación en las últimas semanas, la libra esterlina se encuentra muy cerca de su valor de equilibrio a largo plazo. La situación del yen es un poco más compleja ya que, por un lado, el diferencial entre el tipo de cambio actual y el de PPC nos sugiere que el dólar debería apreciarse. Sin embargo, los recurrentes e importantes superávits comerciales de la economía japonesa, una situación totalmente opuesta a la de los Estados Unidos, nos sugieren que el dólar debería depreciarse respecto al yen. Dado que a medio plazo ésta es la fuerza dominante, la convergencia del tipo de cambio al tipo de PPC se verá aún más retardada. Finalmente, el caso del renminbi es más claro ya que tanto el tipo de cambio de PPC como la posición externa de la economía china, un amplio superávit de la cuenta corriente, apuntan a que el dólar debe depreciarse.

En definitiva, la apreciación reciente del dólar parece obedecer a razones temporales y, por lo tanto, cabe esperar que éste vuelva a corto plazo a los niveles alcanzados antes del verano. A medio plazo, el dólar volverá a ganar fuerza frente al euro pero deberá depreciarse frente a las monedas asiáticas, fundamentalmente el renminbi.

Octubre pésimo para la bolsa

En el caso de la bolsa de los Estados Unidos, la caída es la más intensa desde 1929.

Los adjetivos se quedan cortos a la hora de explicar las intensas bajadas vividas durante el mes de octubre. No sería exagerado referirse a un pánico vendedor en algunos momentos. Que la valoración de algunas de las compañías más importantes, que cotizan en estos índices, haya caído por debajo del valor teórico en libros de estas empresas es indicativo de las ten-

siones vividas en los mercados de renta variable. En el anterior cuadro puede observarse como todas los índices de las bolsas occidentales han perdido alrededor de un 25%-30%.

A diferencia de otros momentos en los que podíamos referirnos a elementos específicos en algunos países para explicar el movimiento de sus bolsas, dependiendo del mayor o menor peso de algu-

nos sectores económicos, en los índices o en la posición del ciclo económico en la que se encuentra el país, ahora el elemento fundamental y común a estos movimientos es la fuerte aversión al riesgo de los inversores.

Que la crisis actual es la más dura desde el *crack* de 1929 ya está fuera de toda duda. En el caso del índice de bolsa *Standard & Poor's* de Estados Unidos, si comparamos los 12 declives más importantes desde 1929 se observa que la actual corrección es la más intensa en porcentaje teniendo en cuenta que sólo llevamos apenas un año desde el inicio de la misma.

El interrogante que se plantea ahora es ¿cuál es el suelo? Es decir, hasta dónde puede llegar a descender. Para contestar

esta cuestión pueden utilizarse diversas metodologías. De los mismos se desprende que las cotizaciones actuales ya han incorporado en su precio la reducción de los beneficios debido a la fuerte desaceleración económica mundial que se espera en los próximos trimestres.

Sin embargo, hasta que no se normalice la situación en el sistema financiero internacional es muy difícil que los inversores apuesten por una entrada masiva en la renta variable. Por este motivo, la distensión del mercado interbancario es una señal esperanzadora, porque como mínimo se puede afirmar que tras las medidas anticrisis puestas en marcha por gobiernos y bancos centrales, los bancos tienen un poco menos de miedo para prestarse entre ellos.

La normalización del sistema bancario es necesaria para poner los cimientos de la recuperación.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

28-10-2008

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	8.298,8	-25,5	-37,4	-39,9
<i>Standard & Poor's</i>	858,5	-29,2	-41,5	-44,1
<i>Nasdaq</i>	1.523,8	-30,2	-42,5	-45,7
Tokio	7.621,9	-35,9	-50,2	-53,8
Londres	3.946,4	-22,4	-38,9	-40,8
Zona del euro	2.339,4	-25,9	-46,8	-47,3
<i>Francfort</i>	4.609,0	-24,0	-42,9	-42,0
<i>París</i>	3.114,7	-25,2	-44,5	-46,3
<i>Amsterdam</i>	239,7	-32,4	-53,5	-56,2
<i>Milán</i>	19.069,0	-29,8	-50,5	-52,4
<i>Madrid</i>	8.024,7	-29,5	-47,1	-48,6
Zurich	5.604,5	-17,8	-33,9	-37,5
Hong Kong	12.596,3	-32,6	-54,7	-58,6
Buenos Aires	844,2	-50,1	-60,8	-63,7
São Paulo	30.294,6	-40,3	-52,6	-52,9

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.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

El PIB probablemente ya se contrajo en el tercer trimestre, a pesar de la mejora del sector exterior.

La crisis financiera internacional agrava la desaceleración económica

En los últimos meses, aunque el choque inflacionario de las materias primas se ha desinflado en parte, se ha producido un agravamiento de la crisis financiera internacional. Este choque, a pesar de los esfuerzos gubernamentales, ha tendido a intensificar la desaceleración económica debida sobre todo a la pérdida de impulso de la construcción residencial.

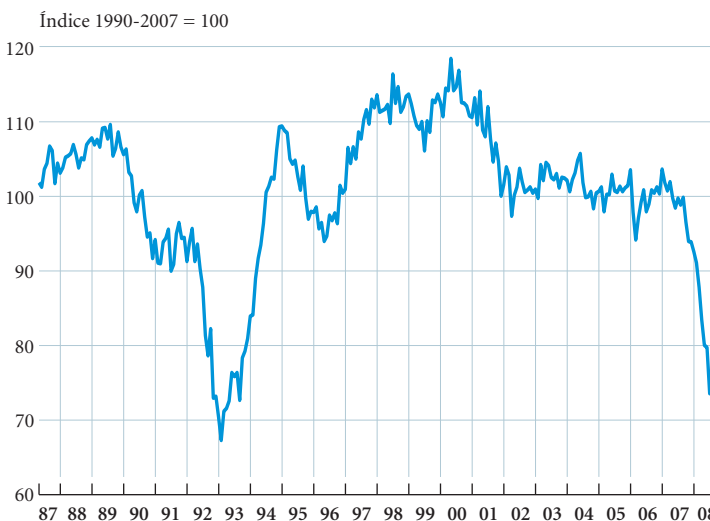
De esta forma, la confianza de los agentes económicos ha seguido deteriorándose, situándose el indicador de sentimiento económico en las cotas más bajas desde la última recesión de 1992-93. El producto interior bruto, después de haber anotado

un crecimiento intertrimestral de sólo el 0,1% en el segundo trimestre, probablemente ya se contrajo levemente en el tercer trimestre, tal como pronosticó la Comisión Europea, a pesar de una mejora del sector exterior.

En este entorno es conveniente analizar la situación económica de las empresas, puesto que de ella depende en buena parte la evolución de la inversión y del empleo. Los datos de la encuesta trimestral de la Central de Balances del Banco de España correspondiente al segundo trimestre confirman la ralentización económica del último periodo. Así, el valor añadido de las empresas de la muestra, que se obtiene restando los consumos intermedios al valor de la producción, se

LA CONFIANZA BAJA HASTA EL NIVEL MÍNIMO DESDE LA ÚLTIMA RECESIÓN

Indicador de sentimiento económico (*)



NOTA: (*) Compuesto por los indicadores de confianza industrial, servicios, del consumidor, construcción y del comercio minorista. Corregido de estacionalidad.

FUENTE: Encuesta de la Comisión Europea.

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual

	2007	Primer semestre	
		2007	2008
Valor de la producción	5,8	3,9	9,9
Consumos intermedios	6,2	3,0	13,8
Valor añadido bruto (VAB)	4,9	5,7	2,1
Gastos de personal	4,4	4,7	5,2
Resultado económico bruto de explotación	5,2	6,3	0,0
Ingresos financieros	38,5	16,8	40,4
Gastos financieros	36,5	37,8	28,3
Amortizaciones y provisiones	-1,3	-1,0	0,1
Resultado ordinario neto	10,3	4,4	4,2
Ingresos y gastos extraordinarios	121,4	-42,3	-
Provisiones e impuestos	89,9	-12,1	3,7
Resultado neto	11,7	3,0	67,3

FUENTE: Banco de España.

elevó el 2,1% en el primer semestre del ejercicio en términos interanuales, frente al 5,7% registrado en la primera mitad de 2007.

Por el contrario, los gastos de personal tendieron a acelerarse debido al incremento de las remuneraciones medias, ya que la creación de empleo aminoró su ritmo de crecimiento. De esta manera, el excedente bruto de explotación no aumentó en relación con los primeros seis meses del año anterior, estancándose.

Los ingresos financieros ascendieron más que los gastos financieros. Esto se produjo, por un lado, gracias a los elevados dividendos provenientes de las filiales extranjeras de los grandes grupos multinacionales españoles, y, por otro lado, debido a un menor endeudamiento de las empresas en los últimos meses. De esta forma, el resultado ordinario neto anotó un alza interanual del 4,2%, aunque se situó 2 décimas por debajo de un año antes.

Continuando la cascada de resultados, los ingresos extraordinarios subieron espec-

tacularmente debido sobre todo a las plusvalías obtenidas mediante la venta de acciones y otros activos. De este modo, el resultado neto se elevó el 67,3% en relación con el mismo periodo del año anterior. Cabe señalar que este valor atípico es atribuible en gran medida a las ventas pactadas en el proceso de compra por un operador extranjero de la participación mayoritaria en una gran empresa eléctrica española. Sin los ingresos extraordinarios de esta operación, el resultado neto habría aumentado un 12% en el primer semestre.

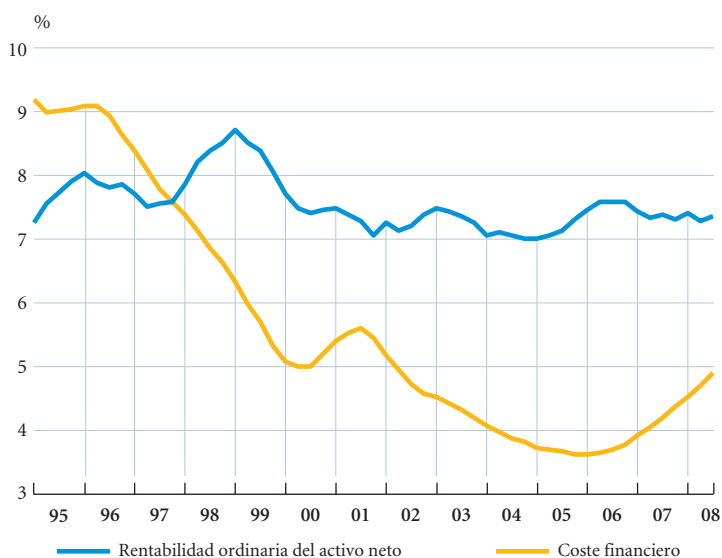
Así, la rentabilidad ordinaria del activo neto se mantuvo en los niveles anteriores. Sin embargo, al trasladarse a las empresas la subida de los tipos de interés, el coste financiero continuó ascendiendo. De esta manera, el diferencial entre las ratios de rentabilidad del activo y del coste financiero se mantuvo positivo, pero disminuyó hasta el 2,6%, un poco más de medio punto por debajo del nivel del primer semestre del año pasado.

Volviendo a la coyuntura, los últimos indicadores disponibles muestran que pro-

El excedente bruto de explotación de las empresas se estanca en el primer semestre.

SE ESTRECHA LA DIFERENCIA ENTRE LA RENTABILIDAD Y EL COSTE FINANCIERO

Media móvil de cuatro trimestres



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Prosigue el debilitamiento del consumo...

sigue el debilitamiento del consumo, especialmente de los bienes de consumo duradero. Así, las matriculaciones de automóviles de turismo cayeron el 32,2% en septiembre en relación con el mismo mes del año anterior. Por su parte, las ventas al por menor continuaron flojeando, con caídas interanuales próximas al 6% en julio y en agosto. Lógicamente, tanto la producción como la importación de bienes de consumo continuaron presentando tasas de variación negativas en los primeros meses veraniegos al ajustarse a una demanda lastrada por unas negativas expectativas económicas, como lo refleja un índice de confianza de los consumidores en mínimos históricos. Tampoco el consumo de servicios parece atravesar un buen momento, a juzgar por un descenso interanual del 4,2% de las ventas interiores de los mismos por parte de las grandes empresas en agosto.

...y de la inversión.

capital por parte de las grandes empresas sufrieron una caída interanual del 7,1%. La producción de bienes de equipo anotó un descenso del 12,9% con relación a agosto de 2007. La matriculación de vehículos industriales bajó el 48,1% en septiembre respecto a doce meses antes. En cuanto a la inversión en construcción, el consumo de cemento descendió el 26,1% en el tercer trimestre, apuntando a una fuerte reducción de la inversión en viviendas.

El indicador de confianza industrial continúa descendiendo.

Desde la óptica de la oferta, el deterioro de las expectativas de la demanda interior y exterior continúa castigando a la industria, cuyo indicador de confianza siguió descendiendo en septiembre. La producción industrial sufrió un decremento interanual del 7,0% en agosto. Los subsectores que registraron mayores caídas fueron los de bienes de consumo duradero y los de bienes de equipo. Por su parte, las entradas de pedidos en la industria, después de recuperarse en julio, bajaron el 6,6% en agosto con relación al mismo

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	2,3	1,2	0,9	-2,7	-0,8	-5,6	-2,3	-6,2	...
Importación de bienes de consumo (**)	8,9	5,1	8,4	7,7	-1,2	-6,9	-4,0	...	...
Matriculaciones de automóviles	-0,9	-1,2	-2,9	1,3	-15,3	-19,6	-27,4	-41,3	-32,2
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	-39,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	8,4	5,9	6,3	3,3	2,0	-3,1	1,7	-12,9	...
Importación de bienes de equipo (**)	3,2	9,8	-0,6	9,0	-16,0	-16,4	-7,8	...	...
Matriculación de vehículos industriales	1,5	0,3	-3,0	4,7	-29,5	-34,0	-46,6	-57,0	-48,1
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	9,0	7,3	7,6	7,5	4,3	0,2	-2,7	...	...
Exportaciones	5,6	4,2	6,7	4,6	2,2	6,6	9,5	...	...

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.

mes del año anterior. No obstante, cabe confiar en que el reciente descenso del euro pueda suponer un cierto alivio a la situación del sector secundario.

En cuanto a la construcción, su evolución sigue marcada por la crisis en el mercado inmobiliario. Las compraventas de viviendas disminuyeron el 26,3% en julio en relación con el mismo mes del año precedente. El cuantioso volumen de viviendas sin vender presiona sobre los precios. Según el nuevo índice de precios armonizado con el de la Unión Europea publicado por el Instituto Nacional de Estadística, basado en los registros notariales, los precios de las viviendas experimentaron un retroceso interanual del 0,3% en el segundo trimestre. En este marco, la oferta se está ajustando a la demanda y los visados de nueva obra de vivienda descendieron el 58,5% respecto a un año antes. Por otra parte, la licitación oficial de obra

pública no termina de despegar y en julio registró una bajada interanual del 9,4%.

Respecto al sector terciario, la cifra de negocios de las empresas de servicios se redujo el 4,6% en agosto con relación a un año antes. Las ramas que anotaron los mayores descensos fueron el comercio de vehículos (22,7%) y la selección y colocación de personal (11,0%). El turismo registró una disminución del 2,3%, reflejo de una temporada muy discreta. No obstante, algunos subsectores, como el transporte aéreo y la investigación y seguridad, mostraban un notable dinamismo, con alzas del 7%.

En este panorama, el Fondo Monetario Internacional publicó recientemente sus previsiones respecto a la economía española, reduciendo notablemente su pronóstico de crecimiento para el año 2009 hasta un retroceso del 0,2% frente al au-

Los precios de la vivienda anotan una ligera baja interanual en el segundo trimestre de acuerdo con el nuevo índice del INE.

El Fondo Monetario Internacional pronostica una leve caída del PIB en 2009.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007		2008				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	4,0	4,6	2,5	4,9	2,1	2,7	3,0	3,0	0,7
Índice de producción industrial (2)	3,9	1,9	1,1	-0,2	-0,5	-5,1	-3,0	-7,0	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,7	-0,3	-0,7	-3,3	-7,0	-11,9	-16,0	-18,0	-22,0
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	-1,2	...	...
Construcción									
Consumo de cemento	8,5	0,2	-1,1	-1,9	-13,3	-17,8	-23,8	-30,2	-24,8
Indicador de confianza en la construcción (3)	14,2	9,3	12,0	-1,3	-14,7	-17,3	-30,0	-15,0	-26,0
Viviendas (visados obra nueva)	18,6	-24,7	-50,7	-33,6	-59,8	-56,0	-58,5	...	...
Licitación oficial	31,3	-14,9	-30,0	-33,1	27,8	-32,2	-9,4	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista (6)	2,1	2,4	3,1	-0,3	-3,6	-5,6	-6,1	-5,9	...
Turistas extranjeros	4,1	1,4	1,2	1,6	5,3	0,9	-8,0	-1,8	-5,9
Ingresos turismo	5,6	3,6	3,3	4,5	5,2	1,0	1,1	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-1,2	-4,4	-1,4	-5,3	-2,7	-0,7	-0,7	-17,8	...
Tráfico aéreo pasajeros	6,8	9,0	10,6	8,6	7,9	-0,7	-3,7	-2,4	-8,8
Consumo de gasóleo automoción	5,5	4,8	4,3	4,7	-0,9	-2,8	-0,9	...	...

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.

El gobierno español aprueba medidas financieras para evitar el agravamiento de la desaceleración económica.

mento del 1,2% predicho en julio. Este organismo internacional sugiere una recuperación gradual debido a la debilidad del mercado inmobiliario y a la dependencia de la financiación exterior.

Frente a esta situación, el gobierno español ha adoptado un plan de medidas de estímulo económico que se complementó con el plan concertado con los países de la zona del euro adoptado en el mes de octubre para reforzar el sistema financie-

ro y evitar un agravamiento de la deceleración de la economía real. Con este fin creó un fondo para la compra de activos financieros a las entidades de crédito de hasta 50.000 millones de euros para facilitar la financiación a las empresas y familias. Asimismo, aprobó la autorización de avales hasta 100.000 millones de euros en 2008, ampliables hasta el final de 2009, para emisiones de las entidades financieras, entre otras decisiones.

Mercado de trabajo

Tendencia a la reducción del empleo

La fuerte desaceleración de la actividad económica se ha traducido en un importante deterioro del mercado laboral, hasta el punto de que en el tercer trimestre la Encuesta de Población Activa (EPA), el indicador del mercado de trabajo más fiable, ya detectó un descenso interanual del nivel de empleo. En efecto, en el periodo julio-septiembre el número de ocupados estimado por la EPA fue de 20.346.300, 78.800 menos que en el trimestre anterior, cuando en el mismo periodo de 2007 se produjo un aumento trimestral de 143.300. De este modo, se registró una caída interanual del 0,8%, la primera desde el tercer trimestre de 1994.

En los últimos doce meses se destruyeron 164.300 empleos. El sector que perdió más empleo fue la construcción, con 354.200 empleados menos, el 13,0%. En la agricultura la reducción resultó de 36.300, el 4,1%. En la industria el descenso del número de ocupados fue de 31.200, el 1,0%. Sólo los servicios expandieron la ocupación, el 1,9%, con 257.600 personas más en sus filas.

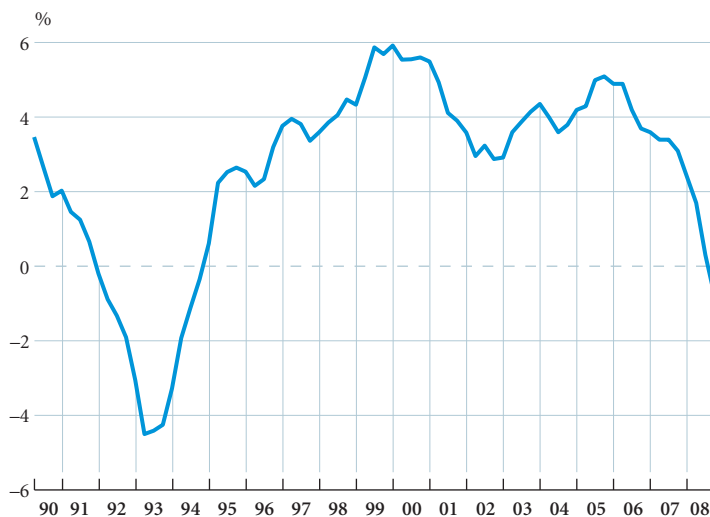
A pesar de la pérdida de empleo industrial algunos subsectores aumentaron su nivel de ocupación en los últimos doce meses. Así, la fabricación de material de transporte elevó el número de empleados en 17.800 y la industria del papel y artes gráficas, en 12.200. Por el contrario, las manufacturas diversas recortaron sus

Los ocupados descienden en 78.800 personas en el tercer trimestre frente a un aumento trimestral de 143.300 un año antes.

Sólo los servicios registran un incremento interanual de la ocupación.

PRIMERA CAÍDA INTERANUAL DE LA OCUPACIÓN EN CATORCE AÑOS

Tasa de variación interanual del número de ocupados (*)



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

EMPLEO ESTIMADO

Tercer trimestre 2008

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	849,0	-31,9	-3,6	-56,8	-6,3	-36,3	-4,1	4,2
No agrarios	19.497,4	-46,8	-0,2	-73,7	-0,4	-127,8	-0,7	95,8
<i>Industria</i>	3.227,7	-45,6	-1,4	-51,4	-1,6	-31,2	-1,0	15,9
<i>Construcción</i>	2.363,3	-134,8	-5,4	-330,2	-12,3	-354,2	-13,0	11,6
<i>Servicios</i>	13.906,4	133,4	1,0	307,9	2,3	257,6	1,9	68,3
Por empleadores								
Sector privado	17.356,3	-127,0	-0,7	-207,3	-1,2	-222,4	-1,3	85,3
Sector público	2.990,1	48,3	1,6	76,8	2,6	58,2	2,0	14,7
Por situación profesional								
Asalariados	16.746,2	-106,8	-0,6	-130,5	-0,8	-123,6	-0,7	82,3
<i>Contrato indefinido</i>	11.801,4	-99,1	-0,8	143,2	1,2	320,2	2,8	58,0
<i>Contrato temporal</i>	4.944,7	-7,7	-0,2	-273,7	-5,2	-443,8	-8,2	24,3
No asalariados	3.584,9	22,9	0,6	-8,3	-0,2	-48,3	-1,3	17,6
<i>Empresarios empleadores</i>	1.181,5	6,0	0,5	45,2	4,0	39,8	3,5	5,8
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.183,2	-5,2	-0,2	-71,4	-3,2	-103,1	-4,5	10,7
<i>Ayudas familiares</i>	220,2	22,0	11,1	17,9	8,8	15,0	7,3	1,1
Otros	15,3	5,2	51,5	8,2	115,5	7,6	98,5	0,1
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	18.022,5	46,5	0,3	-71,3	-0,4	-211,4	-1,2	88,6
A tiempo parcial	2.323,9	-125,3	-5,1	-59,2	-2,5	47,1	2,1	11,4
Por sexos								
Varones	11.758,9	-100,5	-0,8	-238,2	-2,0	-330,7	-2,7	57,8
Mujeres	8.587,4	21,7	0,3	107,6	1,3	166,5	2,0	42,2
TOTAL	20.346,3	-78,8	-0,4	-130,5	-0,6	-164,3	-0,8	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El número de ocupados con contrato indefinido aumenta en relación con el año anterior.

plantillas en 17.100 y la química en 14.200.

De forma similar, la evolución en las distintas ramas de los servicios en el último año fue dispar, aunque la mayoría elevaron su ocupación. Las más expansivas fueron el comercio, con un incremento de 71.600 personas, y los servicios empresariales, con 63.800. En cambio, la hostelería redujo el número de ocupados en 10.200.

Los asalariados disminuyeron en 123.600 personas en el último año, el 0,7%. La tasa

de asalarización subió 2 décimas hasta el 82,3%. Los contratados con carácter indefinido aumentaron en 320.200, mientras que los temporales se redujeron en 443.800. No obstante, en el tercer trimestre la tasa de temporalidad se elevó en una décima en relación con el trimestre anterior y se colocó en el 29,5%. Por su parte, el número de trabajadores por cuenta propia disminuyó en 48.200, el 1,3%, en los últimos doce meses. Esta caída se explica sobre todo por el decremento de los empresarios sin asalariados o trabajadores independientes, cuyo número bajó

el 4,25%, mientras que los empleadores crecieron el 3,5%.

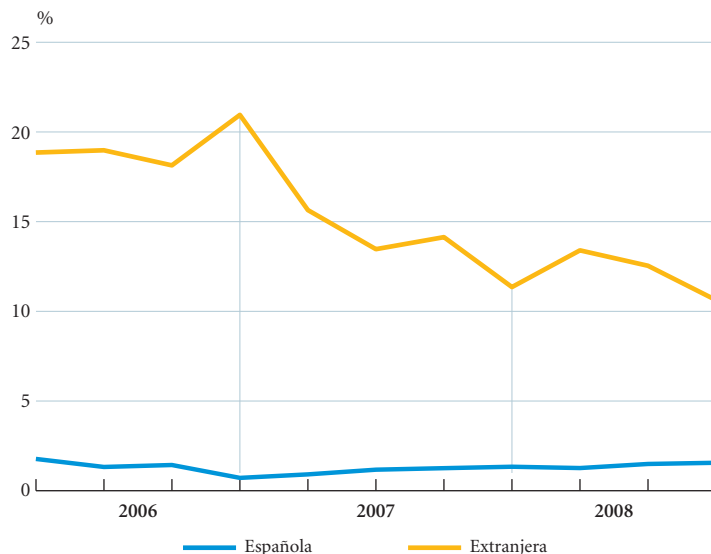
Por nacionalidades, los ocupados españoles se redujeron el 1,5% respecto al tercer trimestre de 2007, mientras que los ex-

tranjeros se elevaron el 3,6%. De esta manera, su proporción alcanzó el 14,5% del total. La mayoría de trabajadores extranjeros se ocupaba en los servicios, el 63,6%. En la construcción trabajaba el 20,0%, una proporción que casi dobla el peso del

El empleo disminuye el 1,5% entre los españoles, mientras se eleva el 3,6% entre los extranjeros.

LA POBLACIÓN ACTIVA APENAS DESACELERA SU CRECIMIENTO

Tasa de variación interanual de la población activa



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

PARO ESTIMADO

Tercer trimestre 2008

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro % sobre población activa
		Absoluta	%	Absoluta	%		
Por sexos							
Hombres	1.353,6	170,7	14,4	552,6	69,0	52,1	10,3
Mujeres	1.245,2	46,6	3,9	254,2	25,7	47,9	12,7
Por edades							
Menores de 25 años	613,0	39,1	6,8	154,9	33,8	23,6	24,2
Resto	1.985,8	178,2	9,9	652,0	48,9	76,4	9,7
Por situación personal							
Paro de larga duración	609,5	22,9	3,9	147,8	32,0	23,5	–
Buscan primer empleo	257,3	34,9	15,7	47,2	22,5	9,9	–
Resto	1.732,0	159,6	10,2	611,9	54,6	66,6	–
TOTAL	2.598,8	217,2	9,1	806,9	45,0	100,0	11,3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

La reducción de la ocupación y la expansión de la población activa suben el paro un 45% en los últimos doce meses.

La tasa de paro se incrementa 9 décimas hasta el 11,3%.

sector (11,9%). En la industria tenía empleo el 11,3% del conjunto de inmigrantes, mientras que la agricultura ocupaba el 5,1%.

El deterioro del mercado laboral apenas frenó el aumento de la población activa, que se elevó el 0,6% en el trimestre y el 2,9% en el último año, 2 décimas menos que en el trimestre precedente. El incremento de la población activa está influido por la llegada de extranjeros, que constituyeron el 34,6% del aumento trimestral y el 53,6% en los últimos doce meses. La tasa de actividad subió 2 décimas hasta el 60,0%. Tanto la tasa de actividad masculina como la femenina se elevaron en 2 décimas en el trimestre. La primera se situó en el 69,8% y la segunda, en el 50,5%.

La tasa de actividad de la población extranjera disminuyó en 4 décimas en el trimestre, pero se colocaba más de 18 puntos por encima de la española. Esta diferencia se explica mayormente por la distinta estructura por edades.

El movimiento conjunto de una reducción de la ocupación y la expansión de la población activa ocasionó un fuerte aumento del paro, de 217.200 en el trimestre y de 806.900 desde el tercer trimestre del año pasado hasta un total de 2.598.800, con un incremento anual del 45,0%. La tasa de paro ascendió 9 décimas hasta el 11,3%. Tanto en el trimestre como en el último año el desempleo aumentó en todos los sectores, incluidos los que buscaban su primer empleo. El

POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Tercer trimestre 2008

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	3.845	152	4,1	3.140	-88	-2,7	705	240	51,8	18,3
Aragón	659	7	1,0	618	-3	-0,4	41	9	29,4	6,2
Asturias	501	25	5,2	463	21	4,8	38	3	10,2	7,5
Baleares	590	27	4,9	534	-3	-0,5	55	30	121,0	9,4
Canarias	1.046	25	2,4	863	-49	-5,3	183	73	67,0	17,5
Cantabria	282	5	1,9	264	3	1,1	18	3	16,1	6,3
Castilla y León	1.190	19	1,6	1.078	-10	-0,9	111	29	35,2	9,3
Castilla-La Mancha	957	34	3,7	849	-10	-1,1	109	44	68,3	11,3
Cataluña	3.839	58	1,5	3.495	-30	-0,9	344	88	34,4	9,0
Comunidad Valenciana	2.525	81	3,3	2.213	-18	-0,8	313	99	46,6	12,4
Extremadura	487	11	2,2	416	-2	-0,4	71	12	20,7	14,6
Galicia	1.327	24	1,9	1.215	-1	0,0	112	25	28,5	8,5
Madrid	3.370	102	3,1	3.087	15	0,5	283	87	44,1	8,4
Murcia	721	32	4,6	620	-13	-2,0	102	45	78,9	14,1
Navarra	312	9	3,1	290	1	0,2	22	9	66,8	7,1
País Vasco	1.074	22	2,0	1.007	18	1,8	67	4	5,8	6,3
La Rioja	160	8	5,1	147	3	1,7	13	5	65,1	8,3
Ceuta y Melilla	60	3	4,3	48	2	3,5	12	1	7,9	20,4
TOTAL	22.945	643	2,9	20.346	-164	-0,8	2.599	807	45,0	11,3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

paro aumentó más entre los hombres que entre las mujeres, hasta el punto de que superaron a las féminas en números absolutos, si bien las respectivas tasas de desempleo se situaron en el 10,3% y el 12,7%, pero con un progresivo estrechamiento de la diferencia entre ambas tasas. Por nacionalidades, la tasa de paro de los españoles se elevó hasta el 10,2%, mientras que la de los extranjeros subió hasta el 17,5%.

Por comunidades autónomas la evolución del mercado laboral fue muy dispar. En el último año el empleo creció notablemente en Asturias (4,8%), País Vasco (1,8%) y La Rioja (1,7%), mientras que experimentó sensibles caídas en Canarias (5,3%), Andalucía (2,7%) y Murcia (2,0%). Andalucía y Canarias encabezaban la clasificación por la tasa de paro, superando el 17%, mientras que el menor desempleo correspondía a Aragón, País Vasco y Cantabria, con tasas próximas al 6%.

Sensible empeoramiento del paro registrado en septiembre

El número de desempleados registrados en los servicios públicos de empleo subió hasta 2.625.368 al final de septiembre. Esta cifra supone un alza interanual del 30,1%, con tendencia a la aceleración del paro. El aumento mensual de septiembre de este año en 95.367 personas desempleadas se contrapone a un descenso mensual de 183 en septiembre de 2007.

Por otro lado, para aliviar el problema del paro, el Gobierno puso en vigor un plan de retorno voluntario de extranjeros no comunitarios legalmente registrados como desempleados cuyos países de origen tengan un convenio de Seguridad Social con España y se comprometan a no regresar hasta pasados tres años. Mediante este plan estos extranjeros pueden recibir su prestación de desempleo de forma anticipada y acumulada.

Andalucía y Canarias encabezan la clasificación del desempleo, con tasas superiores al 17%.

Plan para el retorno voluntario de extranjeros no comunitarios.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Septiembre 2008

	Parados	Variación sobre diciembre 2007		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	85.591	16.779	24,4	20.433	31,4	3,3
Industria	329.286	49.305	17,6	59.369	22,0	12,5
Construcción	443.301	159.434	56,2	204.409	85,6	16,9
Servicios	1.518.162	233.912	18,2	296.702	24,3	57,8
Primer empleo	249.028	36.391	17,1	27.092	12,2	9,5
Por sexos						
Hombres	1.218.732	333.593	37,7	431.381	54,8	46,4
Mujeres	1.406.636	162.228	13,0	176.624	14,4	53,6
Por edades						
Menores de 25 años	319.643	79.260	33,0	85.224	36,4	12,2
Resto de edades	2.305.725	416.561	22,1	522.781	29,3	87,8
TOTAL	2.625.368	495.821	23,3	608.005	30,1	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Precios

El IPC baja 4 décimas hasta el 4,5% en septiembre...

...gracias sobre todo al descenso de los precios de los carburantes...

IPC a la baja

En septiembre se confirmó el giro a la baja de la inflación de los precios de consumo iniciada en el mes anterior, después de haber alcanzado el máximo de los últimos quince años en el mes de julio. Así, la tasa de variación anual del índice de precios de consumo (IPC) se colocó en el 4,5%, 4 décimas menos que en el mes precedente. La flexión de la inflación a la baja se debió sobre todo al retroceso de los precios del petróleo y otras materias primas, que alcanzaron máximos históricos al principio del verano. De todos modos, es destacable que en septiembre la inflación del núcleo más estable de los precios, la denominada subyacente, disminuyó

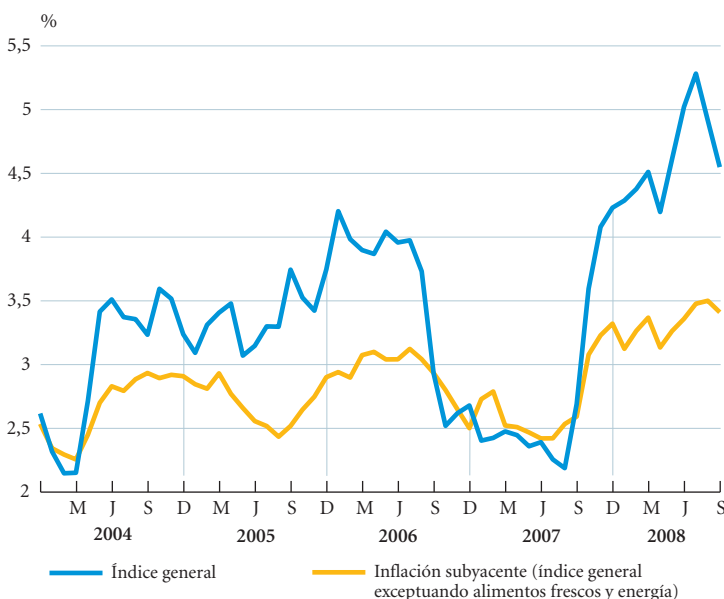
una décima hasta el 3,4% después de cuatro meses de subidas.

La mayor parte del descenso de la tasa de inflación en septiembre es atribuible a la reducción de la inflación interanual de los carburantes y lubricantes, que bajó del 20,0% en agosto al 15,7% en septiembre a resultas del desplome del precio del crudo. Otro componente volátil de la inflación, los alimentos frescos, también contribuyeron livianamente a la moderación de la inflación debido a la bajada de la inflación interanual del pollo, que disminuyó 1,8 puntos hasta el 3,4%.

La décima de menos de la inflación subyacente en septiembre fue debida mayor-

LA INFLACIÓN SUBYACENTE CEDE TRAS CUATRO 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	0,0	2,0	4,5
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.

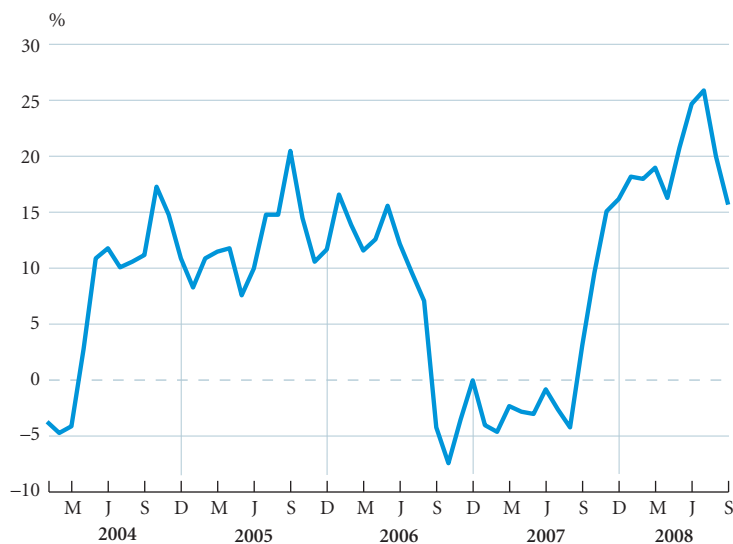
mente a la leche. La inflación anual de ésta continuó relajándose en septiembre hasta situarse en el 12,3%, menos de la mitad del 31,7% anotado en diciembre de 2007, una vez que se ha ido normalizando la

oferta. Otro alimento básico elaborado, el pan, contribuyó igualmente a la moderación de la inflación reflejando la caída de los precios del trigo en el mercado mundial en los últimos meses.

...y de algunos alimentos básicos.

LOS CARBURANTES Y LUBRICANTES IMPULSAN LA INFLACIÓN HACIA ABAJO

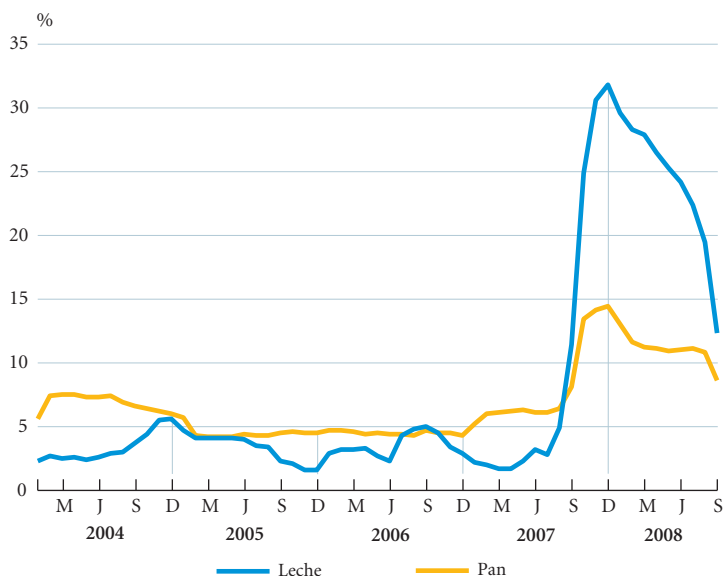
Variación interanual de los precios de los carburantes y lubricantes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

LA LECHE Y EL PAN TAMBIÉN CONTRIBUYEN A LA CAÍDA DE LA INFLACIÓN

Variación interanual de los precios



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Los servicios continúan presentando tensiones inflacionistas.

Los bienes industriales sin productos energéticos mantuvieron la tasa de variación de sus precios en el 0,5% gracias a la fuerte competencia en los mercados internacionales. La contención de los precios también está influida por la debilidad de la demanda. Así, los precios de las motos y bicicletas bajaron el 3,0% en los últimos doce meses.

No obstante, los servicios, más resguardados de la competencia exterior, continúan presentando tensiones inflacionistas. Así, su tasa de variación interanual subió una décima hasta colocarse en el 4,1%. En el último año hasta septiembre la educación infantil se elevó el 5,8% y las consultas de médicos el 5,0%.

La inflación podría terminar el ejercicio por debajo del 3%.

El índice de precios armonizado con la Unión Europea registró un aumento interanual del 4,6% en septiembre, 4 déci-

mas menos que en el mes anterior. Puesto que la inflación en el área del euro bajó en menor medida, el diferencial se redujo en dos décimas hasta 0,9 puntos porcentuales. Este estrechamiento se debe en parte a la mayor proporción de los carburantes en la cesta de la compra española y a que los impuestos sobre éstos tienen un menor peso, con lo que la caída del precio de los carburantes tiene una mayor repercusión en el índice de precios de consumo nacional.

La coyuntura de fuerte desaceleración de la demanda y el bajo nivel en que se ha situado el precio del oro negro auguran la continuación de la tendencia bajista de la inflación en los próximos meses. De este modo, la inflación anual podría situarse por debajo del 3% al final del ejercicio si no se tuerce la senda descendente de las materias primas.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Septiembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,6	0,9	0,2	2,8	2,3	3,4	6,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	111,5	0,0	0,1	5,6	3,7	6,4	4,2
Vestido y calzado	97,7	3,5	3,6	-9,2	-9,8	1,0	0,5
Vivienda	112,3	0,0	0,0	3,4	6,5	3,2	7,9
Menaje	105,5	0,3	0,4	1,5	1,6	2,5	2,6
Medicina	98,6	0,0	0,1	-2,5	0,1	-2,2	0,6
Transporte	110,1	0,3	-1,1	4,5	4,5	2,6	7,2
Comunicaciones	100,1	0,0	0,0	1,1	0,2	0,4	-0,1
Ocio y cultura	99,8	-1,7	-1,7	-0,6	0,4	-1,0	0,2
Enseñanza	108,9	0,7	1,2	1,3	1,6	4,5	4,4
Hoteles, cafés y restaurantes	110,9	-0,9	-0,9	4,6	4,5	4,9	4,8
Otros	107,3	0,1	0,3	2,6	3,2	3,0	3,6
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	111,1	0,9	0,2	3,5	3,0	3,7	6,9
Alimentos sin elaboración	109,8	0,7	0,4	2,3	1,3	4,0	3,9
Conjunto no alimentario	106,5	0,2	-0,1	1,3	1,9	2,3	4,1
Bienes industriales	104,3	0,9	0,3	-0,7	0,3	1,0	4,1
<i>Productos energéticos</i>	117,8	0,6	-1,8	6,4	9,5	2,3	14,8
<i>Carburantes y combustibles</i>	119,0	0,7	-2,4	7,6	9,3	2,1	16,2
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	99,9	1,0	1,1	-3,0	-2,8	0,4	0,5
Servicios	108,8	-0,6	-0,5	3,3	3,6	3,7	4,1
Inflación subyacente (**)	106,1	0,3	0,2	1,1	1,2	2,6	3,4
ÍNDICE GENERAL	107,5	0,3	0,0	1,7	2,0	2,7	4,5

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Los precios mayoristas trasladan la reciente caída de los precios de las materias primas

El descenso de los precios de las materias primas en los últimos meses y especialmente del petróleo desde julio continúa trasladándose a los precios mayoristas, cuya inflación había alcanzado las cotas máximas de los últimos años. Detrás de esta relajación se hallan diversos factores de oferta y de demanda. Uno de los más

importantes es la ralentización de la economía real, afectada por la crisis financiera internacional del último periodo.

La tasa de inflación anual de los precios industriales siguió descendiendo en septiembre hasta el 8,1%, 1,1 puntos por debajo del mes anterior y 2,2 menos que el máximo desde 1984 anotado en julio. Todos los componentes contribuyeron a la flexión a la baja, siendo la más destacada la energía, cuya tasa de variación anual

El crecimiento de los precios industriales se desacelera, pero todavía se sitúa en el 8,1% en tasa anual.

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											
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	3,8	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	2,2	-
Mayo	15,2	7,9	5,3	2,0	5,9	21,2	9,1	0,7	-0,1	3,0	3,4
Junio	8,6	9,0	5,4	2,1	6,3	25,5	10,3	1,1	-0,3	3,4	-
Julio	14,1	10,3	5,2	2,3	7,4	30,3	10,6	0,5	-0,1	4,7	-
Agosto	...	9,2	4,9	2,3	7,5	25,6	8,6	0,6	0,0	5,2	...
Septiembre	...	8,1	4,2	2,1	7,1	21,6	...	...	...	...	-

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

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

Los precios de los productos ganaderos se moderan, pero repuntan los de algunos productos agrícolas.

disminuyó en 3,7 puntos, si bien se situaba en un elevado nivel del 21,6%, con margen, por tanto, para nuevas caídas.

Por ramas, las más inflacionistas en el último año eran las energéticas y la metalurgia, que reflejaban el pasado encarecimiento de las materias primas. En cambio, la fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos presentaba un descenso anual de su nivel de precios del 1,8%, debido a la fuerte competencia en los mercados internacionales y a las ganancias de productividad. Asimismo, la fabricación de vehículos de motor tenía una escasa inflación anual del 1,0%.

En cuanto a los precios de importación, su tasa de inflación interanual también empezó a ceder en agosto después de ha-

ber registrado una cota máxima del 10,6% en julio. El impulso bajista provino de la energía, cuya tasa de variación anual cayó 12 puntos hasta el 41,4%. En cambio, la inflación anual de los bienes de consumo, de los de equipo y de los intermedios subió ligeramente, presionada por un euro a la baja.

Por lo referente a los precios percibidos por los agricultores, continuaron erráticos en julio, con un repunte de su inflación anual hasta el 14,1%, si bien esta tasa era inferior al máximo anual de mayo. La remontada se debió a los productos agrícolas, que se elevaron el 20,9% en los últimos doce meses, ya que la tasa de inflación del ganado de abasto bajó hasta el 2,0% y la de los productos ganaderos también disminuyó hasta el 10,0%.

Sector exterior

El déficit comercial se modera

El déficit comercial se situó en el periodo que abarca de enero a agosto de 2008 en 67.112 millones de euros, un nivel un 7,0% mayor al registrado en idéntico periodo de un año antes. En saldo acumulado de doce meses, el déficit comercial en agosto era de 103.366 millones de euros, una cantidad que representa un aumento del 10,1% interanual. Estas cifras, tomadas en su conjunto, apuntan a que el déficit comercial está iniciando una etapa de menor crecimiento, aunque esta corrección se produce a un ritmo muy pausado. Por su parte la tasa de cobertura se situó en el 65,4%.

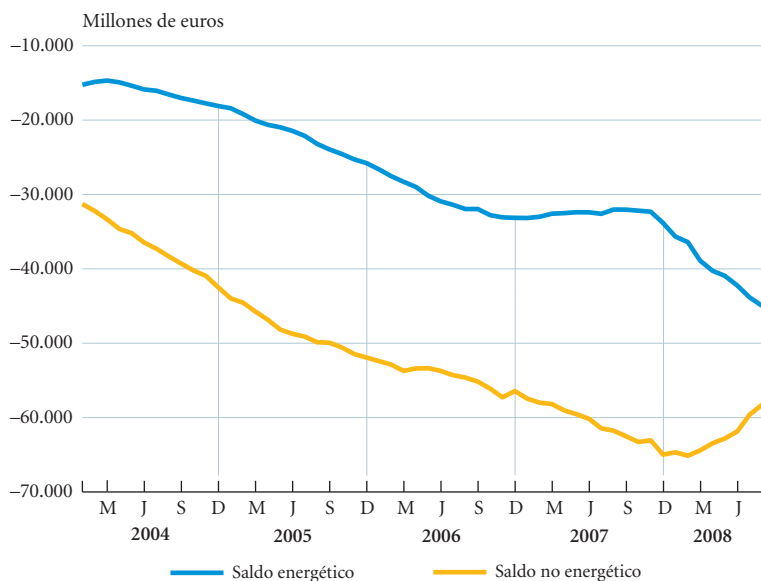
¿Por qué, si la economía española se está desacelerando al ritmo intenso que lo viene haciendo en los últimos meses, el déficit comercial todavía se amplía? En gran medida esto se debe al papel que está jugando el déficit comercial de productos energéticos. Cuando comparamos los déficit energético y no energético del periodo enero-agosto de 2008 con los mismos meses de un año antes, se constata que los productos energéticos son responsables de un 70% de la ampliación del déficit comercial español.

El hecho de que hasta julio los precios del petróleo importado continuaran al alza explica que el desequilibrio comercial español siga siendo tan abultado. En este

El déficit comercial sigue ampliándose, aunque a un ritmo menor.

EL DÉFICIT ENERGÉTICO SE COME LA MEJORA DEL DESEQUILIBRIO NO ENERGÉTICO

Saldo comercial por tipo de producto (*)



NOTA: (*) Suma 12 últimos meses.

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

COMERCIO EXTERIOR

Enero-agosto 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	40.440	53,6	20,9	7.836	61,5	6,2	-32.605	19,4
Bienes de consumo	46.745	-6,6	24,1	44.574	3,8	35,2	-2.171	95,4
<i>Alimenticios</i>	10.378	3,1	5,4	14.779	7,2	11,7	4.401	142,4
<i>No alimenticios</i>	36.367	-9,5	18,8	29.794	-1,4	23,5	-6.573	81,9
Bienes de capital	16.178	-14,1	8,3	11.032	1,4	8,7	-5.146	68,2
Bienes intermedios no energéticos	90.539	4,5	46,7	63.350	4,8	50,0	-27.190	70,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea	105.659	-1,5	54,5	87.885	4,6	69,3	-17.774	83,2
<i>Zona del euro</i>	88.071	-2,2	45,4	70.090	3,6	55,3	-17.982	79,6
Otros países	88.244	18,4	45,5	38.906	10,9	30,7	-49.338	44,1
<i>Rusia</i>	5.937	10,9	3,1	1.901	48,8	1,5	-4.035	32,0
<i>EEUU</i>	7.694	20,9	4,0	5.057	-0,8	4,0	-2.637	65,7
<i>Japón</i>	3.621	-11,1	1,9	969	8,1	0,8	-2.652	26,8
<i>América Latina</i>	10.682	12,7	5,5	6.129	-10,2	4,8	-4.554	57,4
<i>OPEP</i>	20.081	43,0	10,4	4.438	29,6	3,5	-15.643	22,1
<i>Resto</i>	40.228	14,3	20,7	20.412	16,2	16,1	-19.816	50,7
TOTAL	193.903	6,7	100,0	126.791	6,5	100,0	-67.112	65,4

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

La reducción del desequilibrio no energético queda compensada por el mayor déficit de la balanza energética.

sentido, la corrección acaecida en los mercados energéticos de origen a partir de mediados de julio, y que ya se refleja en la distensión de los precios del petróleo de importación de agosto, abre la puerta a una corrección del déficit energético en los próximos meses. Este cambio, sumado a la previsible continuidad de la reducción del déficit no energético (una tendencia iniciada en marzo de 2008), permite esperar una significativa reconducción del déficit comercial español.

Por lo que se refiere al detalle por grupos de productos en enero-agosto, cabe destacar el abultado incremento interanual de las exportaciones de los productos energéticos, superior al 60% interanual, un ritmo sólo explicable por su escaso valor total. Menor dinamismo mostraron los dos

segmentos cuantitativamente más importantes de la exportación española, los bienes intermedios no energéticos (avance del 4,8% interanual) y los bienes de consumo (aumento del 3,8% interanual). Por su parte, también las importaciones energéticas y de bienes intermedios no energéticos fueron las más dinámicas, mientras que cabe destacar que tanto los bienes de consumo como los de capital cayeron en términos interanuales en dicho periodo enero-agosto.

Balanza de pagos: corrección del déficit corriente

En julio, el déficit por cuenta corriente se situó en 7.383 millones de euros, lo que representa un ajuste apreciable respecto a la

cifra de 10.026 millones de euros de un año atrás. A esta corrección contribuyeron las distintas cuentas (comercial, servicios, transferencias y rentas), si bien en distinta medida. Así, fue la reducción del déficit de esta última la principal explicación de la caída del déficit corriente, seguida de la corrección de los déficit comercial y de transferencias. A cierta distancia quedó el aumento del superávit de servicios.

En una perspectiva de más largo plazo, se constata que el desequilibrio corriente, sin dejar de ser abultado, tiende a subsanarse: en los doce meses que acababan en junio éste alcanzaba los 113.508 millones de euros y un mes después la cifra era de 110.982. La mejora deriva, en aproximadamente la mitad del total, por la reducción del déficit de rentas, cuya contribu-

ción negativa va siendo cada vez menor. El restante 50% de la disminución del déficit corriente acumulado de doce meses viene explicado a partes aproximadamente iguales por la rebaja de los déficit de transferencias y comercial.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, el rasgo más destacado es que las inversiones netas en cartera son negativas. Como reflejo del comportamiento inversor internacional y la huida hacia activos percibidos como refugio, en un año se ha pasado de un saldo neto positivo de inversiones en cartera de 162.667 millones de euros a uno negativo por valor de 5.563 millones de euros. Por su parte, las inversiones directas vieron reducido su saldo neto negativo hasta los 7.140 millones de euros.

El déficit corriente se corrige gracias a un comportamiento menos negativo de la balanza de rentas.

Las entradas en cartera se tornan negativas, como reflejo de las turbulencias financieras.

BALANZA DE PAGOS

Julio 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	-53.916	9,2	-94.344	-8.419	9,8
Servicios					
<i>Turismo</i>	15.734	3,1	28.278	804	2,9
<i>Otros servicios</i>	-2.391	-29,1	-4.677	425	-8,3
Total	13.343	12,2	23.600	1.229	5,5
Rentas	-19.037	4,2	-32.281	-5.126	18,9
Transferencias	-6.415	21,5	-7.868	-606	8,3
Total	-66.026	8,2	-110.892	-12.922	13,2
Cuenta de capital	4.016	103,0	6.553	910	16,1
Balanza financiera					
Inversiones directas	10.256	-	-7.140	40.198	-84,9
Inversiones de cartera	1.077	-99,0	-5.563	-168.230	-
Otras inversiones	28.031	-	58.318	55.717	-
Total	39.364	-48,9	45.616	-72.316	-61,3
Errores y omisiones	3.831	9,7	4.083	793	24,1
Variación de activos del Banco de España	18.815	-	54.639	83.534	-

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

Los Presupuestos Generales del Estado para 2009

El escenario macroeconómico de los presupuestos prevé un crecimiento del PIB del 1,0% en 2009.

El Gobierno ha presentado para su discusión y aprobación el proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para el año 2009 en medio de una coyuntura desfavorable de cambio de fase del ciclo económico. Después de que fueran hechos públicos, la crisis financiera internacional ha obligado al Gobierno a adoptar medidas de reforzamiento del sistema financiero que obligarán a su modificación en el curso del debate parlamentario. De un cómodo superávit del 2,2% del producto interior bruto (PIB) en 2007 la

brusca desaceleración económica comportará un apreciable déficit para 2008 y uno superior en 2009, como se reconoce en los PGE-2009, sobre todo por la actuación de los estabilizadores automáticos (menor recaudación impositiva de los impuestos progresivos, mayores prestaciones por desempleo, etc.), cuando los PGE para 2008 preveían un superávit público del 1,15% del PIB para este año.

Cabe señalar que el proyecto de PGE-2009 fue elaborado con referencia a un cuadro macroeconómico realizado en el mes de julio que prevé un crecimiento del PIB del 1,6% en 2008 y del 1,0% en 2009.

PRESUPUESTOS CONSOLIDADOS DEL ESTADO, ORGANISMOS AUTÓNOMOS Y SEGURIDAD SOCIAL, Y OTROS ORGANISMOS PARA 2009

Millones de euros

GASTOS	Estado	Organismos autónomos	Seguridad Social	Otros organismos	Total consolidado	% variación sobre presupuesto inicial
Operaciones corrientes						
Gastos de personal	26.833	2.045	2.453	1.727	33.058	5,6
Bienes corrientes y servicios	3.499	2.307	1.995	740	8.540	2,0
Gastos financieros	17.124	31	19	0	17.174	3,0
Transferencias corrientes	85.657	36.307	113.332	775	217.219	5,4
Total	133.113	40.690	117.799	3.242	275.991	5,2
Operaciones de capital						
Fondo de contingencia	3.471				3.471	12,0
Inversiones reales	10.413	2.168	515	590	13.685	-2,7
Transferencias de capital	10.608	2.130	1.115	125	10.968	10,0
Total	21.021	4.298	1.629	715	24.652	2,6
Total operaciones no financieras	157.604	44.988	119.428	3.957	304.114	5,0
Activos financieros	14.275	937	10.567	3	25.782	4,1
Pasivos financieros	33.973	326	0	8	34.307	-1,7
Total operaciones financieras	48.248	1.263	10.567	11	60.089	0,7
TOTAL	205.852	46.251	129.996	3.968	364.203	4,3

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

El impacto de la crisis financiera internacional de los últimos meses ha desfasado estas proyecciones, que ya eran optimistas. De este modo, actualmente se sitúan por debajo del consenso de los analistas.

El gasto consolidado previsto por el proyecto de PGE-2009 para el sector público

estatal no empresarial se cifra en 329.896 millones de euros, es decir, el 29,0% del PIB previsto, 4 décimas más que en 2008. Esta cantidad representa el 4,9% más que el presupuesto de 2008 y 1,4 puntos más que el crecimiento nominal estimado para la economía. Este gasto consolidado excluye la variación de pasivos financie-

El gasto consolidado aumenta el 4,9%, 1,4 puntos más que el crecimiento nominal de la economía.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO 2009: RESUMEN POR POLÍTICAS

Millones de euros

	Presupuesto 2009	% sobre total	% variación anual (*)	% sobre PIB estimado	
				2009	2008
Pensiones	106.099	32,2	8,3	9,33	8,92
Transferencias a otras administraciones públicas	66.393	20,1	0,2	5,84	6,03
Desempleo	19.616	5,9	24,3	1,73	1,44
Deuda pública	17.100	5,2	3	1,50	1,51
Otras prestaciones económicas	14.973	4,5	6,3	1,32	1,28
Infraestructuras	13.168	4	-10,4 (**)	1,16	1,34
Gestión y Administración de la Seguridad Social	12.920	3,9	15	1,14	1,02
Servicios de carácter general	9.241	2,8	2,3	0,81	0,82
Agricultura, pesca y alimentación	8.835	2,7	-0,1	0,78	0,81
Seguridad ciudadana e instituciones penitenciarias	8.647	2,6	2,3	0,76	0,77
Investigación, desarrollo e innovación civil	8.192	2,5	6,7	0,72	0,70
Defensa	7.832	2,4	-3,9	0,69	0,74
Fomento del empleo	7.584	2,3	-1,3	0,67	0,70
Sanidad	4.622	1,4	4,3	0,41	0,40
Política exterior	3.676	1,1	6	0,32	0,32
Educación	2.988	0,9	1,9	0,26	0,27
Industria y energía	2.856	0,9	22,9	0,25	0,21
Servicios sociales y promoción social	2.472	0,7	8	0,22	0,21
Subvenciones al transporte	1.913	0,6	-15,6	0,17	0,21
Justicia	1.658	0,5	6	0,15	0,14
Comercio, turismo y PYME	1.626	0,5	36	0,14	0,11
Acceso a la vivienda	1.607	0,5	16,6	0,14	0,13
Administración financiera y tributaria	1.597	0,5	-1,9	0,14	0,15
Investigación, desarrollo, e innovación militar	1.459	0,4	-12,1	0,13	0,15
Cultura	1.226	0,4	0,5	0,11	0,11
Otras actuaciones de carácter económico	832	0,3	-5,1	0,07	0,08
Alta dirección	764	0,2	-0,7	0,07	0,07
TOTAL (***)	329.896	100,0	4,9	29,01	28,61

NOTAS: (*) Sobre el presupuesto homogéneo inicial de 2008, teniendo en cuenta el crédito extraordinario para inmigración (RDL 1/2008).

(**) Si se incluye el Sector Público Empresarial, la inversión en infraestructuras crece un 4,5%.

(***) Incluye variación de activos financieros.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Los gastos de personal suben el 5,6% a pesar de una cierta contención.

ros y tampoco incluye el que efectúan las administraciones territoriales (comunidades autónomas y locales) ni las actuaciones del sector público empresarial y fundacional u otros entes públicos como la Corporación RTVE.

Los gastos consolidados corrientes no financieros aumentan el 5,2%. La partida que presenta una mayor expansión son los gastos de personal, que suben el 5,6%. El alza de los sueldos sólo contempla la actualización monetaria y la mejora de las pagas extraordinarias con carácter general. No obstante, se congela el sueldo de los altos cargos. También se restringe la cobertura de las vacantes del personal al 30%, con algunas excepciones. Por su parte, los gastos financieros se elevan el 3,0% hasta 17.174 millones de euros, el 1,5% del PIB.

Prioridad para los gastos sociales, cuyo peso asciende hasta el 53% del presupuesto.

Por su parte, los gastos de capital consolidados suben el 2,6%, 0,9 puntos menos que el PIB nominal. Las inversiones reales bajan el 2,7% hasta suponer el 1,2% del PIB, si bien las transferencias de capital ascienden el 10,0% hasta el 1,0% del PIB.

Los activos financieros totalizan 25.782 millones de euros, con un incremento anual del 4,1%. En este capítulo se engloba la dotación al Fondo de Reserva de la Seguridad Social por valor de 8.023 millones de euros. Sin embargo, algunas partidas tienen una apariencia más cercana al gasto que a la inversión financiera, como los 2.088 millones de euros destinados a créditos del Fondo de Ayuda al Desarrollo (FAD).

Desde otra óptica, por políticas de gasto, se aprecia la plasmación de la prioridad establecida por el gobierno del gasto social. En efecto, el conjunto del gasto social sube el 9,5%, sensiblemente por encima del PIB nominal, de manera que en relación con éste se incrementa en 8 décimas

hasta el 15,3%. Asimismo, su peso sobre el total del presupuesto consolidado aumenta 2,2 puntos hasta el 52,8%.

Dentro del gasto social la principal partida son las pensiones, que suponen casi un tercio del presupuesto consolidado y que aumentan el 8,3%. El gasto en pensiones representa el 9,3% del PIB. El incremento de esta partida responde al mantenimiento del poder adquisitivo de las pensiones, a una mejora de las pensiones mínimas en un 6% de media y a un mayor número de pensionistas, entre otros efectos. La otra gran rúbrica del gasto social, el desempleo, todavía experimenta un mayor ascenso, del 24,3%, a raíz de una coyuntura que comportará una importante subida del número de parados. El conjunto de las pensiones y el desempleo suponen el 38,1% del gasto total. Sin embargo, las políticas activas de empleo bajan el 1,3% hasta 7.584 millones de euros, debido a una reducción del gasto en los incentivos a la contratación.

Entre el resto del gasto social el apartado que más se eleva es el acceso a la vivienda, con un alza del 16,6%. No obstante, su montante es relativamente modesto, de 1.607 millones de euros, el 0,5% del total. A un nivel más detallado, sin embargo, la ayuda a las personas dependientes asciende el 33,0%.

Otra prioridad manifestada por el gobierno son las infraestructuras. En el presupuesto consolidado el gasto en infraestructuras se cifra en 13.168 millones de euros, el 4,0% del total y el 1,16% del PIB, y con un descenso del 10,4% con relación al año anterior. No obstante, este decremento responde a un cambio en la financiación de las infraestructuras gestionadas por empresas públicas como ADIF (que se ocupa de infraestructuras ferroviarias) y SEITTSA (que ejecuta y/o explota infraestructuras de carreteras y fe-

Las pensiones y el desempleo absorben el 38% del gasto total.

rroviarias). De hecho, si se incluye el sector público empresarial, la inversión en infraestructuras aumenta el 4,5%.

También el gasto en I+D+i fue señalado como una prioridad. La investigación, desarrollo e innovación civil aumenta el 6,7% hasta el 2,5% del total. No obstante, este incremento es sensiblemente inferior al del año anterior, del 17,4%. En cuanto a la investigación, desarrollo e innovación militar, su dotación presupuestaria se reduce el 12,1% hasta el 0,4% del total. En conjunto, la I+D+i civil y militar del presupuesto consolidado representan el 0,85% del PIB, en el mismo nivel que en 2008, pero por debajo del nivel de inversión de los países más desarrollados.

Los servicios públicos básicos crecen sólo un 0,8% a causa del contexto de austeridad, un aumento negativo en términos reales, es decir, descontando la tasa de in-

flación. No obstante, dos partidas, justicia y política exterior suben el 6,0%. Justicia recibe una cierta prioridad atendiendo al proceso en marcha de su reestructuración. La seguridad ciudadana e instituciones penitenciarias, en cambio, sólo se incrementa el 2,3%. El mayor recorte se lo lleva defensa, que cae el 3,9% hasta el 2,4% del total y el 0,69% del PIB.

En el otro lado del balance presupuestario, está previsto que los ingresos desciendan el 2,3% hasta 301.435 millones de euros, el 26,5% del PIB, mientras que los no financieros bajan el 2,2% respecto a los presupuestos iniciales. La presión fiscal (impuestos directos, indirectos y cotizaciones sociales) en términos de presupuestos iniciales se coloca en el 23,4% del PIB en 2009, un punto menos que en los presupuestos iniciales de 2008, lo cual es debido sobre todo a la desaceleración económica. Cabe señalar que la

El conjunto de la I+D+i se mantiene con relación al PIB.

La presión fiscal baja un punto después de haberse colocado por encima de la media de la OCDE.

PRESUPUESTOS CONSOLIDADOS DEL ESTADO, ORGANISMOS AUTÓNOMOS Y SEGURIDAD SOCIAL, Y OTROS ORGANISMOS PARA 2009

Millones de euros

INGRESOS	Estado	Organismos autónomos	Seguridad Social	Otros organismos	Total consolidado	% variación sobre presupuesto inicial
Operaciones corrientes						
Impuestos directos y cotizaciones sociales	77.041	26.703	112.437	–	216.181	–1,8
Impuestos indirectos	50.202	–	–	–	50.202	–5,9
Tasas y otros ingresos	3.732	1.540	1.056	242	6.570	29,2
Transferencias corrientes	5.807	11.104	11.306	2.844	12.208	–3,5
Ingresos patrimoniales	3.181	791	2.715	35	6.722	15,4
Total	139.962	40.138	127.513	3.121	291.882	–1,7
Operaciones de capital						
Enajenación de inversiones reales	120	247	1	0	368	–35,7
Transferencias de capital	1.028	2.933	1.164	573	2.687	–34,0
Total	1.148	3.180	1.165	573	3.055	–34,2
Total operaciones no financieras	141.110	43.318	128.678	3.694	294.937	–2,2
Activos financieros	2.340	2.567	1.318	273	6.498	–6,4
Total operaciones financieras	2.340	2.567	1.318	273	6.498	–6,4
TOTAL	143.450	45.885	129.996	3.968	301.435	–2,3
<i>Necesidad de endeudamiento bruto</i>	–62.402	–366	–	–	–62.768	54,4

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Se espera un notable descenso de la recaudación del impuesto de sociedades.

tendencia ascendente de la carga tributaria de las administraciones públicas la llevó a superar la media de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en 2006 y también en 2007 a pesar de la última reforma fiscal, según datos de esta organización internacional.

En la recaudación impositiva, la principal figura, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), se prevé que suba el 6,7% en relación con el avance de liquidación de 2008. Cabe notar que, a diferencia del año anterior en 2009 no se actualiza, ni tan sólo un 2%, la tarifa, ni los importes de los mínimos personal y familiar ni las reducciones por rendimientos del trabajo, lo que de por sí supone una elevación, *de facto*, de la presión fiscal de este impuesto.

El déficit público aumenta hasta el 1,9% del PIB en 2009.

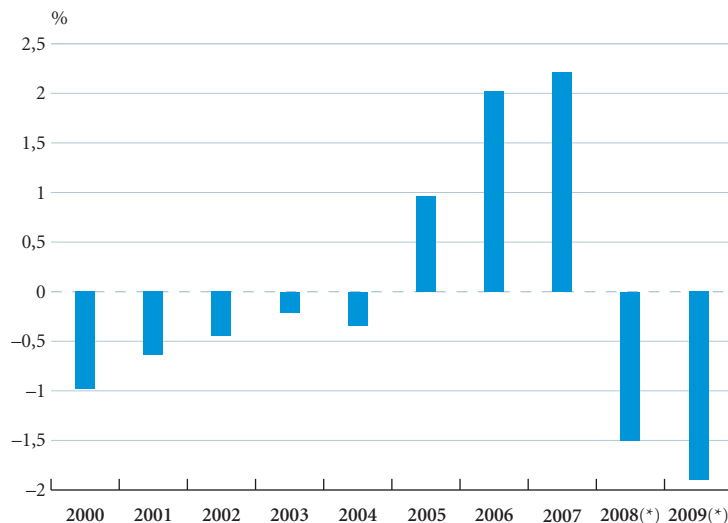
El impuesto de sociedades se hunde un 15,1% respecto al avance de liquidación de 2008 a causa de la desfavorable evolu-

ción de los beneficios empresariales. Las cotizaciones sociales se elevan el 7,5% debido a un aumento del 7,2% de las cotizaciones de empresas y de los trabajadores ocupados y del 10,4% de los desempleados. No obstante, la magnitud de la primera tasa parece más bien producto de un cálculo optimista, aun teniendo en cuenta la subida de las bases de cotización, ya que en el cuadro macroeconómico de los PGE-09 figura una bajada del empleo del 0,5%.

Los PGE-09 presentan un déficit consolidado en términos de contabilidad nacional equivalente al 1,9% del PIB, 4 décimas superior al previsto para 2008. Esto resulta de un déficit de la Administración central del 1,5% del PIB, de un excedente de la Seguridad Social del 0,8%, y de déficit del 1,0% de las comunidades autónomas y del 0,2% de las corporaciones locales. De este modo, la ratio de la deuda de las administraciones públicas respecto al PIB se elevaría hasta el 38,8% del

VUELVE EL DÉFICIT PÚBLICO CON EL CAMBIO DE FASE DEL CICLO ECONÓMICO

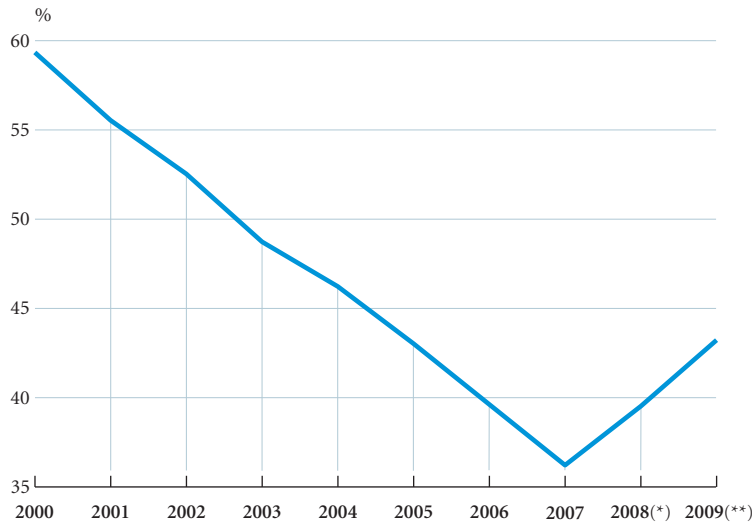
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las administraciones públicas, con relación al PIB



NOTA: (*) Previsiones oficiales.
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

GIRO ALCISTA DE LA DEUDA PÚBLICA

Deuda de las administraciones públicas en porcentaje del PIB



NOTAS: (*) Previsión presupuestaria más la financiación de 30.000 millones del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

(**) Previsión presupuestaria más la financiación de 50.000 millones del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

PIB, 2,6 puntos por encima del mínimo de 2007.

Sin embargo, esta cifra de los presupuestos iniciales debería elevarse hasta el 43,2% del PIB si se tiene en cuenta la necesidad de financiación de hasta 50.000 millones de euros del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros creado

por el gobierno en octubre ante la agudización de la crisis financiera internacional. Y esto sin tener en cuenta el eventual coste del programa extraordinario de autorización de avales a las emisiones de las entidades crediticias. No obstante, la correspondiente ratio de la deuda pública de la Unión Europea se sitúa en la actualidad sensiblemente por encima.

El plan de apoyo al sector financiero elevará la deuda pública por encima del 40% del PIB.

Ahorro y financiación

Contracción tanto de la demanda como de la oferta crediticia.

El capital prestado por hipotecas sobre vivienda cae el 33,2% en los últimos doce meses.

La demanda de crédito del sector privado pierde vigor

La financiación a las empresas y familias continuó ralentizándose en agosto. Así, su tasa de variación interanual bajó hasta el 8,7%, menos de la mitad que un año antes, pero situándose en línea con el crédito de la eurozona. La desaceleración del crédito al sector privado obedeció tanto a un endurecimiento generalizado de las condiciones de oferta como a una contracción de la demanda, según se desprende de la encuesta de préstamos bancarios referida al segundo trimestre y con perspectivas para el tercero publicada recientemente por el Banco de España.

Aunque la deceleración de la financiación afectaba tanto a las empresas como a las

familias, el crecimiento anual de las primeras continuaba siendo superior al de los particulares. Los recursos financieros recibidos por las sociedades no financieras aumentaron el 8,7% en los últimos doce meses hasta agosto. El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante, registró un descenso interanual del 5,9%.

El crédito a las familias continuó aminorando su ritmo de crecimiento hasta presentar una variación anual del 7,2%. Destaca el frenazo de los préstamos para la vivienda, que anotaron un alza anual de su saldo del 6,8%, frente a una tasa del 13,2% en diciembre. Los datos de las hipotecas constituidas sobre viviendas del Instituto Nacional de Estadística también lo constatan. En julio el número de vi-

FRENAZO DE LOS PRÉSTAMOS PARA LA VIVIENDA

Variación interanual de la financiación a las familias para vivienda



FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Agosto 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	82.484	-8.358	-9,2	-5.138	-5,9	4,5	
Deudores con garantía real (*)	1.104.070	35.698	3,3	72.583	7,0	59,9	
Otros deudores a plazo	518.465	20.582	4,1	43.762	9,2	28,1	
Deudores a la vista	43.524	2.952	7,3	10.879	33,3	2,4	
Arrendamientos financieros	47.532	1.239	2,7	2.918	6,5	2,6	
Créditos dudosos	46.125	29.874	183,8	32.052	227,8	2,5	
TOTAL	1.842.200	81.987	4,7	157.057	9,3	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

viendas hipotecadas fue de 72.968, el 28,6% menos que un año antes. El capital prestado, 10.245 millones de euros, resultó el 33,2% inferior al de julio de 2007. La demanda de crédito de las familias se ha desinflado en el último periodo al caer la confianza de los consumidores hasta niveles mínimos históricos en un contexto de aceleración del desempleo.

El resto de la financiación a las familias también se ralentizó, pero en menor medida, pasando de una expansión anual del 11,2% en diciembre, al 8,0% en agosto. El importe de las nuevas operaciones de crédito al consumo de las familias en enero-agosto cayó el 18,6% respecto al mismo periodo de 2007.

Los activos morosos continuaron aumentando, suponiendo más del triple de los de agosto de 2007. Sin embargo, la tasa de dudosa sólo subió hasta el 2,5%, nivel relativamente reducido, ya que se partía de mínimos históricos. Cabe señalar que las entidades financieras españolas cuentan con un amplio colchón de provisiones para hacer frente a eventuales fallidos.

Por otro lado, en septiembre el tipo de interés euríbor a 1 año, utilizado como refe-

rencia en numerosas operaciones, se cifró en el 5,38% en promedio mensual, muy cerca del máximo histórico de julio, y el día 2 de octubre marcó un récord al subir hasta el 5,53%. Después del recorte de medio punto anunciado por el Banco Central Europeo el 8 de octubre, de expectativas de nuevas rebajas, de fuertes inyecciones de liquidez generalizadas y de todas las medidas concertadas por los gobiernos europeos para restaurar la confianza en el sistema financiero, el euríbor a doce meses se relajó ligeramente a mediados de octubre, pero seguía evidenciando la persistencia de la desconfianza entre las entidades crediticias. En este contexto, el tipo de interés promedio de los préstamos y créditos al sector privado continuó elevándose en agosto hasta el 6,55%, el nivel más alto de los últimos años, con un incremento anual de 69 puntos básicos.

En este marco de dificultades de financiación en los mercados mayoristas, el gobierno español adoptó una serie de medidas para restablecer la confianza en el sistema financiero para facilitar la liquidez a empresas y familias. Así, el 10 de octubre dispuso la creación de un fondo para la adquisición de activos financieros de máxima calidad a las entidades crediti-

El euríbor a un año se relaja ligeramente tras marcar un récord el día 2 de octubre.

El gobierno toma diversas medidas para reforzar la confianza en el sistema financiero en un plan de acción concertado con la eurozona.

La tasa de ahorro de los últimos doce meses sube 7 décimas hasta el 10,7% de la renta disponible.

cias por un importe máximo de 30.000 millones de euros, ampliable a 50.000. Asimismo, dentro del plan de acción concertada de los países de la zona euro se autorizó el otorgamiento de avales hasta 100.000 millones de euros en 2008, ampliable hasta el final de 2009, para operaciones de financiación. Además, para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades financieras se autorizó la compra de títulos emitidos por las entidades crediticias, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas.

Los depósitos, favoritos de los ahorradores

El ahorro de las familias se recuperó en el segundo trimestre desde niveles mínimos. En el periodo abril-junio el consumo aumentó menos que la renta disponible, el 4,8% frente al 8,1%, en términos interanuales. De este modo, la tasa de ahorro se colocó en el 14,0% de la renta disponible, 2,7 puntos más que en el mis-

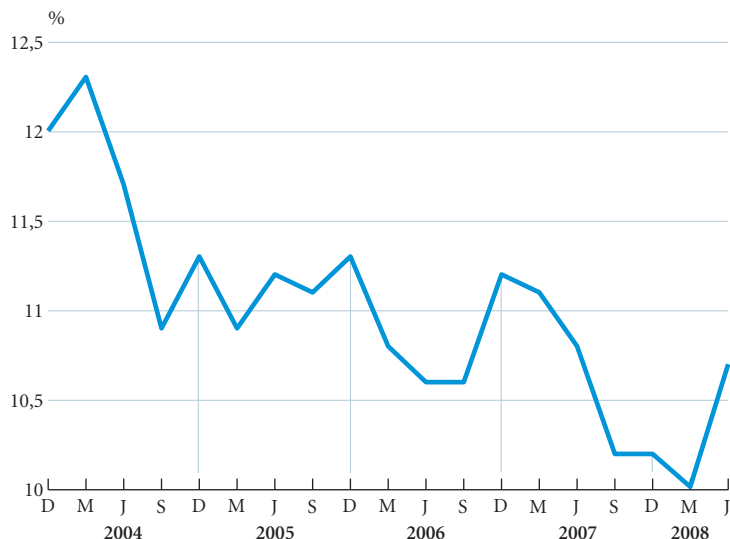
mo periodo del año anterior. El ahorro generado y las transferencias de capital fueron suficientes para financiar la inversión, principalmente viviendas, que era un 5,0% inferior que en el mismo periodo de 2007. De esta forma, se produjo una capacidad de financiación del 0,6% del producto interior bruto trimestral. No se obtenía un saldo positivo en un segundo trimestre desde el año 2005. Si se consideran periodos móviles de cuatro trimestres la tasa de ahorro repuntó hasta el 10,7% de la renta disponible, 7 décimas más que en el periodo precedente. Esta recuperación del ahorro es lógica en un periodo de fuerte desaceleración de la actividad y forma parte del ajuste en marcha.

El aumento de la retribución de los depósitos bancarios registrado en los últimos meses puede haber contribuido a la recuperación del ahorro. Los problemas de financiación existentes en los mercados de valores indujeron a las entidades crediticias a intensificar la captación de depó-

Las cuentas a plazo hasta dos años se elevan el 49% desde agosto de 2007.

RECUPERACIÓN DEL AHORRO DE LAS FAMILIAS DESDE MÍNIMOS

Tasa de ahorro de las familias e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (*)



NOTA: (*) En relación con la renta bruta disponible. Media móvil de cuatro trimestres.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Agosto 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	417.787	-20.270	-4,6	-8.000	-1,9	30,0	
A plazo hasta 2 años	466.724	114.018	32,3	153.692	49,1	33,5	
A plazo a más de 2 años	397.028	-4.946	-1,2	6.230	1,6	28,5	
Cesiones temporales	66.669	-18.923	-22,1	-20.225	-23,3	4,8	
Total	1.348.208	69.879	5,5	131.696	10,8	96,8	
Depósitos en monedas no euro	44.947	1.103	2,5	-381	-0,8	3,2	
TOTAL	1.393.155	70.982	5,4	131.315	10,4	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

sitos del sector privado. Las remuneraciones que experimentaron un mayor ascenso fueron las de los depósitos a plazo, que se situaron en el 4,8% para los particulares en agosto, 87 puntos básicos más que doce meses antes. Así, las cuentas a plazo hasta dos años anotaron una fuerte expansión anual del 49,1%. En cambio, los depósitos a la vista y de ahorro registraban una caída anual en sus saldos debido a unas bajas remuneraciones. Cabe señalar que en concordancia con medidas similares en la Unión Europea el gobierno elevó la garantía de depósitos bancarios y de inversiones hasta los 100.000 euros desde los 20.000 previos.

La fuerte competencia de los depósitos bancarios y las turbulencias en los mercados financieros continuaron minando otro producto favorito de los ahorradores como son las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria. Así, en septiembre el patrimonio de éstos se colocó en 185.612 millones de euros, con un descenso inter-

anual del 26,5%. En septiembre se registraron reembolsos netos de participaciones por valor de 5.021 millones de euros, que afectaron a todas las categorías excepto a los garantizados de renta fija, lo que evidencia la aversión al riesgo imperante.

Las rentabilidades medias variaron mucho según las distintas modalidades. Los fondos monetarios obtuvieron un rendimiento medio anual del 2,68%, mientras que la renta variable emergente se llevó la peor parte al registrar minusvalías del 34,2%. La rentabilidad media anual ponderada en los últimos diecisiete años se colocó en el 4,15%.

A pesar de que a nivel internacional septiembre fue un mal mes para los *hedge funds* en el mercado español los fondos de inversión libre continuaron elevando su patrimonio hasta 1.367 millones de euros. Parte de la explicación se debe a que todavía se hallan en sus primeras fases de desarrollo.

La garantía de depósitos bancarios y de inversiones se eleva hasta los 100.000 euros.

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

Noviembre 2008

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

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

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

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2007

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	223.850
Créditos sobre clientes	161.789
Resultado atribuido al Grupo	2.488

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	26.342
Oficinas	5.480
Terminales de autoservicio	8.011
Tarjetas	9.809.909

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2008	Millones €
Sociales	306
Ciencia y medio ambiente	83
Culturales	79
Educativas e investigación	32
TOTAL PRESUPUESTO	500

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



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.