

Noviembre 2008

**CINCO AÑOS DE
OCEI**

INDICE

1. Estados Unidos
2. Eurozona
3. España
4. Alemania & Francia
5. China
6. México

Autores: Vicente J. Pallardó, Nicolás Jannone, Silviano Esteve, Antonio Cutanda, Rosa Puertas, M^a Luisa Martí y Héctor Ruiz

Observatorio de Coyuntura Económica Internacional
Instituto de Economía Internacional
Universitat de València
Campus dels Tarongers
3er piso, edificio Departamental Oriental

1. USA

Cinco años de OCEI

[Nota: La presente reflexión se justifica por la conclusión de la primera etapa del Observatorio de Coyuntura Económica Internacional, al vencer el Convenio de patrocinio que ha venido financiando el OCEI. Dado que los Informes de Coyuntura adquirieron su formato actual a comienzos de 2004, hemos dado al monográfico de este mes el título que encabeza estas líneas. No obstante, para Estados Unidos, los Informes realizados por quien suscribe vienen acompañando a sus lectores desde enero de 2003 y por ello el análisis abarcará este período completo de seis años]

Sin duda, resulta extremadamente dificultoso relatar en un espacio limitado lo acontecido en la primera economía mundial desde el ya lejano inicio de 2003. No obstante, se pretende en lo que sigue ofrecer una visión suficientemente esclarecedora desde una doble perspectiva: por una parte, un breve recorrido histórico por los acontecimientos más destacados de estos seis años. Después, una panorámica similar será trazada a partir de una decena de gráficos que recogerán la evolución de las principales variables macroeconómicas. Comencemos.

a.- **Un período agitado y apasionante.**

En enero de 2003 la economía estadounidense estaba inmersa en una lenta recuperación económica, después de la corta recesión de marzo-noviembre de 2001. De hecho, ésta había sido más intensa en la mayor parte del resto de grandes economías, y titulábamos aquel informe: “Seguirá

el **consumidor estadounidense** sosteniendo la economía mundial?”.

En efecto, al contrario que en el presente, en aquella recesión el consumo mantuvo un tono respetable y permitió la brevedad de la misma, además de generar un tirón de la oferta de los principales socios comerciales, desde Europa hasta China, pasando por México y Canadá. A cambio, uno de los grandes desequilibrios de los últimos años, la **carencia de ahorro y el exceso de endeudamiento de las familias** estadounidenses, se empezaban a manifestar en toda su crudeza.

A ello se sumaba el escasamente efectivo **“Job and Growth Plan”** de la Administración Bush, cuyas sesgadas (a favor de las rentas altas) desgravaciones fiscales impedirían el reequilibrio fiscal durante todo el período de expansión. El fracaso del Plan sería uno más de los elementos a situar en el abultado debe del entonces Secretario del Tesoro, John Snow.

De hecho, el gran tema de debate político y académico de 2003 (como del año anterior y del posterior) fue la denominada **“jobless recovery”** (o incluso “job destruction recovery”). Una economía que crecía, aunque modestamente para ser el inicio de una expansión, era incapaz de generar empleo neto, y de hecho no recuperó el nivel de puestos de trabajo del final de la recesión hasta abril de 2004. En nuestros informes de septiembre de 2003, 2004 y 2006 abordamos con detalle las posibles claves de ese comportamiento. La deficiente política fiscal y el extremo grado de incertidumbre (en la economía y fuera de ella) resultaban, en nuestra opinión, los elementos explicativos más convincentes.

En octubre de 2003, bajo el título “Euforia, incertidumbre y disparates” planteábamos otro de los temas recurrentes de los últimos años: la presunta **culpabilidad de China** de los problemas económicos estadounidenses, que rechazábamos en nuestro análisis. Por cierto, en ese mes se conocía el dato de crecimiento del tercer trimestre, el más dinámico de la década (+7.5% anualizado, con un ascenso de casi el 6% del consumo privado).

En marzo de 2004 incidíamos en los costes previsibles que tendría el ajuste de los **desequilibrios trillizos** en los que se estaba sumiendo la economía estadounidense (déficit público, carencia de ahorro familiar, déficit por cuenta corriente), comenzando por el progresivo deterioro del valor del dólar. Asimismo, lamentábamos el **proteccionismo** que el candidato demócrata, John Kerry, aportaba al debate electoral, introduciendo un elemento de seria inquietud en la alternativa frente a la continuidad en la errónea política económica de la Administración Bush.

A mediados de 2004 traíamos por vez primera a colación nuestra seria **preocupación por la política monetaria** de la Reserva Federal. Afirmábamos que la Fed había olvidado la necesidad de pensar en la inflación futura, no la corriente, con un gravemente inadecuado enfoque “backward looking”.

Los meses siguientes se centraron en el debate electoral, la añorada y finalmente visible recuperación del empleo y la normalización monetaria, tardía e insuficiente, iniciada por la Fed.

Como era de esperar, en marzo de 2005 señalábamos que “Al fin y al cabo,

la inflación no murió”, y en octubre clamábamos por poner fin a la laxitud monetaria. Antes, en mayo de 2005, realizábamos un primer apunte sobre el riesgo de la **“burbuja inmobiliaria”**, aunque hemos de reconocer que no percibimos la situación crítica que se estaba gestando en este mercado (por supuesto, nadie hablaba entonces de las “subprime” y su titulización). Tampoco Alan Greenspan daba importancia a la situación, y acuñaba su famoso “froth markets” para explicar los excesos en los precios en ciertos mercados regionales.

En septiembre de 2005 nos teníamos que detener, necesariamente, en las consecuencias económicas de la **temporada de huracanes**, con el Katrina al frente, consecuencias agravadas en el plano humanitario por la horrorosa gestión de la crisis por parte de la Administración Bush.

El final de 2005 y el comienzo de 2006 estuvo marcado por el **relevo al frente de la Reserva Federal**, con Ben Bernanke sustituyendo a un Alan Greenspan cuya herencia iba a resultar una carga insoportable apenas dos años más tarde.

Considerábamos acertada la elección de G. Bush, analizábamos el perfil de Bernanke y el legado de Greenspan, en el que introducíamos varios apuntes muy críticos (por su política monetaria más reciente y su apoyo a las actuaciones fiscales de la Administración Bush), aunque entonces no anticipamos los problemas que la desregulación financiera impulsada por el Maestro iba a provocar.

Eran meses en los que, en un plano más técnico, se debatían, y así lo hicimos en nuestros Informes, el **“conundrum”** de Greenspan (¿por qué

los tipos de interés a largo se mantenían tan bajos?), y el **"global saving glut"** de Bernanke (los desequilibrios por cuenta corriente a nivel mundial se debían sobre todo al exceso de ahorro de los asiáticos, lo que suponía eludir la responsabilidad de agentes públicos y privados estadounidenses).

En mayo de 2006 la situación se había invertido por completo respecto a tres años atrás, y el consumo privado se sostenía gracias al empleo generado, porque la política monetaria se había endurecido, el endeudamiento de las familias era abrumador y la riqueza empezaba a contraerse, sobre todo cuando se acentuó la ralentización **inmobiliaria**, que poco después se convirtió en **desplome**. En octubre avisamos que esa corrección no estaba ni avanzada – como la realidad ha constatado, frente a quienes hablaban ya de salida. Un año después mantuvimos nuestra posición frente a los mismos cantos optimistas, que volvieron a equivocarse.

En marzo de 2007 expresábamos en el Informe nuestras serias **dudas sobre la normalización monetaria** (y no sólo en Estados Unidos), pero constatábamos que ya difícilmente era momento de hacer los deberes que habían quedado pendientes.

El mundo económico cambiaba a partir del verano de 2007, y así, en septiembre, bajo el título "El mundo al revés", analizábamos el origen de la **crisis financiera** que se empezaba a vivir y cómo amenazaba el fuerte (aunque muy desequilibrado) crecimiento mundial.

Dos meses después, apuntábamos que se oían los tambores de la recesión, aunque en realidad se venían

escuchando, prematuramente, desde un año antes. Además, subrayábamos el hundimiento de la confianza de los consumidores y analizábamos con detalle todo lo que estaba justificando el ascenso imparable de los **precios de la energía**.

El año 2008 se abría con esas **dudas sobre la recesión** en auge (el OCEI señalaba que la bordearíamos, pero no acontecería, minusvalorando la magnitud de la crisis financiera). Pero sí insistíamos en que Estados Unidos, y la economía mundial en su conjunto, se enfrentaba al pago de los errores del pasado... y al riesgo de comenzar a repetirlos.

A mediados de 2008, la situación financiera daba un aparente respiro tras el momento culminante del **salvamento de Bearn Stearns** en marzo, y para nosotros y gran parte de los banqueros centrales, de Occidente y del mundo emergente, el riesgo estaba en una **aceleración de la inflación**, lo que provocó la flexión al alza de los tipos de interés. Analizábamos de nuevo la trayectoria de los **precios de la energía**, añadiendo los de las **materias primas no energéticas** y, muy especialmente, de los **alimentos**.

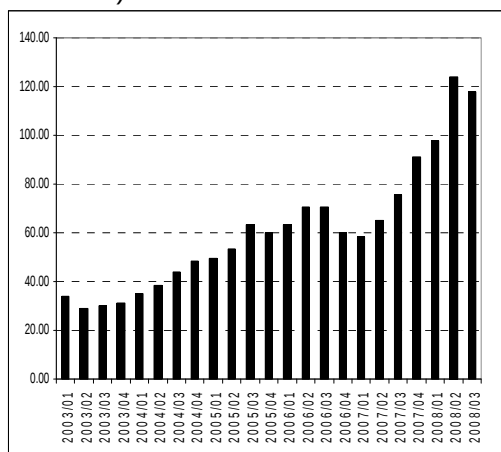
Y, cerrando estos seis años, nuestros últimos informes, empezando por el "Cruce del Rubicón" de septiembre y culminando con el presente "En recesión", se han centrado en una análisis detallado de la **hecatombe financiera** y las medidas de respuesta a la misma, así como de la traslación de la crisis a la **economía real**, definitivamente **en recesión**.

Como quedaba antes comprometido, otra forma de sintetizar los últimos seis años es a través de la presentación de las variables más significativas para

entender la trayectoria de la economía estadounidense. Eso es lo que ofrecen los gráficos que se muestran a continuación, apoyados por unos breves comentarios.

Por su parte, en la Tabla 1 se sintetiza el comportamiento de esas variables a través de su media para el período, así como sus valores máximo y mínimo. El lector minucioso puede comprobar que, mientras los valores más favorables van situándose en diferentes momentos entre 2003 y 2006, los más negativos tienden a concentrarse en los últimos trimestres.

Gráfico 1.- Precio del petróleo (dólares por barril de West Texas Intermediate; media trimestral)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

1.- *Entorno*. Definido, primero, por un precio del crudo (gráfico 1) en constante crecimiento por los desequilibrios estructurales entre oferta y demanda, acentuado desde el verano de 2007 (por un componente de especulación y otro de expectativas alcistas justificadas) y revertido brutalmente desde el verano de 2008 al constatar la magnitud de la crisis mundial.

Tabla 1

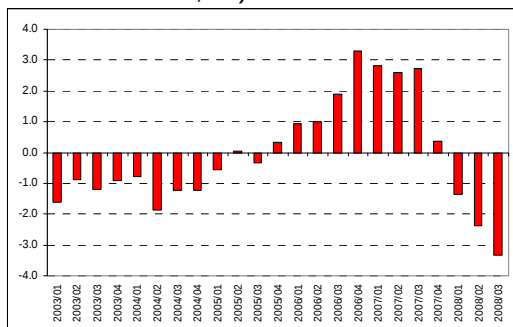
Evolución variables fundamentales en el período 2003:I-2008:III

Variable	MEDIA	Máximo	Mínimo
Petróleo (\$ p.b. WTI)	61.3	124.0	29.0
		2008:II	2003:II
Tipo interés real	-0.1	3.3	-3.3
		2006:IV	2008:III
Δ PIB (anualizada)	2.6	7.5	-0.5
		2003:III	2008:III
Δ Cons. Privado (anualizada)	2.6	5.8	-3.7
		2003:III	2008:III
Δ Empleo (miles)	302	770	-478
		2005:II	2008:III
Δ Productivid.	2.2	4.7	0
		2003:IV	2007:I
Δ Remuner. Trab. (real)	0.9	3.2	-0.9
		2003:IV	2008:III
Δ Beneficios	17.3	43.4	-9.9
		2004:II	2008:III
Tasa de ahorro	1.2	2.5	-0.7
		2004:IV	2005:III
Saldo presupuest.	-3.7	-1.7	-5.8
		2006:IV	2008:III
Saldo cta. Cte.	-5.5	-6.5	-4.5
		2005:IV	2003:IV
T. Cambio \$/€	1.28	1.07	1.56
		2003:I	2008:II
T. Cambio Yuan/\$	7.92	8.28	6.84
		2003:I	2008:III
T. Cambio efectivo	109.25	123.16	95.8
		2003:I	2008:II
Vivienda iniciada (miles; interanual)	1700	2123	892
		2006:I	2008:III
Δ Precio vivienda	6.3	12.2	-4.0
		2005:II	2008:III

Fuente: elaboración propia. Datos: BEA; BLS; FRED II; OFHEO. Tasas de variación en términos interanuales, salvo indicación en sentido contrario.

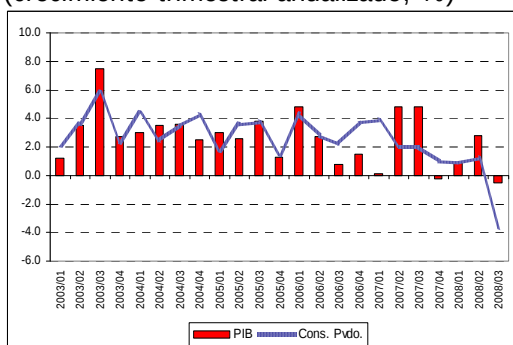
En segundo lugar, el ciclo ha quedado enmarcado también por unos tipos de interés (gráfico 2) exageradamente bajos durante demasiado tiempo. La lenta y tardía normalización fue dramáticamente invertida desde el último trimestre de 2007, ante el estallido de la crisis, primero financiera y luego real.

Gráfico 2.- Tipo de interés real (tipo de los Fed Funds menos inflación según el IPC; media trimestral; %)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

Gráfico 3.- PIB y consumo privado (crecimiento trimestral anualizado; %)



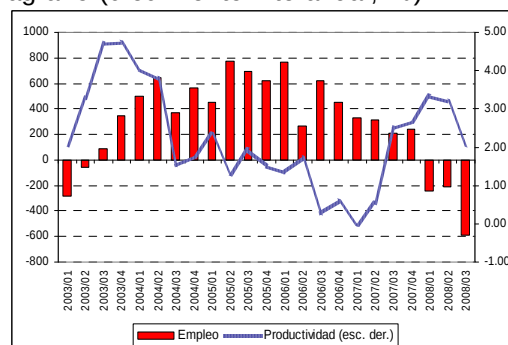
Fuente: elaboración propia. Datos: BLS.

2- *Crecimiento*. El avance promedio del PIB durante el período considerado se sitúa en el 2.6%, cifra bastante próxima a la que se estima como potencial para Estados Unidos. Como revela el gráfico 3, el consumo privado, eje indiscutible del crecimiento, ha mostrado mayor regularidad hasta desplomarse en los últimos dos trimestres. Su crecimiento medio ha resultado idéntico al del PIB, 2.6%, a lo largo de los seis años.

3.- *Fuentes del crecimiento*: superada la “jobless recovery”, la maduración del ciclo expansivo conllevó una creciente intensidad en la creación de empleo (gráfico 4), hasta exceder el medio millón de puestos de trabajo netos generados cada trimestre entre mediados de 2004 y finales de 2006. El

advenimiento de la crisis, ya convertida en recesión, ha provocado una ascendente destrucción de empleo en los últimos trimestres considerados.

Gráfico 4.- Empleo (variación trimestral de puestos de trabajo no agrarios; miles) y productividad por hora en el sector no agrario (crecimiento interanual; %)



Fuente: elaboración propia. Datos: BLS; FRED II.

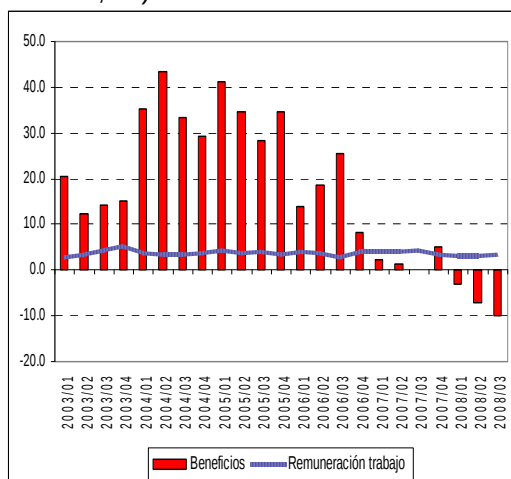
Por su parte, la productividad del trabajo mantuvo hasta 2004 la inercia de excepcionales avances procedente de la segunda mitad de los noventa (fruto en buena medida de la revolución de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones). Tras moderarse hasta un nivel más compatible con un avance estructuralmente sostenible – e incluso estancarse durante algún trimestre –, ha recuperado el dinamismo recientemente, aunque en ello pueda incidir el mero efecto estadístico de la destrucción de empleo¹.

4.- *Reparto del crecimiento*: la remuneración al factor trabajo apenas excedió durante estos seis años el aumento de los precios (gráfico 5), pese al sólido avance medio de la

¹ Al descender muy bruscamente el denominador de la productividad (el empleo), aun con la leve contracción del numerador, la productividad aparente crece a corto plazo más de lo que la propia dinámica económica implicaría.

productividad (2.2% anual). Ello ha hecho que algunos autores pasaran de hablar de la “jobless recovery” a hacerlo de la “wageless recovery”: la competencia creciente de los países emergentes forzaría a los trabajadores de los desarrollados a no aumentar sus salarios reales, aunque a cambio les proveería de bienes de consumo baratos en cantidades masivas.

Gráfico 5.- Remuneración del trabajo no agrario y beneficios empresariales después de impuestos (crecimiento interanual nominal; %)

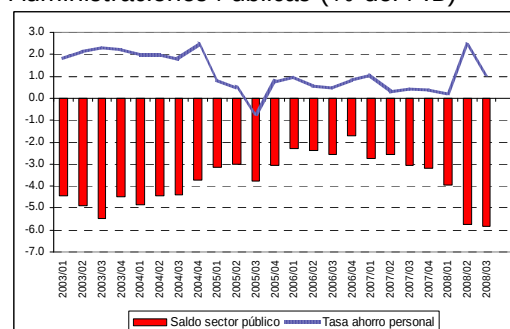


Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

Por el contrario, los beneficios empresariales, conjugando la mejoría de la productividad, la moderación salarial y la caída de los costes de los bienes intermedios, también importados cada vez en mayor medida, han exhibido un comportamiento sin precedentes, con un avance medio anual del 17%.

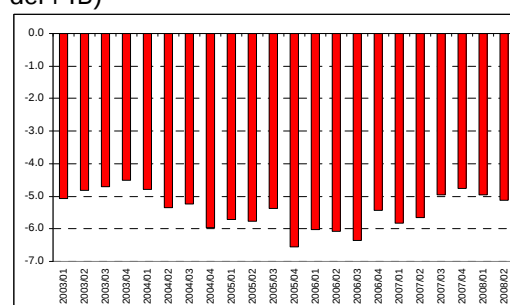
Eso sí, con la llegada de la recesión, tanto trabajadores como empresarios están asumiendo su parte del ajuste, con descensos sensibles de sus rentas respectivas.

Gráfico 6.- Tasa de ahorro personal (% de la renta personal disponible) y saldo presupuestario del conjunto de las Administraciones Públicas (% del PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA; FRED II.

Gráfico 7.- Saldo por cuenta corriente (% del PIB)

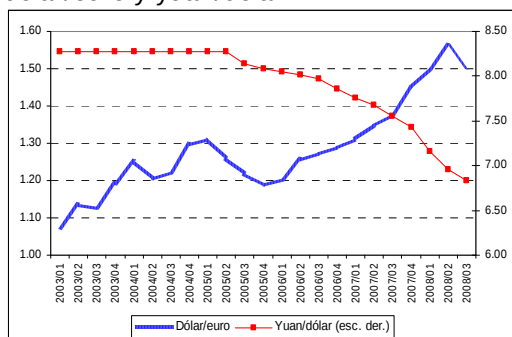


Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

5.- *Desequilibrios*: la culminación del desplome de la tasa de ahorro familiar (que ha promediado un ínfimo 1.2% de la renta disponible en estos seis años), ya iniciada previamente a 2003, se sumó a la incapacidad de la Administración Bush para poner en orden las cuentas públicas (gráfico 6) para dar paso a un descomunal déficit por cuenta corriente, que no descendió del 4.5% del PIB entre 2003 y 2008, llegando a alcanzar el 6.5% (gráfico 7). Por si fuera poco, el incremento de la factura energética impidió un ajuste significativo incluso cuando la demanda interna se fue debilitando desde el verano de 2007.

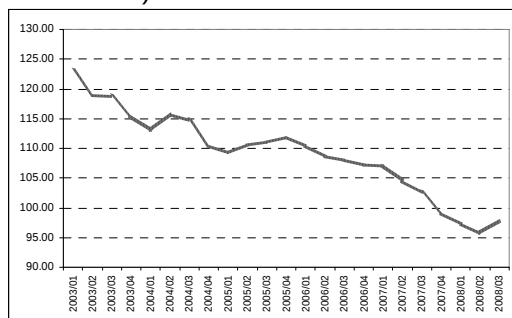
6.- *El dólar*: penalizada por los “déficit trillizos”, las dudas sobre la solidez de la “jobless recovery” y unos tipos de interés inferiores a los de los principales países desarrollados – salvo Japón – la mayor parte del período, la divisa estadounidense se ha debilitado de forma continuada desde 2003 (gráficos 8 y 9).

Gráfico 8.- Tipos de cambio bilaterales dólar/euro y yuan/dólar



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

Gráfico 9.- Tipo de cambio efectivo nominal del dólar (grupo amplio de socios comerciales)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

Sólo en 2005 se produjo una leve inflexión positiva frente al conjunto de socios comerciales y en particular frente al euro, únicamente para acentuarse el desplome en los dos años y medio siguientes.

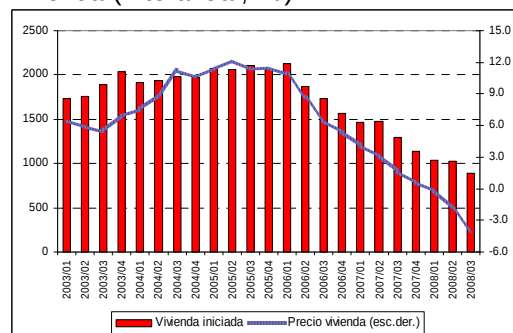
Mientras, la depreciación frente al yuan, ininterrumpida desde que las autoridades chinas permitieron la fluctuación del valor de su moneda (siempre controlada) tras el verano de

2005, no fue mucho mayor por la propia manipulación cambiaria china.

Desde luego, con el agravamiento y la generalización a todo el planeta de la crisis económica, la “huída hacia la calidad” ha reforzado considerablemente al dólar y ha recordado que, pese a todo, Estados Unidos sigue siendo la primera potencia económica mundial y su “billete verde” la divisa internacional por excelencia.

7.- *El detonante de la recesión*: la explosión de la “burbuja inmobiliaria”, con el hundimiento de los niveles de actividad y, con cierto desfase, de los precios (gráfico 10) puso negro sobre blanco la acumulación de excesos cometidos en la concesión de créditos hipotecarios (con las hipotecas “subprime” como símbolo supremo).

Gráfico 10.- Viviendas iniciadas (cifra trimestral anualizada; miles) y precio de la vivienda (interanual; %)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II; OFHEO.

Cuando el mundo se percató de que esos excesos eran una broma en comparación con los cometidos en el ámbito financiero (negocio de “originar y distribuir” con titulizaciones masivas, calificaciones de las agencias de rating, nuevos productos y vehículos financieros, fallos en la regulación...), ya era tarde para evitar una recesión, tanto en Estados Unidos como en el conjunto de la economía mundial.

En esta situación cerramos nuestro último Informe de Coyuntura de Estados Unidos de esta primera etapa del Observatorio de Coyuntura Económica Internacional. Quien suscribe agradece el seguimiento que de sus reflexiones han hecho los lectores, tanto asiduos como ocasionales, y espera reencontrarse con los mismos en un futuro próximo, futuro que se presenta especialmente interesante y complicado.

Vicente J. Pallardó

Director del OCEI

Valencia, 8 de diciembre de 2008.

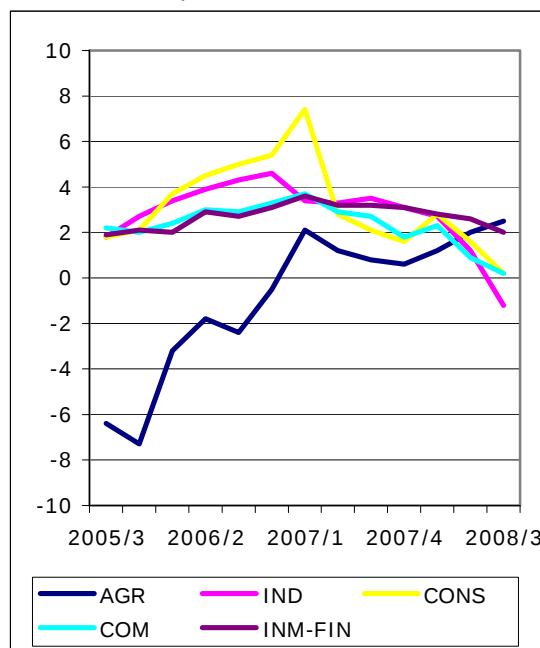
2.-EUROZONA

CINCO AÑOS DE OCEI

Periodo de expansión económica con fuerte desaceleración en el último año

Durante el periodo 2004-2007, la economía de la Eurozona ha gozado de una fuerte expansión económica, al crecer en dicho periodo en términos medios un 2.4%, es decir, por encima del potencial de crecimiento, sobre todo en los dos últimos años 2006 y 2007, con un crecimiento medio del 2.8%.

Gráfico 1. VAB por sectores económicos



Fuente: BCE y Eurostat

El crecimiento potencial de la Eurozona se ha ido reduciendo en el tiempo desde niveles superiores al 2% hacia niveles inferiores pero cercanos al 2%, y que puede tender a niveles en el entorno del 1% si los gobiernos no hacen nada para evitarlo. Las causas de tal reducción hay que atribuir las a la reducción de las horas trabajadas, al

envejecimiento progresivo y a la falta de inversiones. De hecho, el gasto en I+D en relación al PIB en la Eurozona es bastante inferior al correspondiente a los EEUU, debido sobre todo a la falta de inversión en este campo por parte del sector privado. Al margen de los problemas de homogeneización para la comparación entre las productividades entre EEUU y la Eurozona, la de EEUU es claramente superior.

A partir del cuarto trimestre de 2007 se inicia un proceso de desaceleración en la economía, que se profundiza en el segundo y tercer trimestre de este año con tasas de crecimiento negativas intertrimestrales, lo que indica que técnicamente la economía de la Eurozona se encuentra actualmente en recesión.

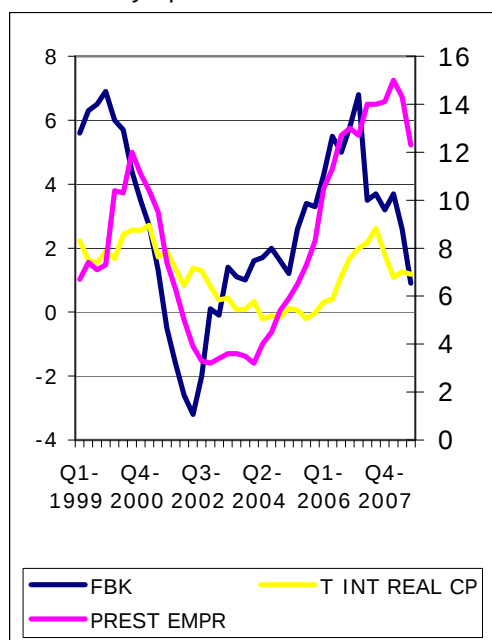
El crecimiento económico ha estado impulsado tanto por la demanda externa como la interna. Ha habido una contribución positiva del sector exterior al crecimiento del 0.3% en promedio, salvo el año 2005; y dentro de la demanda interna destaca el comportamiento de la formación bruta de capital, con una contribución del 0.7% en promedio en el periodo 2004-2007.

Por sectores económicos, el sector industrial y el de negocios, financiero e inmobiliario son los que han sido más dinámicos. El sector industrial que representa aproximadamente el 20% del Valor añadido bruto, ha crecido en promedio un 3%, pero un 3.5% en 2006 y 2007; y el de negocios, financiero e inmobiliario también un 3%, con un 3.7% en 2006 y 2007. En ambos casos, creciendo muy por encima del VAB (2.4%).

Fuerte proceso inversor en el periodo aunque ha tocado su fin

Como se ha comentado anteriormente, en este periodo se ha experimentado un fuerte aumento de la Formación bruta de capital (FBK), sobre todo en los años 2006 y 2007, con un crecimiento medio anual del 5%, liderado por la inversión en bienes de equipo con aumentos del 6%-7% en 2006 y 2007. La inversión pública en el periodo se ha mantenido de forma estable en el entorno del 2.5% del PIB.

Gráfico 2. FBK, préstamos a empresas no financieras y tipo de interés real

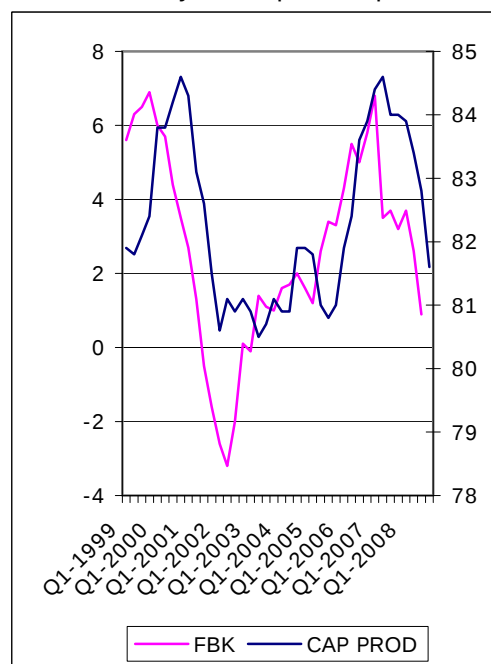


Las razones del fuerte crecimiento de la inversión son los elevados beneficios empresariales acumulados en periodos previos, la necesidad de cambiar los equipos por obsolescencia y falta de inversión en los años anteriores con una demanda muy débil, y un uso de la capacidad productiva excesivamente elevada en relación a la media a largo plazo, por encima del 84%.

También ha ayudado al dinamismo de la inversión el actual entorno de

reducidos tipos de interés reales, spreads de crédito en mínimos, y una mejora de las expectativas.

Gráfico 3. FBK y uso capacidad productiva



Fuente: BCE y Eurostat

Los indicadores de confianza en el periodo han mejorado en el periodo hasta 2007, al pasar en términos medios desde el 98.7 al 108.4.

Aunque el grado de autofinanciación de las inversiones de las empresas europeas es muy elevada, el entorno de tipos de interés reales reducidos (0.83%), medidos por la diferencia entre el Euribor a 3 meses y el IPC, contribuye sin duda a una mejora en el proceso inversor. De hecho, la demanda de crédito bancario a las empresas se ha disparado en estos años. Si antes de 2004 el crédito crecía en el entorno al 3%, en este periodo se aceleró a niveles del 14%-15%; además la financiación vía mercado de capitales por parte de las empresas, aunque es menor que en EEUU y representa el 32% de la financiación empresarial, se ha

acelerado en este periodo alcanzando el 18.6% de tasa de crecimiento en 2007, vinculado parcialmente a operaciones LBO o fusiones y adquisiciones.

Las condiciones en la concesión de créditos por parte de la banca en el periodo han sido muy laxas, tal y como se desprende de las encuestas que periódicamente realiza el BCE. También la escasa aversión al riesgo por parte de los inversores ha conllevado una fuerte reducción de los spreads de crédito de los bonos corporativos. Si los bonos de alto rendimiento en 2003 pagaban 800bp en este periodo cotizaban con 250bp, y los bonos BBB pasaban de 250bp a 70bp.

La consecuencia directa del fuerte proceso inversor ha sido la intensidad en la creación de empleo neto en la economía de la Eurozona. Si en los dos años precedentes al inicio del periodo el empleo neto crecía de media anual un 0.5%, en este periodo el crecimiento del empleo fue en promedio un 1.3%, con una aceleración hasta el 1.8% en 2007.

De esta forma, la tasa de paro se ha ido reduciendo en el periodo hasta 2007, desde el 8.8% hasta el 7.4%, con una sensible diferencia entre el paro masculino (6.9%) y el femenino (8.2%), si bien esta diferencia se ha recortado en un 0.8%, quizás debido a la mayor flexibilidad en el mercado laboral, y especialmente la contratación a tiempo parcial. También el paro juvenil se ha reducido al 15.3% desde el 17.1%.

El fuerte deterioro de las expectativas, la intensificación de la restricción crediticia y el menor crecimiento global durante 2008 han generado un

comportamiento negativo de la inversión en el segundo trimestre de este año, que, dada la intensificación en el hundimiento de las expectativas y del resto de condiciones, conducirá a unos resultados todavía más negativos en los próximos trimestres.

Consumo privado más débil de lo esperado a pesar de la fuerte creación de empleo

El peso del consumo privado en relación al PIB en la economía de la Eurozona dista mucho al correspondiente a los EEUU. Mientras en la Eurozona supone el 56.6%, en los EEUU está en el entorno del 70%. Ésta mayor tasa de ahorro de la economía, que se sitúa actualmente en el 22.3% del PIB, ha provenido de las familias, que han financiado tanto a Gobiernos como a empresas no financieras.

Esta tasa de ahorro se ha elevado en los últimos años, aunque la deuda de las familias en relación a su renta disponible ha ido aumentando en el periodo, alcanzando el 92.3% en 2008.

El consumo privado en este periodo ha crecido en promedio un 1.7%, pero quizás en una cifra menor a la esperada en función a la creación neta de empleo (1.3%) y el efecto riqueza positivo de la Bolsa y de la vivienda, salvo las fuertes correcciones en el último año.

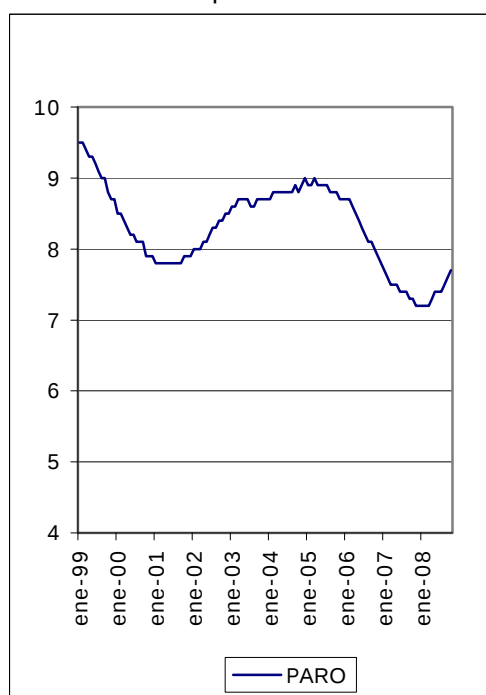
De hecho, el índice Eurostock-50 aumentó en el periodo 2004-2007 un 61% y el precio de la vivienda un 29%.

Este menor consumo privado es potencialmente atribuible a diferentes causas que es conveniente identificar.

En primer lugar, las retribuciones y los salarios reales no han aumentado en

el periodo, a pesar que la productividad del trabajo ha aumentado en promedio más del 1% anual. El riesgo de deslocalización de un gran número de empresas a otros países ha forzado a trabajadores y sindicatos a aceptar recortes y/o moderación en la negociación salarial.

Gráfico 4. Tasa de paro



Fuente: BCE y Eurostat

Por ello, a pesar del fuerte aumento del empleo neto, la participación de los beneficios en el PIB ha aumentado un punto en el periodo en detrimento de los salarios. Esta situación podría abrir el debate sobre si una excesiva moderación salarial, aumento en la desigualdad de la renta y/o un claro sesgo a mejorar el tratamiento de los beneficios distribuidos, contribuye necesariamente hacia una demanda efectiva insuficiente de la producción, solamente paliada hasta el momento por unas condiciones crediticias excesivamente laxas, que condujera a

poner en riesgo la sostenibilidad del modelo capitalista en el largo plazo.

Además, las incertidumbres sobre las reformas estructurales en pensiones, mercado laboral, y en sanidad; la preocupación sobre la situación de sostenibilidad o no de las finanzas públicas de algunos países en cuanto a la posibilidad de aumentos futuros de impuestos; y la incertidumbre sobre el futuro, han hecho elevar el ahorro de precaución.

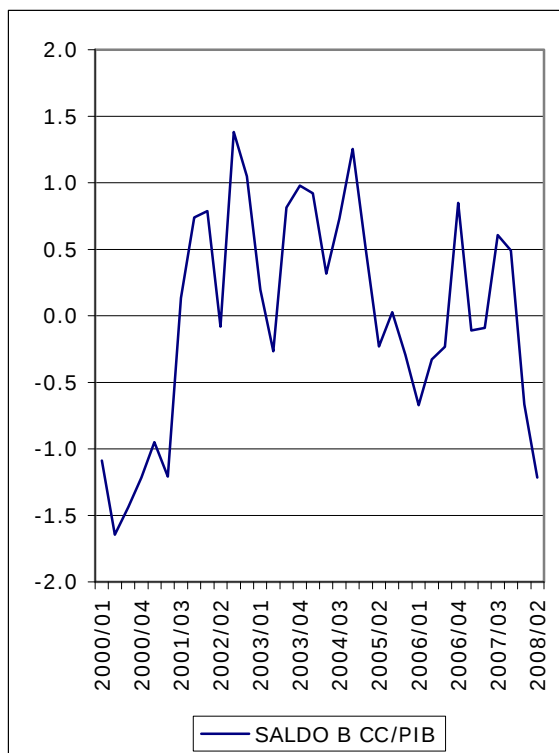
Dinamismo exportador y balanza por cuenta corriente superavitaria

El sector exterior en el periodo ha generado aportaciones positivas al PIB de la Eurozona. La Balanza comercial siempre ha tenido superávit, aunque su resultado final ha quedado condicionado al impacto de los precios del petróleo y resto de materias primas.

Aunque el tipo de cambio efectivo real del euro y el euro/dólar se han apreciado un 3% y un 10.1% respectivamente, y han debido influir negativamente en la evolución de las exportaciones, el buen comportamiento del PIB mundial (5%) y del comercio internacional, ha más que compensado la pérdida de competitividad vía precios en las exportaciones. Las sucesivas profecías por parte de algunas autoridades relativas a que tipos de cambio euro/dólar superior a 1.30, primero, y 1.40, después, iban a frenar/hundir las exportaciones de la Eurozona, han quedado sin valor. Las exportaciones han continuado creciendo con vigor incluso, con tipos de cambio euro/dólar cercanos a 1.55. Todo esto es debido a que, siendo Alemania el principal exportador de la Eurozona y dada su especialidad en bienes de capital y elementos para la

fabricación de bienes de capital, el conjunto de las exportaciones de la UEM es poco sensible al precio.

Gráfico 5. Saldo balanza cuenta corriente en relación al PIB



Fuente: BCE

Por áreas geográficas, EEUU y Reino Unido son los principales países de destino de las exportaciones de la Eurozona, aunque en este periodo ha aumentado la cuota de mercado en China, otros países asiáticos, excepto Japón, Rusia y otros países del este de Europa.

Finalmente, en el periodo 2004-2007 la balanza por cuenta corriente ha acabado siempre con superávit, compensándose el superávit comercial y de la balanza de rentas por el déficit por el importe de las transferencias corrientes. Durante 2008, la balanza por cuenta corriente se ha tornado hasta el momento en déficit por la reducción del superávit comercial-sub-

balanza de bienes-por la fuerte subida del precio del petróleo y otras materias primas.

Mejora de las finanzas públicas e innovaciones puestas en marcha

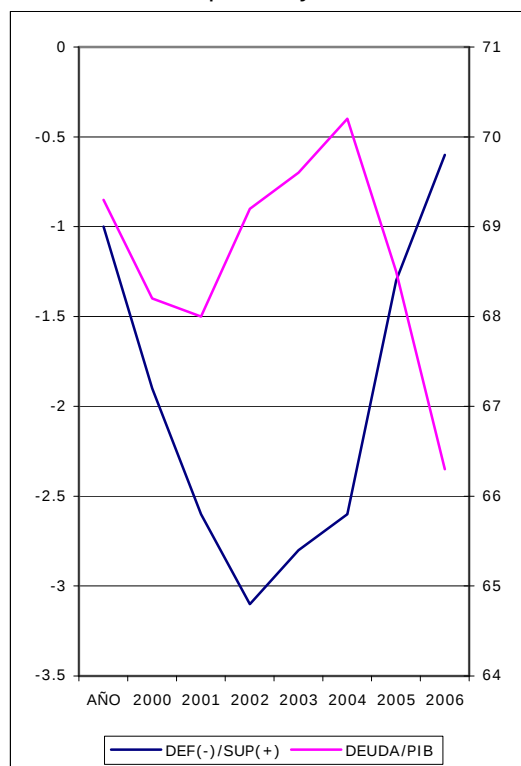
Los déficit públicos de los países de la Eurozona se han reducido ostensiblemente en el periodo debido tanto a la mejora cíclica de la economía como por la reducción del propio déficit estructural. El déficit público, que en 2004 era del 2.9%, se ha ido deslizando a la baja hasta alcanzar el 0.7% en 2007. Así mismo el déficit estructural se ha ido reduciendo desde el 2.7% hasta el 1.2% al final del periodo. A pesar de este resultado global, la situación es diferente si se desciende a nivel de país, habiendo divergencias entre los mismos. Finlandia, España, Luxemburgo o Chipre con elevados superávits mientras otros arrastran sensibles déficit. Hay además críticas en cuanto no se ha reducido con más intensidad el déficit estructural.

La reducción de los déficit públicos ha permitido hacer caer ratio deuda/PIB al 66.1% desde el 69.5%. Además, la presión fiscal ha aumentado un 1% en el periodo.

Para los ejercicios 2008 y 2009, se espera un deterioro de las finanzas públicas como consecuencia del cambio cíclico y de aumentos de gasto discrecionales, haciendo aumentar el déficit estructural al 1% desde el 0.7%. Sin embargo, se confiaba que, a pesar del aumento del déficit, la ratio deuda/PIB disminuya. La gravedad de la recesión y las medidas adoptadas para combatirla provocarán, sin embargo, un muy severo incremento del déficit y la deuda públicos en la UEM.

Un importante cambio en este periodo desde el punto de vista de las finanzas públicas fue la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (2005), después del incumplimiento de los países más importantes de la Eurozona y del conflicto abierto entre el ECOFIN y la Comisión Europea, que quedó resuelto a favor de la Comisión por sentencia del Tribunal Europeo de Justicia. El BCE mantuvo su total oposición a relajar las reglas del Pacto en cuanto a las consecuencias de la pérdida de credibilidad de la política económica y a la necesidad en tal caso de endurecer la política monetaria.

Gráfico 6. Deuda pública y déficit



Fuente: BCE

En síntesis, la revisión del Pacto supuso el mantenimiento de los límites originales pero añadiendo una mayor flexibilidad por el alargamiento hasta tres años de reconducción del exceso de déficit con la existencia de algunos

atenuantes como la aplicación de determinadas medidas estructurales o gastos en I+D; reforzando el uso preventivo del presupuesto de forma anticíclica; y siendo los puntos de partida determinantes a la hora de fijar los objetivos de estabilidad para cada país.

En particular, son los siguientes:

- Los límites del 3% del déficit y 60% deuda/PIB se mantienen.
- Reforzamiento del carácter preventivo, obligando a los países a que en los momentos de expansión reduzcan la deuda.
- Los objetivos presupuestarios de los países a medio plazo estarán en función de su situación de partida en cuanto al stock de deuda y déficit.
- En el caso de rebasar el límite del 3%, se establece una doble flexibilidad: en primer lugar, corregir la desviación el segundo o tercer año del incumplimiento; y en segundo lugar, se establecen una serie de atenuantes, como la aplicación de políticas estructurales, gastos I+D, crecimientos del PIB continuos por debajo del potencial o negativo, reformas estructurales, política de solidaridad, gastos de defensa, reunificación, etc.. Todos estos atenuantes pueden suponer un 0.5% de déficit adicional.

En este periodo, ha habido una práctica generalizada a todos los niveles administrativos de utilizar las diversas fórmulas de financiación extrapresupuestarias para financiar

inversiones y que fueran compatibles con la neutralidad en el déficit en términos de contabilidad nacional SEC-95. Esta tendencia expansiva en la utilización de estas vías de financiación de infraestructuras obligó a Eurostat a mantener una gran vigilancia sobre estas prácticas, y conllevó determinadas resoluciones sobre algunos tipos de operaciones extrapresupuestarias que aclararan de forma más efectiva la diferencia entre las operaciones que computan como déficit y las que no tienen impacto alguno.

Por ejemplo, se obligó a Francia y Bélgica a considerar como déficit público las inyecciones de capital o asunción de deuda de las compañías públicas de ferrocarriles; a Alemania a incluir como mayor déficit en 2006 una titulización sobre pensiones de los empleados del servicio postal; o a Italia al cómputo como deuda pública de la deuda de la sociedad que gestiona la red ferroviaria de alta velocidad.

También el uso excesivamente intensivo por parte de Portugal de estas fórmulas extrapresupuestarias generaron problemas de sostenibilidad en las finanzas públicas del país. En particular, la fuerte aumento de los gastos futuros presupuestarios derivados de la puesta en marcha del plan de autovías de peaje en sombra, obligó a intentar modificar el sistema de peaje en sombra a peaje real por parte de los usuarios.

Durante este periodo se descubrió que Grecia manipuló la contabilidad nacional para dar cifras de déficit que facilitara su entrada en la UEM, con una inadecuada contabilización de los gastos militares, de los gastos financieros, fondos europeos y de ampliaciones de capital; falseamiento

en las cuentas de la Seguridad Social, y la no contabilización del gasto de los hospitales públicos.

Desde el punto de vista de la gestión de la deuda de los Gobiernos, esta función fue externalizada por la mayor parte de los gobiernos mediante la constitución de agencias públicas especializadas, con el fin de desarrollar estas funciones con la máxima eficiencia. Además, se generalizó la emisión de los bonos indicados a la inflación europea a plazos diversos, y el lanzamiento por parte de Francia de bonos a 50 años, y los bonos indicados a un tipo de interés a 10 años.

Finalmente, con la actual crisis financiera y económica, los gobiernos de forma más o menos coordinada han impulsado una serie de medidas de tipo presupuestarias que conlleven mantener la estabilidad del sistema financiero, adicionales a las emprendidas por el BCE. Además de las inyecciones en el capital de los bancos afectados y la compra de activos bancarios a vencimiento o con opción de compra, la extensión de las garantías públicas para las emisiones de títulos de renta fija bancaria y, en su caso, en las operaciones interbancarias.

Los precios se han mantenido controlados salvo en 2008

Durante el periodo 2004-2007, el IPC se ha situado en promedio en el 2.1% con una inflación subyacente del 1.7%. La inflación es un fenómeno global que está impulsado al alza por el crecimiento del PIB y de los precios de las materias primas, y a la baja por la apertura del comercio internacional.

El fenómeno inflacionario no hay que atribuírselo de ninguna manera a las subidas salariales. La moderación salarial y los aumentos de la

productividad han permitido que los costes unitarios laborales hayan crecido muy por debajo del 2% (1.3%). En este sentido, las presiones en los precios han estado vinculadas a la variación de los precios de la energía y materias primas, y a la falta de concurrencia en algunos sectores, como determinados servicios, y a la política empresarial de aplicación de precios. De hecho, la inflación es más persistente en el sector servicios.

Los servicios han estado sistemáticamente por encima del 2% y con rigideces a la baja, excepto telecomunicaciones, que permanentemente ha contribuido a aminorar el crecimiento de los precios. El componente de transporte ha estado influido al precio de la energía.

En cuanto a los precios de los bienes, los bienes industriales no energéticos no alimenticios han crecido en promedio un 0.7%, muy por debajo de la inflación, ya que son bienes sujetos a una fuerte competencia. En cuanto a los precios de los alimentos procesados, se han visto influidos por la variación de las materias primas alimenticias, sobre todo en parte de 2007 y 2008.

La fuerte subida del precio de las materias primas durante 2007, que ha impulsado al alza los precios de los alimentos a niveles del 7%, se ha justificado por la fuerte extensión de la producción de biocombustibles, de las malas cosechas por la sequía en algunas zonas del planeta, y de los cambios en las pautas alimenticias de la población china e hindú-mejora del nivel de renta- hacia un consumo mayor de carne, lo que ha podido implicar un aumento sensible de la demanda de cereales para piensos. La posibilidad de relacionar este fenómeno a la especulación de los inversores

financieros que huían de los bonos de titulización y de la deuda pública no era muy tenida en cuenta a la hora de analizar este fenómeno.

Curiosamente, los fuertes descalabros en los últimos tiempos y que ha afectado a los inversores, ha supuesto una caída brusca del precio de las materias primas alimenticias. ¿Hay que relacionar este movimiento a las ventas de fondos de materias primas y otros especuladores de tipo financiero?

Tipos de interés excesivamente laxos y el desarrollo de una crisis financiera fruto de la codicia y de consecuencias incalculables

La política monetaria seguida por parte del BCE ha sido excesivamente laxa en el periodo. Los tipos de intervención del BCE se mantuvieron en el 2% durante mucho tiempo. A pesar de ello, algunos gobiernos presionaron al BCE para que redujera todavía más los tipos, e incluso algunos miembros del gobierno italiano en la época de Berlusconi pidieron públicamente la salida de Italia del euro y el retorno de la "vecchia lira". Hasta diciembre de 2005 no se inicia el periodo de subidas de forma gradual, hasta julio de 2008 en que se registró la última, alcanzando el 4.25%. Desde esta fecha y debido a la intensidad de la crisis financiera y su influencia en la economía real, el deterioro de las expectativas, y la eliminación de las presiones inflacionistas derivadas de la brusca caída del precio del petróleo hasta los 40 dólares/barril desde niveles superiores a 150 dólares, se ha iniciado un periodo de bajadas de tipos continuada hasta la última del pasado día 4 de diciembre con la fijación del tipo en el 2.5%, con la reducción de tipos más elevada de la historia del BCE (75bp).

Si se mide la laxitud en términos de tipos reales del monetario a tres meses, el tipo de interés real medio a corto plazo ha sido el 0.83%.

La liquidez en la economía ha sido muy elevada. La M3 ha evolucionado muy por encima del 4.5%, nivel considerado como compatible con la estabilidad de precios. Incluso durante 2007 la M3 creció un 11%, aunque, parte del crecimiento es debido a la sustitución de activos financieros por parte de los inversores hacia activos monetarios.

También el crecimiento del crédito a las empresas no financieras fue excesivamente elevado en el periodo, con una tasa inicial del 3.5% en 2003 que se fue acelerando hasta situarse en el 14% durante 2007. Los tipos de interés reales tan reducidos y los diferenciales de crédito tan bajos, desde el punto de vista histórico, debido a la laxitud de las entidades financieras en la concesión de créditos y la falta de aversión al riesgo por parte de los inversores ante este entorno de extrema liquidez, justifica tal comportamiento del crédito empresarial. Las operaciones de titulación de activos crecieron en el periodo 1999-2003 un 70%.

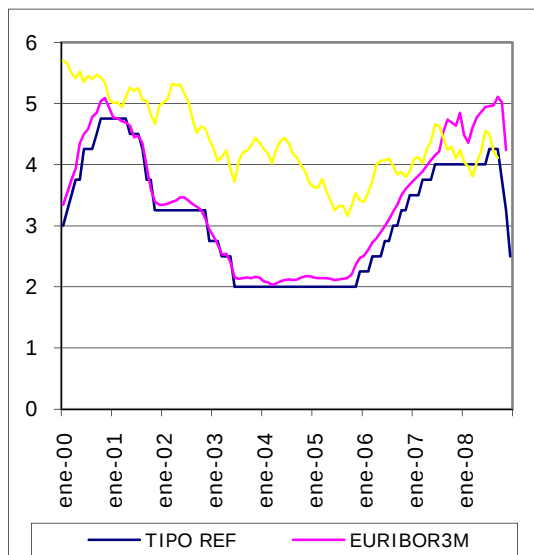
Esta situación ha propiciado que proyectos empresariales de escasa productividad se llevaran a cabo, un aumento desmesurado de los precios de los activos reales con la aparición de burbujas, un excesivo peso en algunos países del sector de la construcción en detrimento de la inversión en el sector industrial, y una necesidad por parte de los inversores de asumir mucho mayores riesgos en las políticas de inversión, por la fuerte caída de rentabilidades y por las obligaciones futuras a que éstos se habían comprometido anteriormente. Este

cóctel, junto a los conflictos de interés no bien gestionados-agencias de rating, por ejemplo-, las políticas retributivas orientadas muy a corto plazo en la consecución de los objetivos, relajaciones en los controles internos de las empresas y la codicia humana, tenían que dar el resultado actual tarde o temprano.

En cuanto a los tipos de interés a largo plazo, se han movido más bien por los tipos de interés de la deuda EEUU que por la propia política del BCE. La pendiente de la curva ha sido muy inferior a la que le correspondería en función de otros periodos anteriores. Parte de la explicación es por la mayor credibilidad de la actuación del Banco Central; y otra tanto por el efecto de las nuevas normas internacionales de contabilidad aplicables a en los inversores a largo plazo, como los fondos de pensiones, que les obliga a una inversión en renta fija a muy largo plazo; también ha sido relevante la inversión de deuda pública a largo plazo de EEUU por parte de los bancos centrales asiáticos con el fin de evitar la apreciación de la moneda local frente al dólar EEUU.

Con el estallido de la crisis de las hipotecas sub-prime en EEUU, la historia cambió totalmente. Un problema de carácter estrictamente local y con un peso muy reducido en relación al volumen de hipotecas, ha generado una crisis financiera con un fuerte impacto en la economía real, similar a la vivida en los años 30 conocida como la Gran Depresión.

Gráfico 7. Tipo intervención del BCE, tipo interbancario 3 meses y el bund a 10 años



Fuente: BCE y Reuters

La globalización de los mercados financieros hizo que con facilidad un problema de índole doméstico se expandiera en todo el mundo. Además de los problemas de morosidad de las entidades financieras e inversores americanos, que las habían asumido directa o indirectamente, e incluso de forma apalancada, las entidades financieras e inversores fuera de EEUU, y en particular, europeas y asiáticas también sufrieron su impacto. En el caso europeo, gracias a la facilidad que tuvieron estas entidades para crear "conduits" o vehículos especiales de inversión para la compra de estos activos, con la finalidad de tener unos beneficios aparentemente fáciles de conseguir.

Las primeras consecuencias del estallido fueron las fuertes necesidades de liquidez de las entidades financieras para absorber en sus balances estos vehículos, lo que obligó a la intervención de los bancos centrales de manera coordinada para inyectar liquidez suplementaria; la distorsión en

el mercado interbancario por la desconfianza entre las entidades bancarias; y el flight-to-quality a favor de la deuda pública. Y en un segundo lugar, el reconocimiento progresivo de las pérdidas en balance de los bancos afectados, que ha ido obligando a éstos a deshacerse de activos y ampliar capital, en algunos casos procedentes de fondos soberanos.

Los problemas del sistema financiero se fueron agravando de forma acelerada en este periodo de tiempo. En el último cuatrimestre de 2008, los problemas del sistema financiero de EEUU también se trasladaron a Europa. Los problemas de liquidez de algunas entidades europeas obligaron a gobiernos a intervenir e inyectar capital en los bancos, como los casos de Fortis Bank, Hypo Real Estate, o Dexia.

Los gobiernos europeos, para tranquilizar a los depositantes, aumentaron las garantías públicas de los depósitos bancarios, en algunos casos con una cobertura del 100%.

Ante la gravedad de la situación y con el fin de preservar la estabilidad del sistema financiero, de manera coordinada los gobiernos europeos tomaron la decisión de intervenir en las entidades financieras, bien garantizando sus emisiones, mediante el pago de una comisión en función del CDS, la compra de activos bancarios de calidad, aportando capital, o incluso garantizando de forma parcial las operaciones interbancarias.

Así mismo, tanto las autoridades de EEUU como de la Unión Europea están tratando, de cara al futuro, de poner en práctica un nuevo contenido de carácter regulatorio y de supervisión financiera que pueda prevenir futuras crisis financieras. En esta agenda se

encuentra también, porque es de gran preocupación en la Unión, el papel de las agencias de rating, ya que han sido muy responsables de la crisis que se ha vivido en estos tiempos. Muchas de las grandes entidades financieras que han sido rescatadas tenían un rating de solvencia muy elevado, “AA”, el día anterior de la quiebra/intervención por parte de las autoridades.

Nicolás Jannone

Valencia 9 de diciembre 2008

3.-ESPAÑA

El final de un extraordinario ciclo expansivo

En este monográfico pretendemos llevar a cabo un breve análisis de la evolución reciente de la economía española, tal y cómo ha venido realizando desde el OCEI en los últimos cinco años. En particular, vamos a revisar las principales características del extraordinario ciclo expansivo que acaba de finalizar. Para ello, adoptaremos una perspectiva de largo plazo que recoge plenamente la extensión del ciclo económico cuyo final ha sido precipitado, y agudizado, por la crisis financiera internacional.

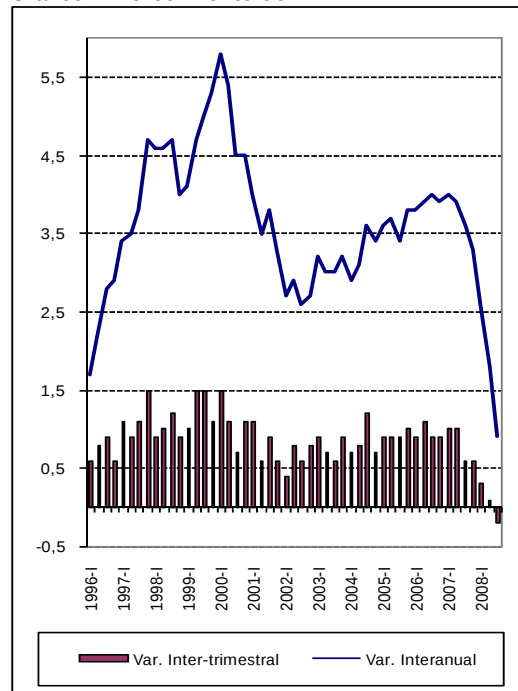
Sin lugar a dudas, la crisis financiera probablemente ha exacerbado la velocidad, intensidad y magnitud de la actual crisis económica. No obstante, algunas características específicas de la economía española, ampliamente tratadas desde el OCEI en los últimos años, han provocado que el frenazo económico se haya desatado con especial virulencia, y con una rápida traslación al mercado de trabajo. Entre los factores específicos de la economía española destacan: el desorbitado crecimiento inmobiliario de los últimos años, el elevado endeudamiento de los hogares, así como el endeudamiento neto de la economía frente al exterior (empresas no financieras y hogares), y un factor estructural de nuestra economía como es la débil posición competitiva, la cual se ha deteriorado en los últimos años de extraordinario aumento del gasto, como consecuencia de los reducidísimos avances en productividad. La persistencia de rigideces en los mercados de factores y productos contribuye a que en fases de desaceleración económica el ajuste se concentre en cantidades (con fuerte

resistencia a la baja de los precios), provocando fuertes incrementos en el número de parados.

Fuerte crecimiento del PIB

En los últimos 14 años la economía española ha experimentado una continuada fase de extraordinario crecimiento económico. En particular, en el período ITRI:96-IIIITRI-08, el crecimiento interanual promedio se situó en torno al 3,6% (véase el gráfico 1), superando ampliamente al de los países más avanzados y contribuyendo a reducir la brecha existente en términos de PIB per cápita con los principales países desarrollados. Sin embargo, esta tendencia se ha visto truncada en el último año, tal y como se analiza en la sección de coyuntura.

Gráfico 1.- Crecimiento del PIB



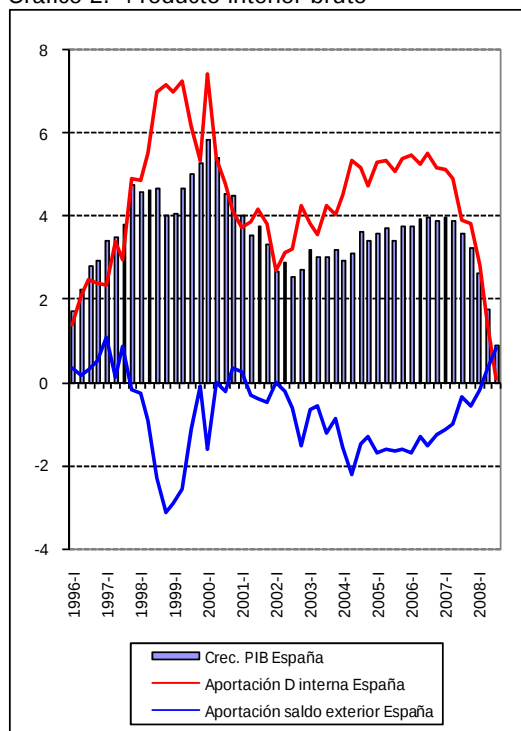
Fuente: Elaboración propia. Datos: INE y Banco de España. Volumen encadenado de referencia 2000. Datos corregidos de efectos estacionales y calendario.

En este monográfico vamos a analizar en detalle cuáles han sido los principales factores que explican el

largo ciclo expansivo que ha experimentado la economía española, así como las debilidades

El robusto crecimiento se ha sustentado en la fortaleza de la demanda interna, principalmente el gasto de los hogares en consumo privado e inversión residencial, impulsados por la favorable evolución de la renta disponible, la renta real y las expectativas de los agentes. Por el contrario, la aportación al crecimiento de la demanda externa ha sido generalmente negativa (véase el gráfico 2).

Gráfico 2.- Producto interior bruto



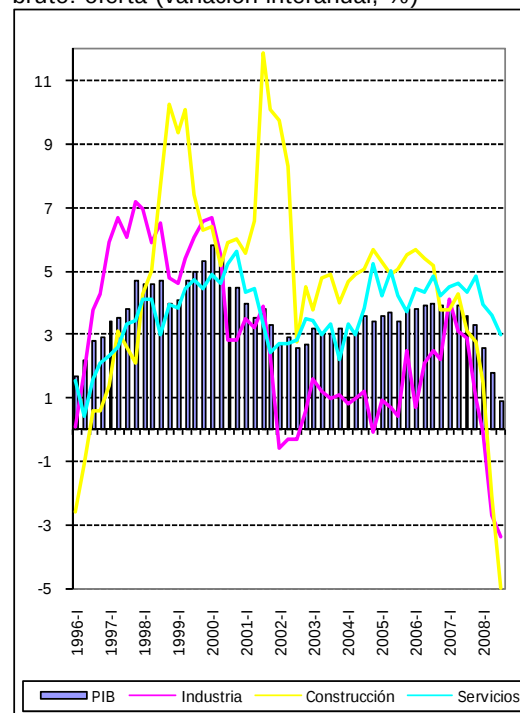
Fuente: Elaboración propia. Datos: INE y Banco de España. Volumen encadenado de referencia 2000. Datos corregidos de efectos estacionales y calendario. Crec. PIB: tasa variación interanual, %. Aportación saldo exterior y D interna: aportac. al crecimiento PIB, pp.

A continuación examinamos la evolución de los distintos sectores productivos, para después analizar la evolución del PIB por el lado de la demanda.

Producto interior bruto. Oferta

El gráfico 3 muestra la evolución (tasas de variación interanuales) de los principales sectores productivos (industria, construcción y servicios) en el período considerado.

Gráfico 3.- Crecimiento del Producto interior bruto: oferta (variación interanual, %)



Fuente: Elaboración propia. Datos: INE y Banco de España. Volumen encadenado de referencia 2000. Datos corregidos de efectos estacionales y calendario. it.- inter-trimestral; ia.- inter-anual

El perfil del crecimiento del VAB sectorial es similar para los principales sectores productivos, con un período inicial de fuerte crecimiento hasta 2001, una segunda fase de menor, aunque todavía notable, crecimiento que se extiende hasta 2007, y con un deterioro sustancial, especialmente de la construcción y la industria, en los últimos trimestres.

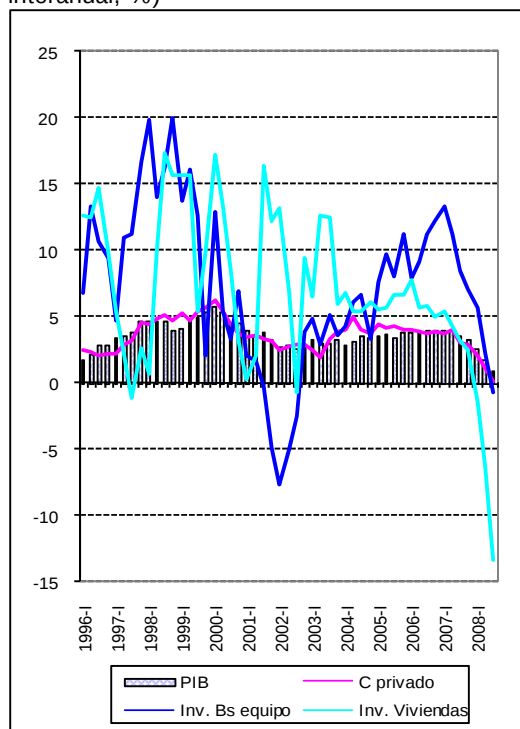
Las diferencias entre sectores se producen en cuanto al inicio de la fase de rápido crecimiento (primero en la industria), así como en el excepcional

crecimiento interanual promedio durante el período considerado, aproximadamente de 4,7%, 3,7 y 2,7% en construcción, servicios e industria, respectivamente.

Producto interior bruto. Demanda

El gráfico 4 muestra la evolución (tasas de variación interanuales) de los principales componentes de la demanda en el período considerado.

Gráfico 4.- Producto interior bruto y componentes del gasto (tasa de variación interanual, %)



Fuente: Elaboración propia. Datos: INE y Banco de España. Volumen encadenado de referencia 2000. Datos corregidos de efectos estacionales y calendario.

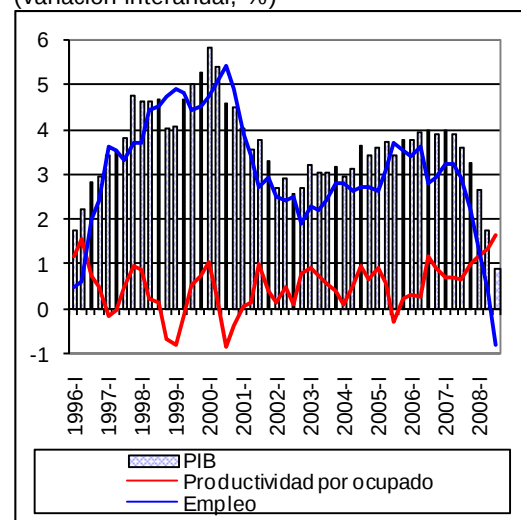
Resulta destacable la extraordinaria similitud entre la evolución intertemporal del crecimiento del PIB y del consumo privado, que es el principal componente de la demanda nacional, alcanzando tasas de crecimiento promedio prácticamente idénticas.

En segundo lugar, la inversión productiva alcanzó un extraordinario crecimiento promedio del 7,4%, con un formidable ritmo de avance hasta 2001, interrumpida por 5 trimestres consecutivos de crecimiento negativo que dieron lugar a una segunda fase de crecimiento excepcional que se extiende hasta principios de 2007. La tasa de crecimiento interanual de la inversión residencial ha tenido un comportamiento más errático, especialmente hasta finales de 2003. Desde IVTRI:03 el ritmo de avance se mantiene extraordinariamente estable en torno al 6% hasta ITRI:07, cuando se inicia la desaceleración del crecimiento que se torna en caída libre en los últimos trimestres.

Fuentes del crecimiento: empleo y productividad aparente del factor trabajo

El gráfico 5 muestra el crecimiento interanual del PIB, de la productividad aparente del factor trabajo y del empleo equivalente a tiempo completo.

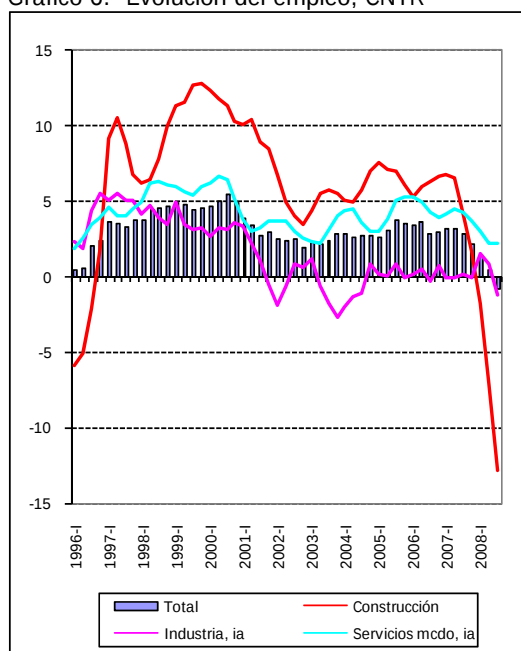
Gráfico 5.- PIB, productividad y empleo (variación interanual, %)



Fuente: Elaboración propia. Datos: Banco de España
Empleo: puestos equivalentes a tiempo completo

El excepcional crecimiento económico de los últimos años ha sido intensivo en creación de empleo, con escasos avances de la productividad por ocupado. La correspondencia entre la evolución del PIB y del empleo es extraordinaria.

Gráfico 6.- Evolución del empleo, CNTR



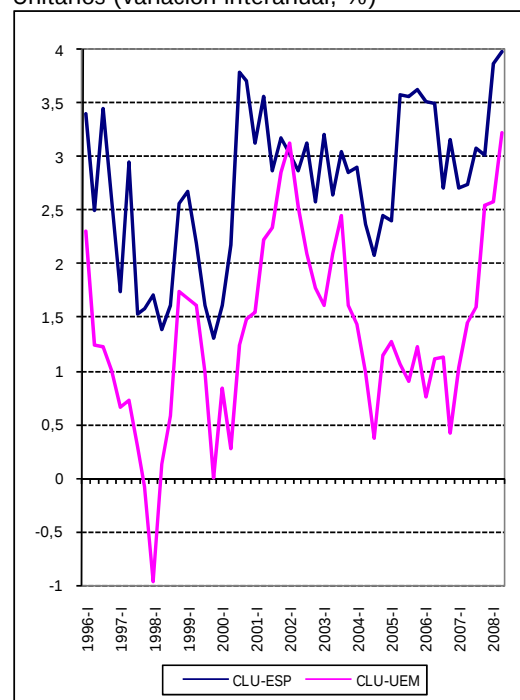
Fuente: Elaboración propia. Datos: Banco de España
Empleo: puestos equivalentes a tiempo completo
Datos corregidos de efectos estacionales y calendario.

Por sectores productivos, destaca el fuerte y sostenido crecimiento del empleo en la construcción, con un extraordinario crecimiento promedio, eliminando las colas de crecimiento negativo, del 7,4%. La construcción es un sector trabajo intensivo, con una gran capacidad de creación y destrucción de empleo directo, y también indirecto por su gran efecto arrastre sobre el resto de actividades. El empleo industrial creció notablemente en la fase de fuerte crecimiento de la industria (gráfico 6) que se extiende hasta 2001, mientras su evolución fue mucho más modesta en los últimos años. Por último, el

empleo en los servicios ha mostrado un destacado y sostenido ritmo de avance.

Por otro lado, el reducido avance de la productividad de la economía española, inferior al de las economías de nuestro entorno (principalmente la zona euro), junto al mayor avance de la remuneración por asalariado se ha traducido en un mayor crecimiento de los costes laborales unitarios durante el período analizado (véase el gráfico 7), con la consiguiente pérdida de competitividad de la economía. El crecimiento interanual promedio de los CLU en España en el período duplicó al correspondiente en el conjunto de la zona euro.

Gráfico 7: Evolución de los Costes Laborales Unitarios (variación interanual, %)



Fuente: Elaboración propia. Datos: INE y Banco de España

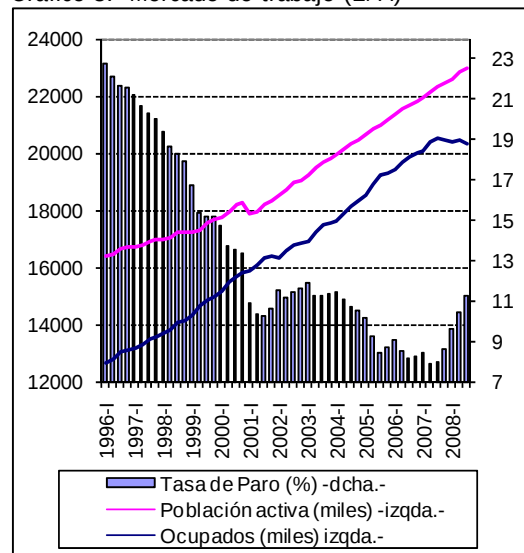
Además, los aumentos en costes se han traducido en aumentos de precios en aquellos sectores no expuestos a la competencia internacional (principalmente servicios), provocando mayores avances de los precios que se

filtran en su vez en los costes a través de la negociación colectiva y de las cláusulas de salvaguarda. Así, la competitividad-precio de la economía se deteriora al tiempo que se comprimen los márgenes empresariales en los sectores con mayor exposición a la competencia internacional (principalmente, manufacturas).

Mercado laboral (EPA)

El gráfico 8 muestra claramente el excepcional comportamiento del mercado de trabajo en los últimos años. A pesar del extraordinario crecimiento de la población activa, especialmente desde 2000, el crecimiento de la ocupación ha permitido que la tasa de paro se redujese desde niveles próximos al 23% de la población activa en el inicio del ciclo expansivo hasta el mínimo histórico de 7,95% en IITRI:07.

Gráfico 8.- Mercado de trabajo (EPA)



Fuente: Elaboración propia. Datos: INE

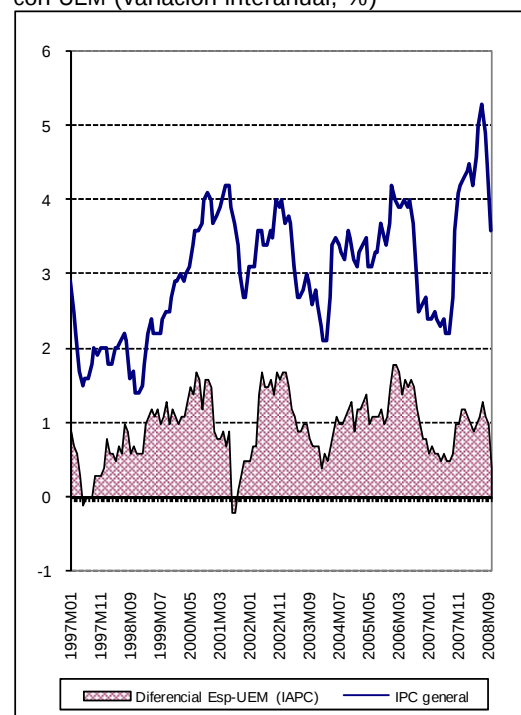
Globalmente, en el período considerado, el comportamiento del mercado de trabajo ha sido excepcional, con los ocupados superando los 20,5 millones en IITRI-07. Entre los aspectos menos

favorables se encuentra la elevada tasa de temporalidad, en torno al 30%, que no contribuye a mejorar el comportamiento de la productividad, así como la mayor tasa de paro entre jóvenes y mujeres.

Inflación

El gráfico 9 muestra la evolución (variación interanual) del IPC y del diferencial de inflación con la zona euro (UEM). Se aprecia una tendencia creciente en la tasa de inflación durante el largo ciclo expansivo de la economía española. No obstante, el gráfico 10 muestra cómo el componente la inflación subyacente (que excluye los componentes más volátiles –alimentos no elaborados y productos energéticos–) ha tendido a moderarse durante el período analizado.

Gráfico 9.- IPC general y diferencial de inflación con UEM (variación interanual, %)



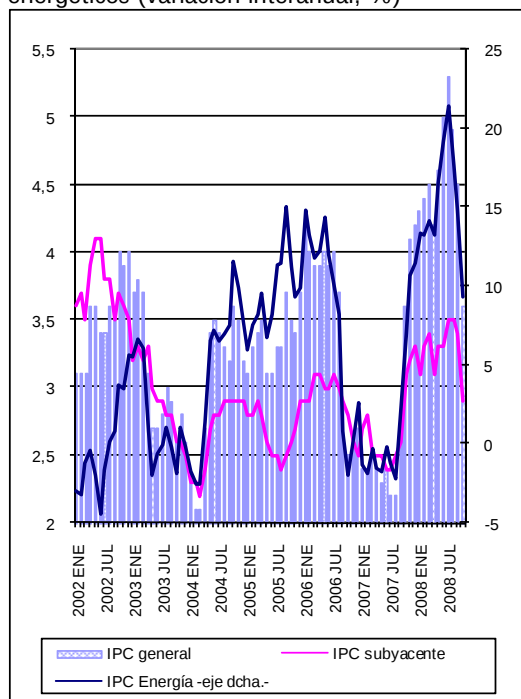
Fuente: Elaboración propia. Datos: INE y Banco de España.

El diferencial de inflación con la zona euro ha sido generalmente positivo

(excepto en 3 meses), y tiende a aumentar en las fases de mayores tensiones inflacionistas, lo que se encuentra relacionado con la presencia de rigideces en los mecanismos de fijación de precios en economía española, así como la ausencia de competencia en algunos sectores económicos (aislados de la competencia internacional).

El gráfico 10 muestra la creciente similitud entre los perfiles de la tasa de inflación global y el crecimiento del IPC de los bienes energéticos.

Gráfico 10.- IPC general, subyacente y de bienes energéticos (variación interanual, %)



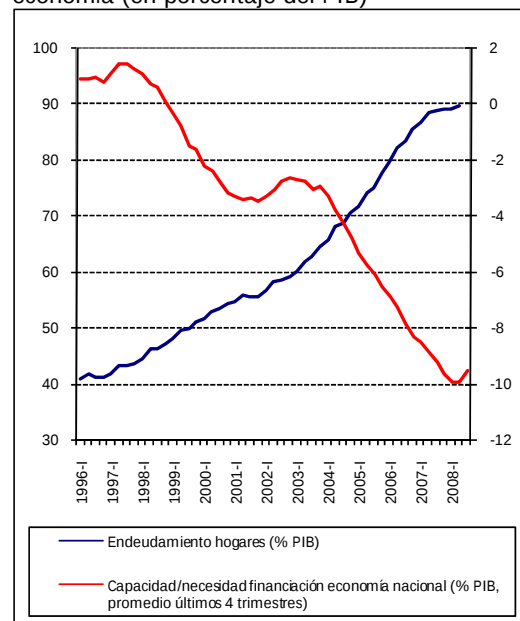
Fuente: Elaboración propia. Datos: INE y Banco de España

Endeudamiento de los hogares y desequilibrio exterior

El largo ciclo expansivo de crecimiento, sustentado en el extraordinario crecimiento del consumo privado y la inversión residencial (alimentados ambos, entre otros factores, por la favorable evolución de la renta

disponible y riqueza de los hogares, por los decrecientes tipos de interés) exacerbó algunos desequilibrios, que aumentaron la vulnerabilidad de la economía ante el frenazo inmobiliario y la crisis financiera internacional.

Gráfico 11.- Endeudamiento de los hogares y capacidad/necesidad de financiación neta de la economía (en porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia. Datos: INE y Banco de España.

Por un lado, el endeudamiento de los hogares aumentó radicalmente desde el 41% hasta el 90% del PIB, reduciéndose significativamente la tasa de ahorro de los mismos. Además, la mayor parte del endeudamiento se contrajo a tipos de interés variable.

Por otro lado, el creciente gasto interno llevó a que el ahorro nacional (la tasa de ahorro se encuentra en niveles similares a los de nuestro entorno más cercano) fuese insuficiente para financiar la inversión nacional, que llegó a superar el 30% del PIB (tasas de inversión similares a la de países en desarrollo), impulsadas por la inversión residencial y en bienes de equipo. De este modo, las necesidades de

financiación (exterior) neta de la economía han superado los 100000 millones de euros (aproximadamente el 10% del PIB). El elevado endeudamiento exterior no planteaba serios problemas, ni requería un ajuste al pertenecer a un Unión Económica y Monetaria con un sector exterior bastante equilibrado. De este modo, la perentoria necesidad de mejorar la competitividad quedaba en cierto modo “enmascarado”.

Sin embargo, el frenazo inmobiliario y la crisis financiera internacional y su fuerte restricción al crédito han puesto de manifiesto la vulnerabilidad de la economía española. Por un lado, la carga financiera de los hogares ha aumentado al tiempo que el crecimiento del desempleo y la caída en la tasa de revalorización de los activos mobiliarios e inmobiliarios erosionaba la posición financiera de los hogares. Por otro lado, el impacto de la crisis de liquidez y la restricción crediticia se ha magnificado dada la perentoria necesidad de financiación exterior de la economía. El exceso de gasto sobre el ahorro llegó hasta el 10% del PIB, y además el recurso a la devaluación (tradicionalmente utilizada para recuperar competitividad) no es posible al formar parte de la zona euro, y además la competitividad se ha deteriorado en los últimos años, lastrada por los reducidos avances de la productividad. El ajuste, por tanto, es ineludible y ha comenzado a realizarse tal y cómo muestra el desplome de la inversión residencial, y también la inversión productiva, mientras el ahorro nacional se mantiene estable puesto que el menor ahorro del sector público parece compensarse por el crecimiento del ahorro de los hogares que tratan de

reequilibrar su maltrecha posición financiera.

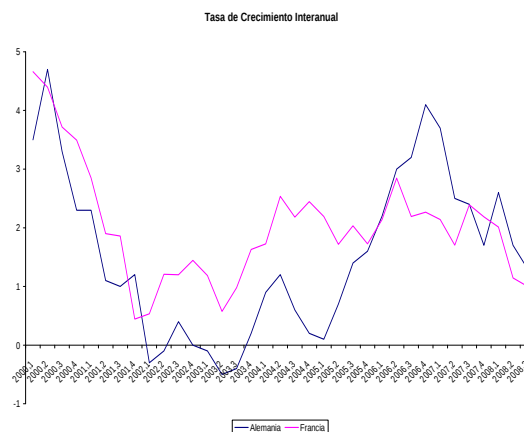
En la actual coyuntura de utilización generalizada (y en ocasiones coordinadas) de políticas de demanda netamente expansivas, cabe resaltar la necesidad de dedicar un importante esfuerzo en políticas económicas que impulsen decididamente la productividad, puesto que resulta fundamental para recuperar la competitividad de la economía y además contribuirá indiscutiblemente a sentar las bases de un nuevo patrón de crecimiento.

Silviano Esteve

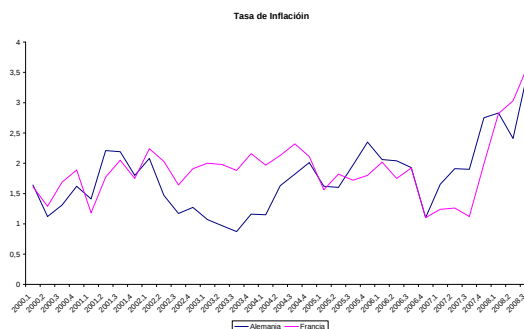
Valencia, 8 de diciembre de 2008

4.-FRANCIA Y ALEMANIA

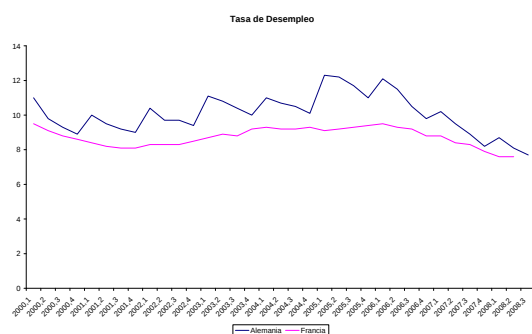
Lo más relevante de la evolución alemana que podemos destacar en estos cinco años de singladura del OCEI ha sido la superación definitiva de los problemas de la reunificación de las dos Alemanias, que habían sumido a la economía germana en una crisis prolongada que se ha extendido, finalmente, durante los años 90 y buena parte de los años 00. Como es bien sabido, los términos de la reunificación alemana adoptados por claras motivaciones políticas, pero carentes de racionalidad económica, han sumido a Alemania en una crisis importante que se ha extendido en el tiempo y de la cual el OCEI ha sido testigo de sus últimos coletazos. Algunos han cifrado el coste de la reunificación en más de 1.5 billones €, costes que hay que medir en términos de reducción del crecimiento y, por tanto, de incremento de la tasa de desempleo, especialmente en la antigua Alemania Oriental. Pues bien, nos atrevemos a decir que estos últimos años, en los que desde el OCEI hemos seguido la evolución de la economía germana, ha concluido la crisis que abrió el proceso de reunificación. Esta conclusión no significa que hayan desaparecido los problemas, pero consideramos que se encuentra en una clara vía de solución (que seguro que contribuirá a retrasar la presente crisis global).



Un episodio especialmente interesante de la evolución alemana de estos años, ligado a la crisis relacionada con la reunificación ha sido la evolución de los precios, que dio lugar a un debate serio centrado en la posibilidad de que la economía alemana experimentase una deflación y, por tanto, al riesgo de entrar en una depresión. Este peligro no llegó a plasmarse en ningún momento, si bien la economía alemana experimentó tasas interanuales de inflación especialmente reducidas. En cualquier caso, ya nadie recuerda este episodio, incluso en el momento actual en el que se habla de que la economía incurra en una depresión global, lo que es la mejor prueba de que los problemas particulares de deflación han desaparecido de la economía alemana, lo que no significa que, al igual que otros países, Alemania pueda evitar aisladamente el riesgo de una depresión global.



Una característica particularmente interesante de la evolución alemana es el carácter altamente estacional de la evolución de su tasa de desempleo, en virtud del cual la tasa de desempleo se reduce en verano y aumenta en invierno, cuando las condiciones climáticas empeoran. Este comportamiento estacional tan acusado no se aprecia en otros países y, desde luego, no se evidencia en Francia.



Por lo que respecta a la economía francesa, varias son las características relevantes de su evolución que hemos observado y comprobado en estos años y que podemos citar aquí. En primer lugar, hemos comprobado la mayor rigidez de la economía francesa comparada con la economía alemana. Esta rigidez se produce especialmente en el mercado de trabajo. Un ejemplo de esta mayor rigidez es el salario mínimo, que en Francia es tremendamente elevado, por encima de los 1500 euros mensuales, cuando en Alemania no existe como tal y solo se aplica en sectores concretos. Rasgos como estos están detrás de que la mayoría de los analistas aconsejen una profundización en los procesos de liberalización de la economía francesa, especialmente centrados en su mercado laboral, a lo que las autoridades francesas han respondido estos años con desplantes, como ha

sido la implantación de la jornada laboral de 35 horas semanales, ahora si no derogada, sí soslayada por la nueva legislación entrada en vigor con posterioridad.

No obstante, la economía francesa sobrevive inusitadamente bien a estas críticas, en el sentido de que su tasa de desempleo presenta un rango de valores aceptables, no muy superior a los de la tasa de desempleo alemana, en la que el funcionamiento del mercado laboral suele concitar más adhesiones que el de la economía francesa.

Como ya citamos en otro lugar del presente informe, un rasgo que hemos podido constatar en el OCEI a lo largo de estos años, es la mayor estabilidad de la economía francesa, comparada con la alemana. Esta mayor estabilidad se traduce en una variación menor de su tasa de crecimiento que, por ejemplo, la economía alemana, lo que significa que aumenta menos en las expansiones, pero también se reduce menos en las crisis. Como ejemplo, habiendo experimentado tasas negativas en el segundo trimestre del año, como la economía alemana, está ha incurrido en recesión en el tercer trimestre y la economía francesa no. Casi con toda seguridad, la mayor estabilidad se debe a que estamos ante una economía muy intervenida por el sector público, más estable, por tanto, o, en otros términos, menos dinámica.

Antonio Cutanda
Valencia, 3 de Diciembre de 2008

5.- CHINA: CINCO AÑOS DE LA ECONOMÍA DESDE LA PERSPECTIVA DEL OCEI

Durante el último lustro, China ha afianzado su transcendencia internacional y su modelo de desarrollo le ha permitido un crecimiento espectacular, en media superior al 10%. Impulsado fundamentalmente por el crecimiento a doble dígito de las exportaciones y la inversión en activos fijos, considerados los motores de la economía.

Entre los hechos más relevantes que han acontecido, se pueden citar los siguientes:

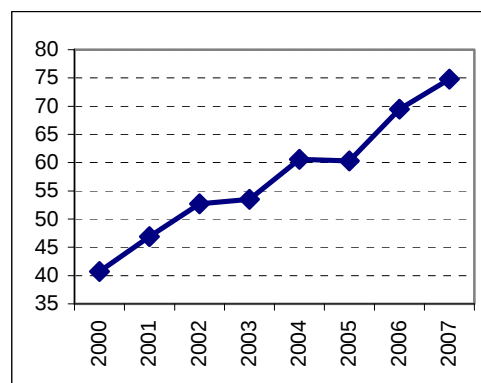
- En 2001, ingresa en la OMC
- En 2002, el partido comunista comienza a reconocer el papel del sector privado
- En 2003, se empieza a buscar el reconocimiento mundial de China como economía de mercado. Además, en este año se crea el Ministerio de Comercio, como resultado de la desaparición de la Comisión de Planificación, la Comisión Estatal de Economía y Comercio, y el Ministerio de Comercio y Relaciones Económicas.
- En 2004, se reforma la constitución con objeto de garantizar los derechos de propiedad privada.
- En 2005, se reforma la cotización del renminbi, el derecho de acciones, impuestos y tarifas rurales, garantías sociales, educación y atención médica, entre otras.
- En 2006, se convierte en la cuarta economía más grande del mundo, después de EEUU, Japón y

Alemania (actualmente, ya ha desplazado a Alemania).

- En 2007, se aprueban leyes tan relevantes como: la ley de propiedad, la ley antimonopolio, la ley sobre el impuesto de renta a empresas y la ley de contratos de trabajo.

Todo este proceso de desarrollo le ha permitido convertirse en un importante receptor de inversión directa extranjera (IDE) y en uno de los principales compradores de activos financieros de EEUU y Europa.

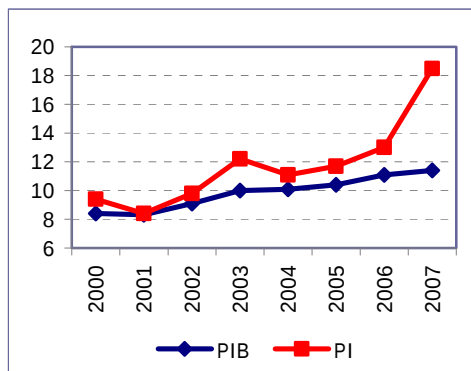
Gráfico nº1. IDE acumulada (billones \$)



Fuente: Ministerio de Comercio

Siguiendo el gráfico 1, los niveles de IDE correspondientes al 2007 casi han duplicado los del 2000. En la actualidad, China es el segundo receptor de inversión extranjera después de EEUU. Se considera uno de los factores fundamentales de su crecimiento económico y, particularmente, ha contribuido muy positivamente al desarrollo de la producción industrial, cuya tasa de crecimiento ha llegado a ser incluso superior a la del PIB (Gráfico 2).

Gráfico nº2. Tasa de crecimiento de la producción industrial y del PIB



Fuente: National Bureau of Statistics

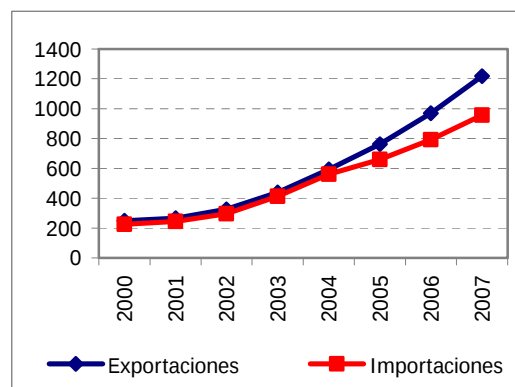
El desarrollo industrial se ha concentrado fundamentalmente en las zonas económicas especiales de la franja costera, donde las garantías legales y los incentivos fiscales han favorecido el avance de una industria cada vez más competitiva. Entre los productos que han experimentado un mayor desarrollo se encuentran los de alta tecnología y gran demanda en el mercado mundial como los semiconductores, automóviles y ordenadores personales. Aunque también los textiles, el calzado, el mueble y el juguete absorben una importante cuota de comercio en el mercado internacional, debido a una alta ventaja comparativa frente a otros productos.

Concretamente, la industria más desarrollada debido a la IDE ha sido la destinada a la exportación. El resultado se ha materializado en el enorme volumen de comercio, tan sólo superado por EEUU.

En poco más de 5 años el valor de las exportaciones se ha multiplicado por seis y el de las importaciones por más de cuatro (gráfico 3), destacando el superávit comercial cada vez mayor.

Esta enorme afluencia de capital explica que, en la actualidad, ocupe el primer puesto en cuanto a acumulación de reservas de divisas se refiere. Se estima que acabará el 2008 con unas reservas superiores a 2 billones de dólares, permitiéndole controlar la cotización del yuan y mantenerla en el nivel idóneo que le permita no perder la competitividad de su producción.

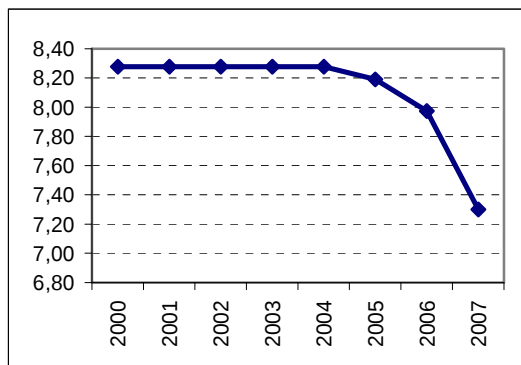
Gráfico nº3. Sector exterior (billones de dólares)



Fuente: National Bureau of Statistics

En julio del 2005 cambió el panorama en el mercado de divisas. Se produjo una elevación del valor del yuan en un 2%, vinculándose su cotización a una cesta de monedas extranjeras. Desde esa fecha la moneda ha seguido una trayectoria descendente (apreciándose, por tanto), hasta que en 2007 llegó a valores de 7,3 yuanes por dólar, y sigue en la actualidad bajando a niveles inferiores a 7 yuanes (Gráfico 4).

Gráfico nº 4 Evolución del Tipo de cambio anual (yuan/\$)



Fuente: FMI

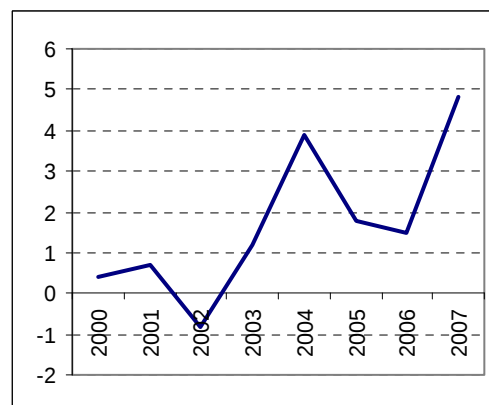
No obstante, los socios comerciales consideran que la moneda está cotizando por debajo de su valor real. Esta infravaloración ha provocado que las disputas comerciales con las principales potencias mundiales hayan sido una lacra constante de los últimos años. EEUU, la UE y Japón, entre otros, han acusado en diversas ocasiones a China de *antidumping* y de mantener el yuan "artificialmente" por debajo de su valor, convirtiéndose en un competidor difícil de superar. Sin embargo, el menor precio de los productos chinos ha sido aprovechado por sus principales socios comerciales, que han visto abaratas sus importaciones.

La evolución de los precios en el gigante asiático ha sido muy diferente en los últimos cinco años (gráfico 5). A principios del nuevo milenio el IPC presentaba tasas positivas aunque inferiores a la unidad, cayendo en deflación en el 2002. El exceso de capacidad fue la causa principal de este deterioro de precios. En los años sucesivos el crecimiento de precios ha sido notable e incluso preocupante en el año actual.

El gobierno ha luchado, y lo seguirá haciendo, por mantener a unos niveles razonables el IPC, de forma que los

productos chinos continúen siendo atractivos para las economías occidentales y para los propios consumidores del país.

Gráfico nº5. Evolución del IPC

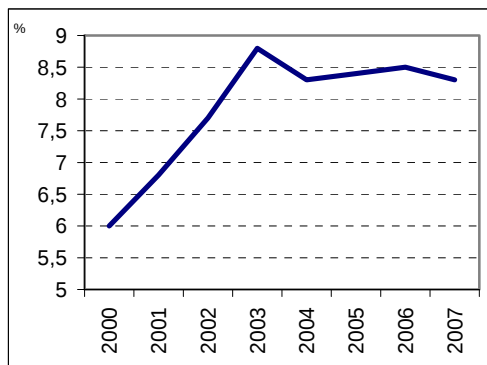


Fuente: Asian Development Bank

Por su parte, el mercado de trabajo está caracterizado por la precariedad, desregulación, falta de seguridad y altos niveles de gente sin empleo. La tasa de desempleo ha sido un problema creciente en los últimos cinco años de la economía china. Según las estadísticas (no demasiado fiables) el enorme crecimiento de parados desde el 2000 al 2003 alertó a las autoridades del país (gráfico 6).

Los requerimientos de mano de obra para cubrir los enormes crecimientos "a doble dígito" en el sector industrial hicieron que se suavizara la tendencia de la tasa de desempleados manteniéndose estable en los últimos cuatro años.

Gráfico nº6. Tasa de desempleo (en millones de personas)



Fuente: Asian Development Bank

La falta de trabajadores cualificados es un problema generalizado en toda China. Según datos publicados, los técnicos especialistas sólo representan el 3,5% del total de trabajadores, cuando en los países desarrollados alcanzan el 40%. Esta dificultad tiende a disminuir con el paso del tiempo por el interés de gran parte de la sociedad en tener una formación adecuada y de nivel, aunque les queda mucho camino por recorrer.

El crecimiento excesivo desemboca en un sobrecalentamiento de la economía

En el 2003 el riesgo de sobrecalentamiento era una realidad incuestionable, el crecimiento era superior al 9%, la inversión en activos fijos superó el 26%, las exportaciones un 35% y el crédito bancario se incrementó en un 21%. China definitivamente se había convertido en la "fabrica del mundo" y un aterrizaje severo podría tener consecuencias no sólo para el propio país sino también para el resto del mundo. Además se hallaban inmersos en una burbuja inversora financiada con deuda. Los hechos más relevantes fueron:

- Crecimiento de las ventas inmobiliarias en especial en las zonas costeras, provocando un aumento del precio de las materias primas a nivel mundial.
- La caída del dólar favoreció enormemente la competitividad de los productos chinos, atrayendo capital para financiar actividades de exportación.
- El aumento de los créditos permitió a los bancos reducir "engañosamente" la proporción de préstamos dudosos.

Esta situación precipitó al gobierno a adoptar medidas de enfriamiento para compensar los males acontecidos: empeoramiento de la balanza comercial, inflación, excesos de capacidad, etc. Las más eficaces fueron las siguientes:

- Aumentos continuados del coeficiente de caja.
- Medidas de control del crédito interno, centrándose en los sectores cuyos crecimientos estaban siendo excesivos.
- Emisión de deuda pública con objeto de utilizar los ingresos para reestructurar la economía y el desarrollo social.

En nuestra opinión, las autoridades no buscaban frenar el crecimiento sino modificar sus estándares para luchar contra las desigualdades existentes y generar empleo.

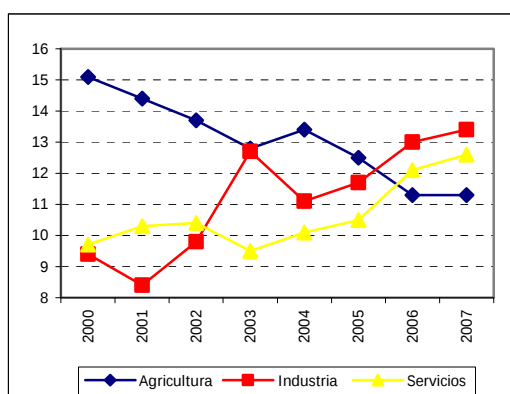
Las autoridades buscan modificar los patrones de crecimiento

Las autoridades han estado siempre muy preocupadas por conseguir un crecimiento económico y social más estable y equitativo. Las medidas de macrocontrol adoptadas en estos

últimos años se han ido sucediendo buscando siempre suavizar aquellos sectores sobrecalentados e intentando fomentar el desarrollo de las zonas del país más desfavorecidas.

Concretamente, las ayudas al sector agrícola han sido una realidad presente en los X y XI Plan es Quinquenales². Se ha eliminado el impuesto agrícola con objeto de favorecer la renta per cápita del campesinado, uno de los sectores económicos que, todavía en la actualidad, continúa siendo el más degradado.

Gráfico n°7: Crecimiento sectorial del valor añadido.



Fuente: Banco Asiático de Desarrollo

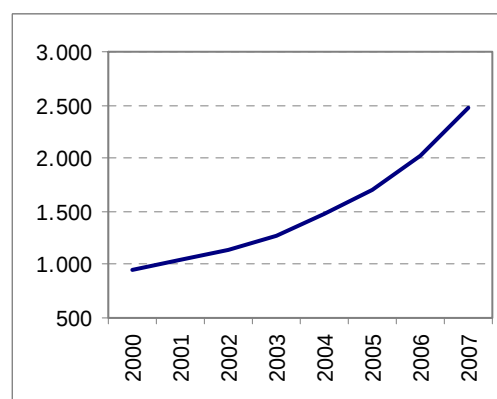
La agricultura china se viene caracterizado por su baja productividad y por problemas de calidad, que se han visto agravados por la competencia internacional, resultado del desarme arancelario tras la entrada en la OMC. Según el gráfico 7, el sector servicios y la industria han invadido el terreno al sector agrario, como sector dominante.

Las políticas adoptadas también han ido dirigidas a fomentar la demanda interna en detrimento del sector exterior y la inversión. En la actualidad, la industria

de otros países ha comenzado a apreciar el enorme potencial del mercado interior chino. El consumo de la creciente clase media se ha visto favorecido por el incremento de la renta per cápita (gráfico 8).

El resultado de dichas políticas ha sido favorable; en el 2007 el consumo privado logró desbancar al sector exterior y a la inversión en activos fijos como motor de crecimiento. En la actualidad, China representa el 30% del consumo mundial de carbón, algodón, arroz y acero, y cerca de un 20% del de cobre, soja, trigo, aluminio y platino.

Gráfico n°8. PIB per cápita (dólares corrientes)



Fuente: FMI

El gigante asiático es un país de fuertes contrastes entre pobres y ricos y desarrollo rural y urbano. Incluso dentro de la ciudad el grupo más pobre tiene una renta veinte veces inferior al grupo más rico. Los ricos son empresarios y gente del espectáculo mientras que los de renta muy baja son desempleados y campesinos. A lo largo de estos últimos cinco años, el desarrollo económico ha intentado que se reduzcan las desigualdades para generar un país con mayor bienestar social.

² El X plan Quinquenal corresponde al periodo 2000-2005 y el XI plan Quinquenal del 2006-2011.

El mundo occidental espera que China llegue a ser una gran potencia mundial. En la actualidad, su presencia ya comienza a ser notable en los mercados internacionales. En nuestra opinión, si consigue llevar una trayectoria de economía de mercado con mayores niveles de productividad y menor control estatal, tendremos que aceptar al gigante asiático como referente económico internacional.

M^a Luisa Martí Selva y Rosa Puertas
Medina

Valencia, 3 de diciembre de 2008

6.-MEXICO

Monográfico: Cinco años de OCEI

Referirse a los últimos cinco años significa hacer mención a la parte del ciclo económico entre dos periodos de recesión. De la que se empieza a salir en noviembre de 2001 y de la que recién inicia. Aunque no es reciente su inicio, si consideramos lo señalado por la NBER (National Bureau Economic Research) de que la economía norteamericana se encuentra en recesión desde diciembre de 2007.

Dada la relación tan estrecha del comercio exterior mexicano con la economía norteamericana, sobre todo con su sector industrial, resulta pertinente tratar de ubicar los canales o vías por medio de los cuales estamos recibiendo el mayor impacto.

La transmisión de los efectos del ciclo económico originado en la economía norteamericana se produce fundamentalmente a través de las transacciones de bienes y servicios, y de activos financieros.

El canal financiero, que cobra mayor importancia por el proceso de globalización o mundialización, se relaciona básicamente con los efectos de la tasa de interés, tomando en consideración que en este canal o vía, los efectos son prácticamente instantáneos, debido al uso de las nuevas tecnologías de la información y de la comunicación

El efecto en la economía real de una recesión en Estados Unidos, significa menos exportaciones de productos mexicanos, sobre todo industriales, hacia ese país, provocando mayor déficit comercial, y a nivel interno, menos producción, más desempleo;

menores flujos de remesas y de inversión extranjera directa.

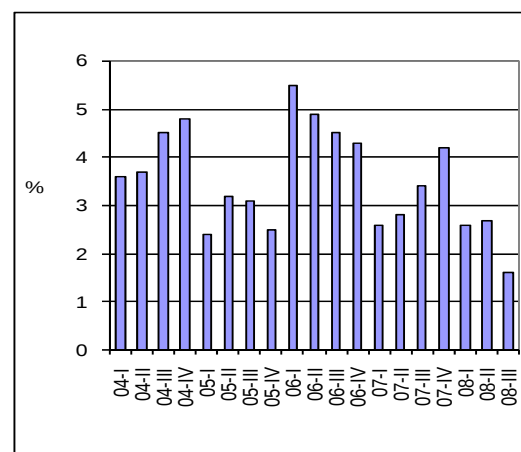
Con la recesión económica de Estados Unidos seguramente su demanda agregada sufrirá un descenso; por lo tanto, el consumo, la inversión, el gasto público, las exportaciones y las importaciones mostrarán un decremento considerable, y es precisamente en las importaciones de los productos de nuestro país, donde México se verá afectado, ya que alrededor del 85% del comercio exterior de México se realiza con Estados Unidos.

Dos pilares de la economía mexicana comienzan a verse afectados: petróleo y remesas.

Además hay que considerar el impacto por el lado de las exportaciones mexicanas, la menor inversión extranjera directa y turismo y falta de liquidez en empresas y familias.

Debido a la crisis financiera internacional, que ya empieza a contagiar a la economía real, el crecimiento económico de México ha venido presentando un descenso en su tasa, según se puede ver en la siguiente gráfica.

Tabla 1: PIB. 2004-2008



Fuente: elaborada con información del INEGI

También se puede observar el ciclo de la economía mexicana, encontrando para este periodo su punto más alto en el primer trimestre de 2006 y en la fase de caída, que inicia en el primer semestre de 2008, y que por la tendencia que presenta, será más pronunciada.

La meta oficial de crecimiento para 2008 es de 3.7%. Sin embargo, por la situación que atraviesa la economía norteamericana, el crecimiento de la mexicana se ha estado ajustando constantemente a la baja. Es muy probable un crecimiento de tan solo 1.5%.

La baja en el crecimiento traerá de inmediato una disminución sensible en la generación del empleo.

No hay ninguna duda de que la actual crisis en la economía norteamericana está impactando a la mexicana. La única interrogante es la duración y magnitud del efecto, por lo que es importante conocer hasta donde está preparada la economía mexicana para enfrentarla.

Sector externo

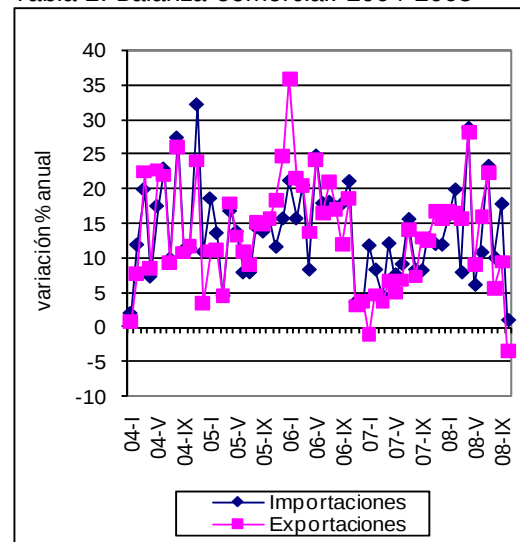
A partir de 1985 la economía mexicana inicia su apertura hacia el exterior, lo que le posibilita una diversificación de las exportaciones, principalmente de las manufactureras.

Dicho proceso, continuó y se profundizó con la firma y puesta en marcha en 1994 del Tratado del Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), con Estados Unidos y Canadá.

A partir de este momento el comercio internacional se dinamiza, ya que mientras que en 1994 las exportaciones mexicanas registraron un total de 61 mil millones de dólares, para 2007 se habían incrementado a 272 mil

millones, un crecimiento que significó 4.5 veces.

Tabla 2. Balanza Comercial. 2004-2008



Fuente: elaborada con información del INEGI

En el último lustro, la mayor parte de los meses registran tasas de crecimiento, tanto en importaciones, como en exportaciones, de dos dígitos. Sin embargo, a partir de octubre del presente año, muestra una sensible caída su tasa de crecimiento. Las ventas externas se desaceleran reflejo de la menor demanda de la economía norteamericana para productos mexicanos.

En la actualidad, más del 90% de las exportaciones se realiza con países con los que México tiene un tratado comercial. Pero hacia Estados Unidos alcanzan alrededor del 85% del total, estando muy ligadas al sector industrial norteamericano.

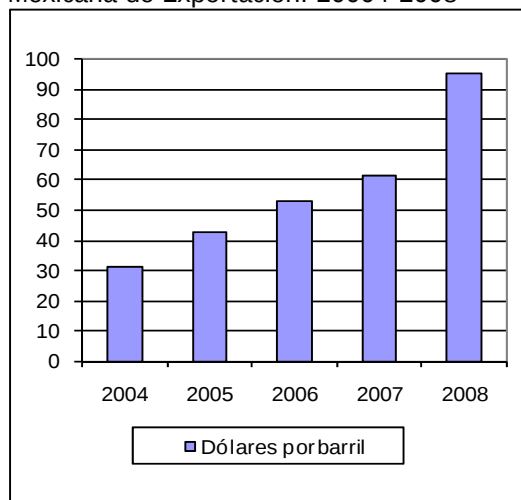
Cualquier impacto en el sector exportador se traduce en la importancia de su aportación al PIB, que es de una cifra cercana al 40%.

Petróleo

El precio del barril de la Mezcla Mexicana de Exportación, en los últimos

cinco años, ha ido en constante crecimiento, favoreciendo la entrada de divisas y con ello la estabilidad del tipo de cambio y el fortalecimiento de las finanzas públicas

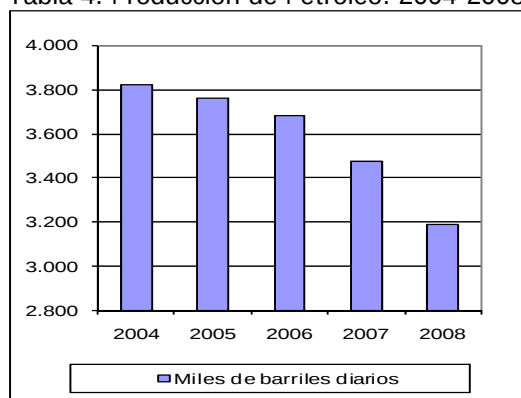
Tabla 3. Petróleo. Precio de la Mezcla Mexicana de Exportación. 20004-2008



2008 se refiere al promedio enero-octubre
Fuente: elaborada con información de PEMEX

A pesar de que la producción ha registrado una constante caída, según se puede apreciar en la siguiente gráfica, los ingresos no se han visto disminuidos por el alto precio que alcanzó el petróleo en los últimos años.

Tabla 4. Producción de Petróleo. 2004-2008



Fuente: elaborada con información de PEMEX

La reciente reforma energética puede favorecer el desarrollo del sector, ante

el agotamiento de los actuales yacimientos.

De regresar los altos precios internacionales del petróleo, podrán ayudar a la economía mexicana en una etapa de recesión; de lo contrario, pueden aparecer serios problemas de gasto público.

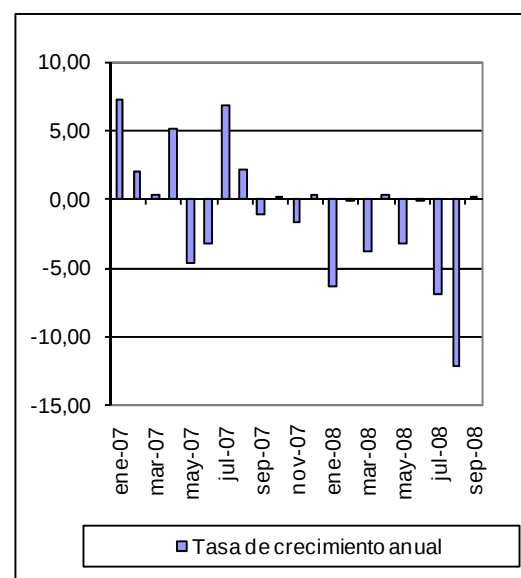
El petróleo, junto con las remesas, es los principales pilares de la economía mexicana.

Remesas

De acuerdo a información del Banco de México, en 2007 las remesas ascendieron a 23,979 millones de dólares, con lo que se incrementaron en 1% con relación al año anterior, y continuaron siendo la principal entrada de divisas, después de las del petróleo.

La tasa de crecimiento se desplomó con relación a otros años. Por ejemplo, en 2006, crecieron en 15.1%.

Tabla 5. Remesas. 2007-2008



Fuente: elaborada con información del Banco de México

Es en 2008 cuando ya se muestra el efecto de la crisis y una baja en sus

tasas de crecimiento, según se puede observar en la gráfica anterior.

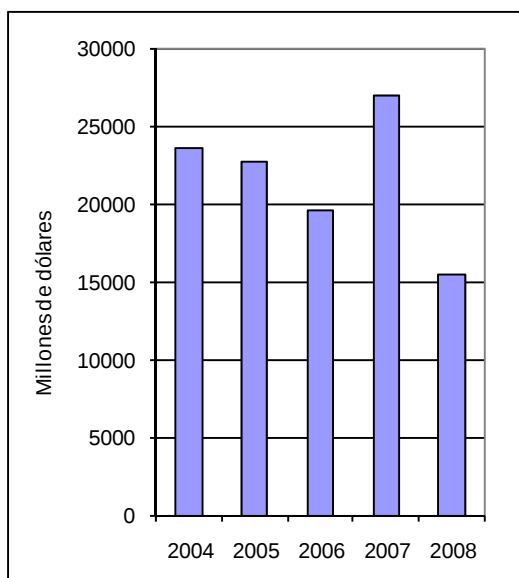
En los primeros nueve meses del presente año, han ingresado 17,526 millones por concepto de remesas, lo que significó una disminución anual de -3.7%.

La recesión en la economía norteamericana llevará a la disminución en la producción y por ende en el empleo, provocando un menor flujo de divisas para el país por esta vía.

Inversión extranjera directa

Este será uno de los principales renglones afectados con la recesión, al igual que petróleo, las exportaciones manufactureras y remesas.

Tabla 6. Inversión Extranjera Directa. 2004-2008



* enero-septiembre

Fuente: elaborada con información del banco de México

Información del Banco de México señala que en 2007 la inversión extranjera directa fue de 27,039 millones de dólares, la más alta de los últimos cinco años.

Durante los primeros nueve meses de 2008, se llevaban contabilizados 15,560 millones, por lo que consideramos que al cerrar el año, seguramente será la inversión más baja en el último lustro.

Privilegiar la política fiscal

Ante una caída o debilitamiento del sector externo de la economía, se hace necesario fortalecer el mercado interno.

Para enfrentar esta crisis el gobierno cuenta con dos motores que pueden llevar al fortalecimiento del mercado interno: el programa de vivienda y el programa carretero.

En México la política económica tiene más margen de acción por el lado de la fiscal, sin que por ello se considere que la monetaria no sea importante. En Estados Unidos, la situación es la contraria.

Por ello es pertinente que en el caso de México se diseñe una política fiscal que logre atenuar el impacto de la recesión a través de un mayor gasto público.

Un programa anticíclico debe incluir el fortalecer el crédito a la vivienda, construcción de vivienda, gasto en infraestructura, que por cierto se pretende sea el más elevado de las dos últimas décadas.

El mercado interno ha ido ganando importancia en los últimos años y ello también puede ser un factor importante para afrontar la posible crisis. El crédito ha tenido una tendencia al alza, aunque parece que se estancará.

Por ello, ante la previsible caída de las exportaciones, sobre todo las dirigidas al sector industrial de los Estados Unidos, se hace necesario el fortalecimiento del mercado interno

mexicano, con una agresiva política fiscal expansiva.

Por ello México debe aplicar medidas de política económica tanto ortodoxas como heterodoxas, haciendo un uso efectivo sobre todo de la política fiscal mediante el gasto productivo que estimule la demanda interna, vía la generación de empleo, para con ello contrarrestar el efecto de la recesión.

México cuenta con los instrumentos para implementar una política económica anticíclica dirigida a estimular el mercado interno ante el debilitamiento del externo.

Hector Ruiz Ramírez

Toluca, Mexico 30 Noviembre 2008