



ZUBIZARRETA
CONSULTING, S.L.

Vicente Goikoetxea, 6 – 5º dcha
Tel. 945 271 374 – Fax: 945 288 895
01008 Vitoria-Gasteiz

Gran Vía, 42, Pral. dcha
Tel. 944 232 927 – Fax: 944 239 638
48011 Bilbao

Igentea, 2 – 1º izda.
Tel. 943 420 577 – Fax: 943 431 419
20003 San Sebastián

zubigas@grupozubizarreta.com

zubibil@grupozubizarreta.com

zubidon@grupozubizarreta.com

www.grupozubizarreta.com

COYUNTURA ECONÓMICA

Primer Trimestre 2008

- Los últimos datos confirman las previsiones hechas en diciembre en el sentido de que la economía española está enfriándose rápidamente. Por decirlo con un juego de palabras fácil de entender, la desaceleración se está acelerando. Las incertidumbres no se disipan - endurecimiento del crédito, probable recesión norteamericana, precios del petróleo- y las nuevas previsiones son cada vez peores ante el hecho evidente de que los agentes sociales se están ajustando a un panorama mucho menos boyante: los empresarios dejando de invertir y los consumidores de gastar. Ante las dificultades que encuentran para obtener financiación exterior, los bancos están recortando fuertemente sus concesiones crediticias. Sólo con eso ya nos enfrentaríamos a una desaceleración que seguramente se va a prolongar en el tiempo. Estamos hablando de un crecimiento que apenas superará el 2% en 2008 y el 1% en 2009, y de una recuperación que difícilmente se producirá antes de finales de 2010.
- A diferencia de lo que ocurría en otros tiempos, la capacidad de reacción de la economía española frente a lo que se nos viene encima es escasa porque casi todos los problemas nos vienen del exterior. Es verdad que puede emplear el superávit fiscal para suavizar la caída de la demanda interna (para un político, la ilusión de su vida) pero el euro, que tanto ha ayudado estos años, no nos deja devaluar, lo que imposibilita una salida a la crisis por vía exterior, la más clásica de todas. Las Exportaciones industriales, que podían haber tomado el relevo de la Construcción, han dado señales de agotamiento, lo que es un síntoma claro de nuestra escasa competitividad. Ahora vamos a pagar el diferencial de precios y salarios que hemos mantenido todos estos años y el pobre, casi nulo, crecimiento de la productividad.
- Antes las crisis eran violentas pero breves. Esta parece que va a ser más suave pero más prolongada, lo que es casi peor que un desplome rápido. En cualquier caso, representa una ruptura de la continuidad. El país lo va a pasar mal y las empresas van a tener que replantear sus estrategias y afrontar tiempos difíciles.



1. La **economía norteamericana** muestra señales sobradas de enfrentarse a una situación muy complicada. Ya no se trata de saber si va a haber una crisis sino de si va a ser mucho más grave que las precedentes (1990 y 2001). Como dice Martin Feldstein “*la economía puede deslizarse hacia la recesión y la recesión puede ser larga, profunda y grave*”. Las reacciones de los agentes a los brutales descensos de los tipos de interés (en tres tacadas desde el 4,25% al 2,25%) no han sido nada esperanzadoras y reflejan la sospecha generalizada de que las cosas están mucho peor de lo que se pensaba. Los tipos de interés a medio y largo plazo han seguido subiendo.

La crisis bancaria y el desplome del sector inmobiliario (un 60% menos de viviendas en construcción, más de 400.000 empleos destruidos) han conformado un panorama de alto riesgo. Son los prolegómenos de una crisis en toda regla que puede tener importantes consecuencias para la economía mundial. Ello explica las desesperadas reacciones del Gobierno (un paquete de exenciones fiscales de 168.000 millones de dólares) y la Reserva Federal, para evitar que los peores temores se confirmen. Pero los mercados se muestran poco dispuestos a colaborar. Y con razón.

Estados Unidos va a pagar con una recesión o, en el mejor de los casos, con un prolongado período de estancamiento la borrachera especulativa de todos estos años generada por una política de dinero abundante y barato. A pesar de la caída de la Bolsa y del precio de los inmuebles, las acciones siguen sobrevaloradas en más de un 10% y las viviendas mucho más, alrededor de un 30%. Ello demuestra lo enormes que eran las burbujas en un caso y en otro.

La fiesta se ha terminado. Los bancos van a estar menos dispuestos a prestar dinero, las familias menos dispuestas a gastar, y las empresas poco inclinadas a invertir. A eso se le suele llamar crisis.

Estados Unidos llevaba años coqueteando con una de monumentales dimensiones desde que sufrió la gran caída de la Bolsa en 2000 y tuvo que hacer frente al shock del 11-S, cosa que hizo a la manera europea: aumentando en dosis masivas el gasto público y endeudándose con todo el mundo. Hasta ahora la estrategia había funcionado. A ello ha contribuido la indesmayable confianza que el mundo tiene en la economía norteamericana por variadas razones: refugio de capitales, presencia en el mayor mercado del mundo o incluso, como hacen los chinos y otros, compradores de dólares para no tener que revalorar



sus propias monedas. El día que el mundo se de cuenta que Estados Unidos ha estado vendiendo humo (acciones que se derrumban, dólares que se devalúan, viviendas que se deprecian) e incubado la estafa más grande de la historia, la de las hipotecas sub prime (600.000 millones de dólares), se puede producir un tsunami de considerables proporciones que fatalmente arrastraría a todo el mundo en su vorágine.

2. La agresiva política monetaria norteamericana ha puesto a Trichet y al Banco Central Europeo contra las cuerdas. No cabe duda de que, en función de la inflación vigente, 3,2%, el BCE debería estar subiendo los tipos de interés. Pero, ante la revalorización del euro, netamente por encima de 1,5 dólares, y las incertidumbres derivadas de la crisis bancaria, no van a tener más remedio que bajarlos. Con gran sentimiento por su parte.

Como los ritmos de crecimiento van a descender por debajo del 2%, se anuncian problemas en el equilibrio presupuestario de varios países, sobre todo de aquellos que llevan años luchando para que sus déficit fiscales no se les escapen de las manos, sin conseguirlo realmente, como es el caso de Italia, Francia, y Alemania. Este último, que en 2007 consiguió equilibrar sus cuentas públicas por primera vez en 18 años, ha anunciado que volverá a los números rojos en 2008. Y es que tratar de bajar los impuestos, algo que se empieza a generalizar en toda Europa y, a juzgar por las promesas hechas en campaña electoral, también en España, es incompatible con los actuales ritmos de crecimiento del gasto público. Cualquier rebaja fiscal debería venir acompañada por la relación de los gastos que se van a suprimir, lo que no se hace porque suele ser bastante impopular.

Mientras tanto, cada nueva previsión de crecimiento es peor que la anterior, la última del FMI para la **zona euro** calcula un crecimiento para 2008 de sólo un 1,6%, más de un punto por debajo del conseguido en 2007. Habrá que rezar para que no siga bajando, sobre todo de cara a 2009.

3. Al igual que en Europa, las noticias que llegan de la **economía española** son cada vez peores. Todo el mundo supuso que el bache se materializaría a través de la Construcción, y todo el mundo quiso creer que podríamos ajustarnos a la nueva coyuntura de manera gradual. Aunque la burbuja inmobiliaria se está deshinchando a mayor velocidad de la calculada, los problemas principales proceden de una restricción crediticia que tiene su origen en la crisis bancaria, aunque aquí los bancos aseguren que no tienen nada que ver en el asunto.



Nuestro problema procede de la Balanza de Pagos, esa vieja historia de la que apenas habíamos tenido noticias en todos estos años, a pesar del inmenso déficit que manteníamos con el exterior. El sistema bancario se encargaba de cubrirlo con los recursos que obtenía en los mercados financieros internacionales, lo que no ofrecía mayores dificultades hasta ahora. Mientras el Sector Público reducía deuda al amparo de una bonanza fiscal espectacular, el Sector Privado aumentaba su endeudamiento hasta niveles del orden del 70/80% del PIB.

El año pasado, el déficit corriente superó los 100.000 millones de euros, más del 10% del PIB, el segundo más grande del mundo. Este año el importe bajará considerablemente (primera consecuencia de la desaceleración) pero como hay que refinanciar una parte de la deuda vigente, el sistema bancario se enfrenta a un problema casi insoluble mientras no se resuelva la crisis bancaria. Así que, en previsión de mayores problemas, la banca española ha empezado a recortar los créditos a los promotores inmobiliarios, pero también a familias y empresas.

De esta manera, la banca se ha convertido en correa de transmisión de una crisis global que está teniendo un impacto directo sobre la Construcción y también, y esa es la novedad, sobre la inversión de las empresas y el consumo de las familias. Los datos del paro registrado señalan que la mayor parte de los nuevos parados proceden de los Servicios, que es el sector que más tiene que ver con la demanda interna y el consumo. Las ventas de automóviles, electrodomésticos, muebles, etc, reflejan que las familias han decidido dejar sus principales decisiones de compra para mejor momento. Cuando la crisis llega al consumo, las consecuencias son imprevisibles.

Las actitudes de las familias están también condicionadas por la detracción de una parte demasiado importante de su renta disponible por parte de un sistema fiscal obsesivamente preocupado por la recaudación. El año pasado los ingresos por IRPF crecieron un 15% y los de Sociedades un 20%. Por eso, lo mejor, casi lo único, que puede hacer el nuevo Gobierno es devolver a los ciudadanos, sobre todo a los de rentas más bajas, una parte de lo que les ha venido quitando en todos estos años en los que la presión fiscal no ha dejado de crecer.

Las esperanzas de que la Industria tomara el relevo de la Construcción se han disipado. Las Exportaciones se ha resentido del menor crecimiento europeo y americano y han empezado a caer. Ahora vamos a pagar todos los años que hemos dejado crecer precios y salarios por



encima de la media europea, lo que ha provocado una fuerte pérdida de competitividad y una importante caída de nuestra cuota de mercado en el mundo.

Así que la economía española, como los vendedores ambulantes, tiene de todo

- una crisis inmobiliaria con un legado muy serio de familias endeudadas,
- una restricción bancaria provocada por una balanza de pagos insostenible,
- una caída del consumo derivada de una crisis de confianza, y
- una pérdida de competitividad originada por una inflación diferencial.

Diga lo que diga el nuevo Gobierno, que ya acepta que no se crecerá este año por encima del 2,5%, el margen de maniobra de la política económica es escaso. Los salarios van a seguir creciendo (4,5% por hora trabajada), la inflación se ha disparado (media del año en 2008 no menor del 4%), la competitividad perdida no se recupera de la noche a la mañana, la construcción no va a ser sustituida como locomotora del crecimiento por nada, y el famoso superávit fiscal, que en su mayor parte no es otra cosa que un excedente temporal de tesorería de la Seguridad Social, se va a esfumar a gran velocidad. En un año, las prestaciones de desempleo han crecido un 18%.

Es cierto que los tipos de interés son bajos, y van a descender aún más cuando sepamos en qué queda la crisis bancaria, pero con un barril de petróleo por encima de los cien dólares y un euro por encima de 1,5 dólares, no hay margen de reacción. La economía española se va a convertir en una gallinácea de vuelo rasante, al ritmo que determine una capacidad de cambio endógeno que, digan lo que digan los políticos, no es considerable.

4. Incluso en la **economía vasca**, el número de empresas innovadoras, capaces de bandearse en una situación como esta, no es muy abundante. Esta es precisamente la asignatura pendiente que el nuevo entorno económico -una crisis no grave pero sí larga- obliga a afrontar.

La Administración Vasca, que encara el problema sobrada de autoestima y con ilimitada confianza, estima un crecimiento para 2008 del 3,2% (antes 3,6%) y la creación de casi 20.000 puestos de trabajo. El problema es que la economía vasca suele crecer más que la economía española cuando todo marcha bien, que es lo que ha pasado estos últimos años,



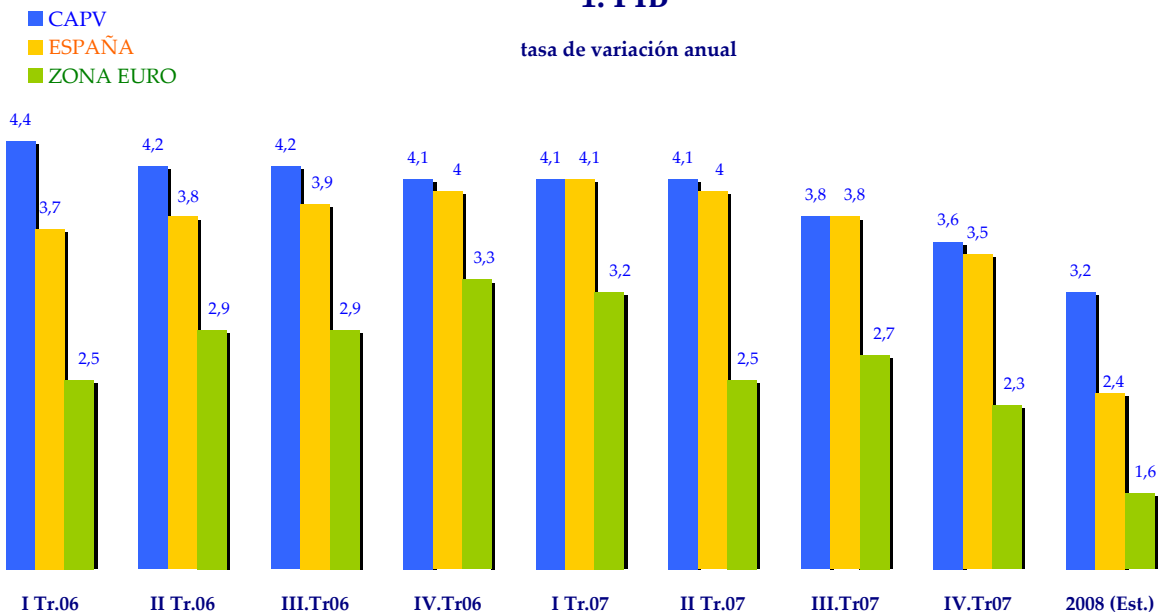
pero crece menos cuando las cosas no van tan bien, que es lo que va a ocurrir en los próximos. Y en 2008 España va a crecer poco más del 2%.

Así que la confianza de las empresas en el futuro es mucho menor. Si comparamos el presente con la crisis de 1993, en la que fueron capaces de generar una formidable reacción, el contraste no deja de ofrecer luces pero también sombras. Aunque ahora las empresas están mejor preparadas, las dificultades que plantea el nuevo ciclo son también diferentes. Sus estructuras financieras son mucho más sólidas (se ha ganado mucho dinero) pero ha vuelto a aumentar el endeudamiento, y en mal momento. La escasez de gente cualificada es patente, la productividad ha mejorado muy poco y aunque las exportaciones han crecido en 2007 (+14%), a partir de ahora nuestros mercados naturales van a crecer muy poco. Ahora vamos a descubrir lo que significa no poder devaluar con una oferta productiva convencional, resultado en parte de la dudosa rentabilidad de bastantes inversiones en tecnología.

A todos los efectos, un nuevo ciclo económico ha comenzado. No bastará con resistir, habrá que cambiar de estrategia. Quienes están profundamente convencidos de la capacidad de este país para reinventarse tienen en esta coyuntura una magnífica oportunidad para demostrarlo.

Antton Pérez de Calleja
- Marzo 2008 -

1. PIB

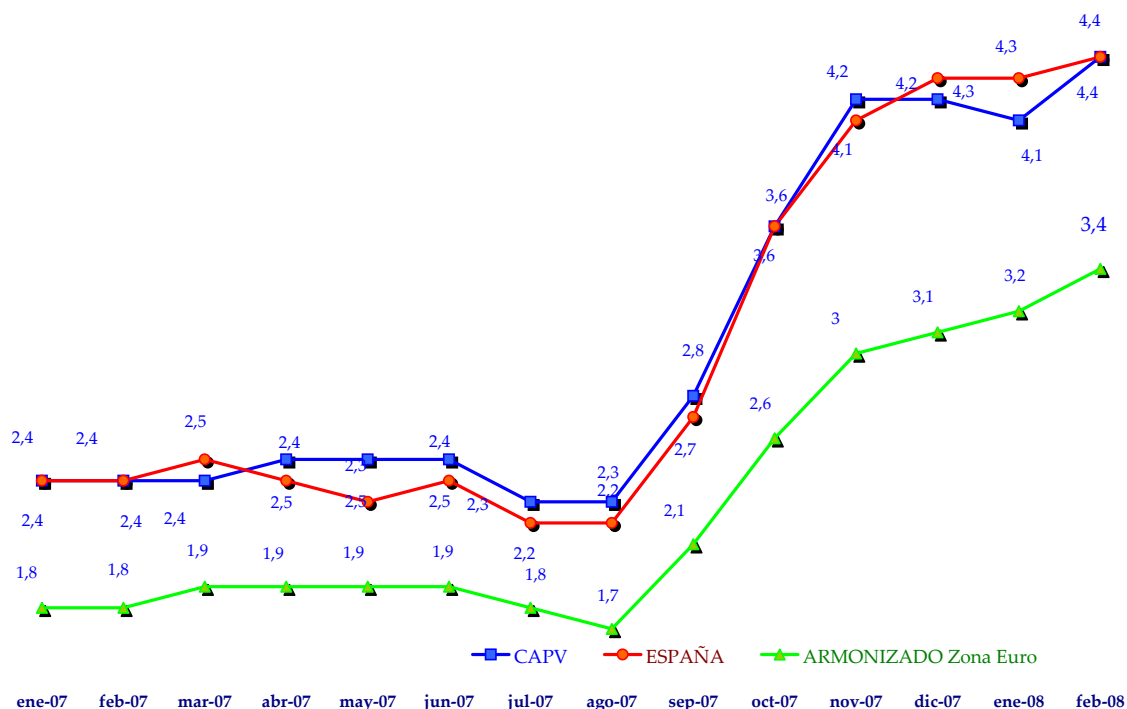


Fuente: Boletín de coyuntura económica y estadística del País Vasco de las Cámaras Vascas y Banco de España.

Conforme pasan los días, las estimaciones para 2008 empeoran señalando un ritmo de desaceleración económica extraordinariamente pronunciado. Sorprende la estimación hecha por el Gobierno Vasco que se distancia considerablemente de las expectativas mucho más pesimistas del resto del entorno económico.

2. PRECIOS

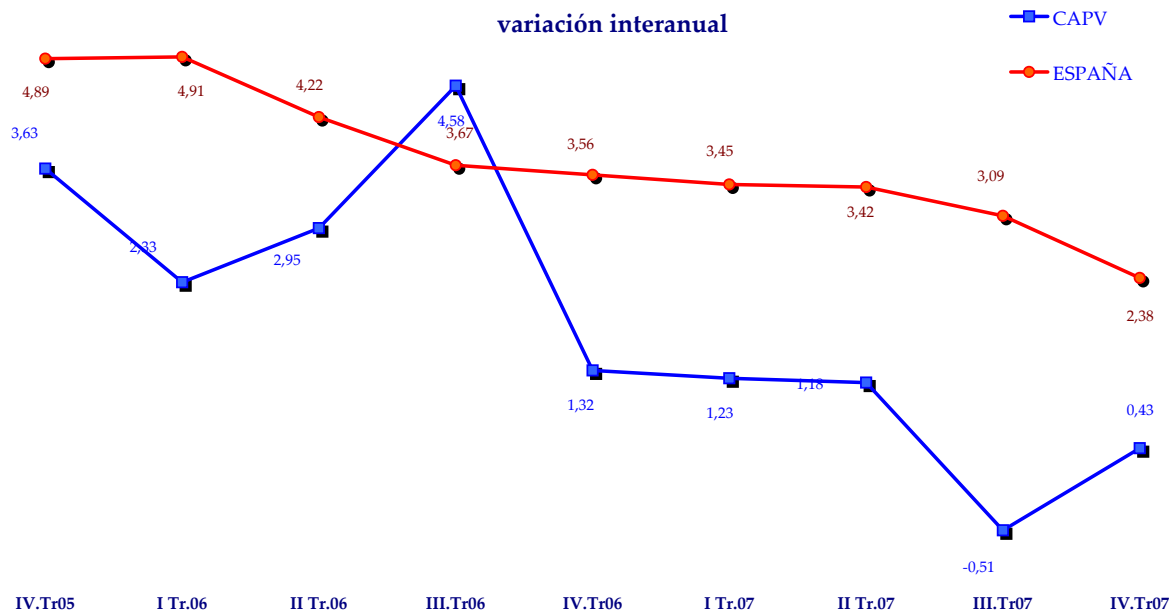
tasa de variación interanual



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

El petróleo y los alimentos han provocado una brusca aceleración de los precios en toda la zona euro y más acusadamente en España y el País Vasco que mantienen un diferencial de más de un punto en relación al resto de Europa, lo que está agravando los problemas de competitividad exterior de nuestra economía, algo particularmente preocupante en un momento en el que necesitamos aumentar las exportaciones.

3. Empleo EPA

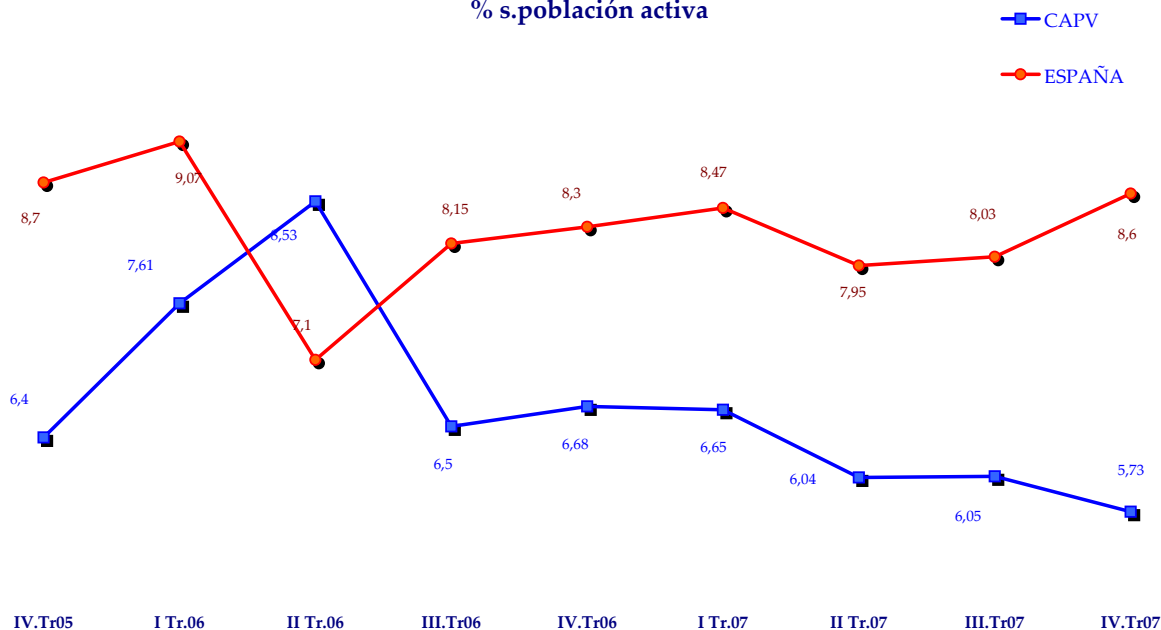


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

A la espera de los datos de la EPA, el mercado de trabajo ha registrado un empeoramiento muy brusco: ha descendido el ritmo de creación de empleo y están aumentando las tasas de paro. El hecho de que la población activa siga creciendo a despecho de la desaceleración económica indica que de nuevo el mercado de trabajo, que nos había dado un respiro durante los últimos años, vuelve a convertirse en un problema estructural, y es que estamos pasando de ritmos de crecimiento de la ocupación del orden del 5% en 2006 a poco más de un 1% en 2008.

4. Paro

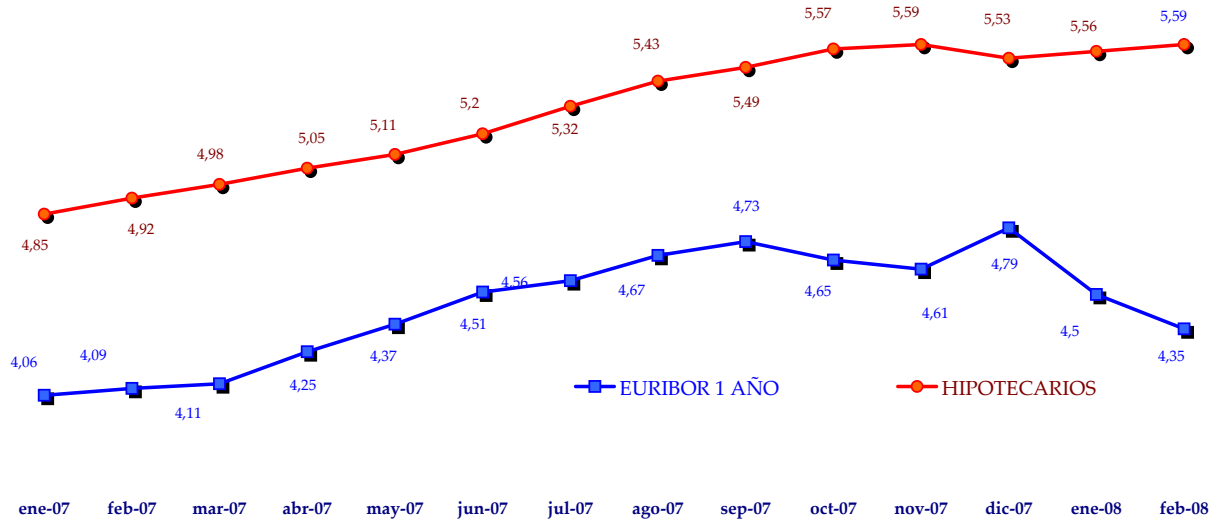
% s.población activa



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Cuando apenas hemos dejado atrás un 2007 que desde el punto de vista económico ha sido magnífico, el paro ha vuelto a repuntar, poniendo de manifiesto la extraordinaria sensibilidad del mercado de trabajo al ciclo económico. Otra vez estamos entre los tres países europeos con peores índices de paro. En un sólo año, las prestaciones de desempleo han aumentado un 18%, lo que quiere decir que las cifras de desempleo van a experimentar a lo largo del año un considerable empeoramiento.

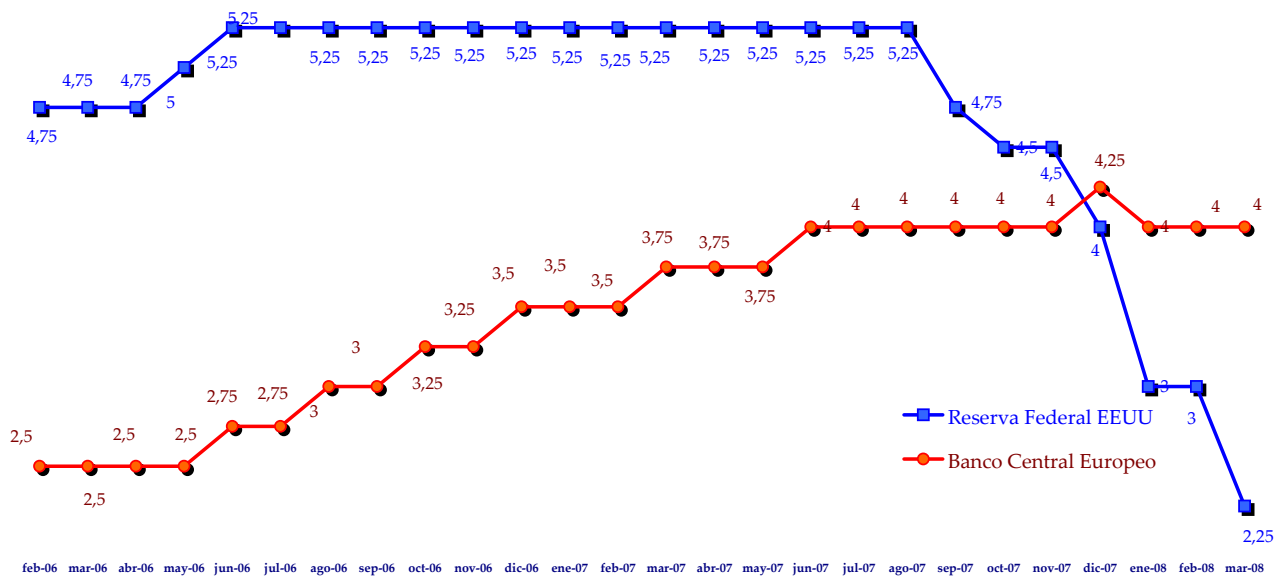
5. Coste del dinero



Fuente: Banco de España.

En medio de las turbulencias financieras desatadas por la crisis de las hipotecas de alto riesgo, los tipos de interés siguen evoluciones contradictorias. Las medidas adoptadas por la Reserva Federal no han tenido ningún efecto sobre los tipos de interés a medio y largo plazo, que han seguido subiendo. En estos momentos resulta imposible estimar el final de la crisis crediticia ni valorar las pérdidas ocasionadas por la titulación de hipotecas sub prime, lo que supone un largo período por delante de restricciones crediticias.

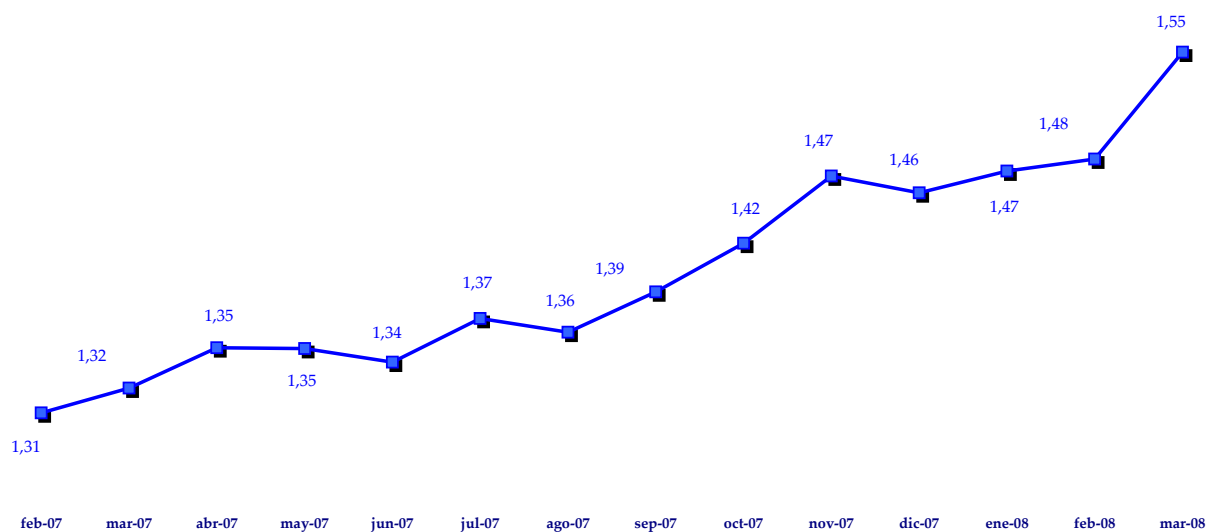
6. Tipos de interés



Fuente: Cinco Días

Desde el mes de agosto, el Fondo de Reserva Federal, preocupado por las noticias de la crisis bancaria y el fin de la burbuja inmobiliaria ha emprendido una cruzada para evitar lo peor, una crisis de grandes proporciones. Para ello ha bajado sus tipos de interés desde el 5,25 hasta el 2,25% lo que entre otras cosas ha provocado una fuerte revalorización del euro, una consecuencia indeseable del mantenimiento de los tipos de interés en Europa. Parecería como si las políticas económicas de ambas zonas económicas divergieran sensiblemente, con una Europa preocupada por la inflación y unos Estados Unidos motivados por el riesgo de caída del crecimiento económico.

7. €uro / Dólar

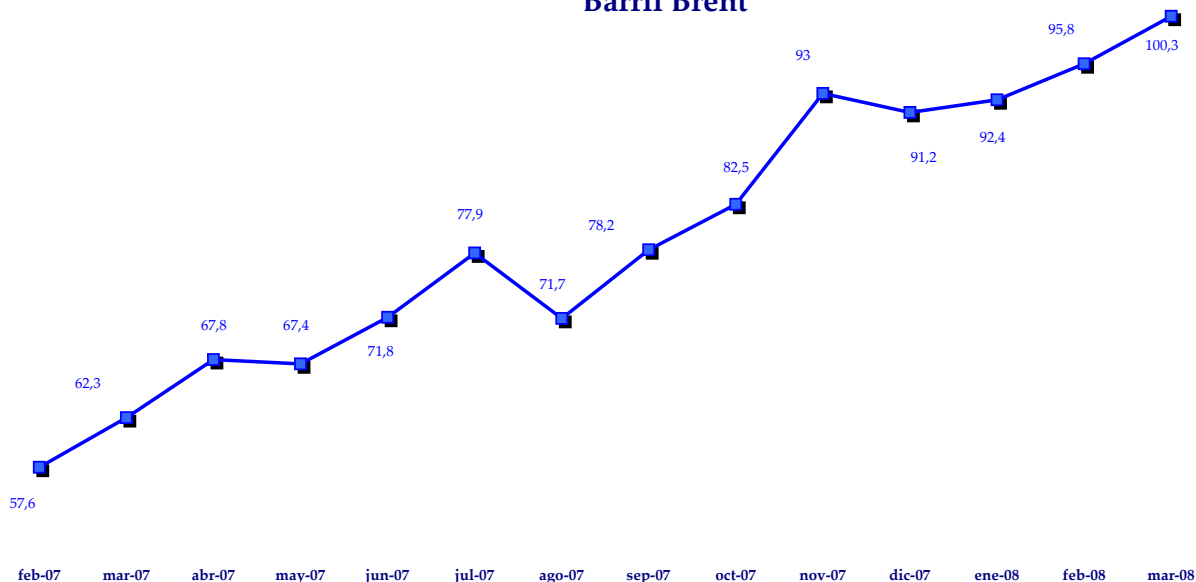


Fuente: Banco de España

Los desequilibrios de la economía norteamericana, atacados con un fuerte descenso de los tipos de interés ha agravado la depreciación del dólar en relación al euro, lo que se convierte en un problema para las exportaciones europeas que desearían un tipo de cambio neutral en torno a un 1,20 dólares, algo muy alejado de las tendencias dominantes que lo van a situar por encima de 1,50 dólares lo que agravaría aún más los problemas coyunturales europeos.

8. Petróleo

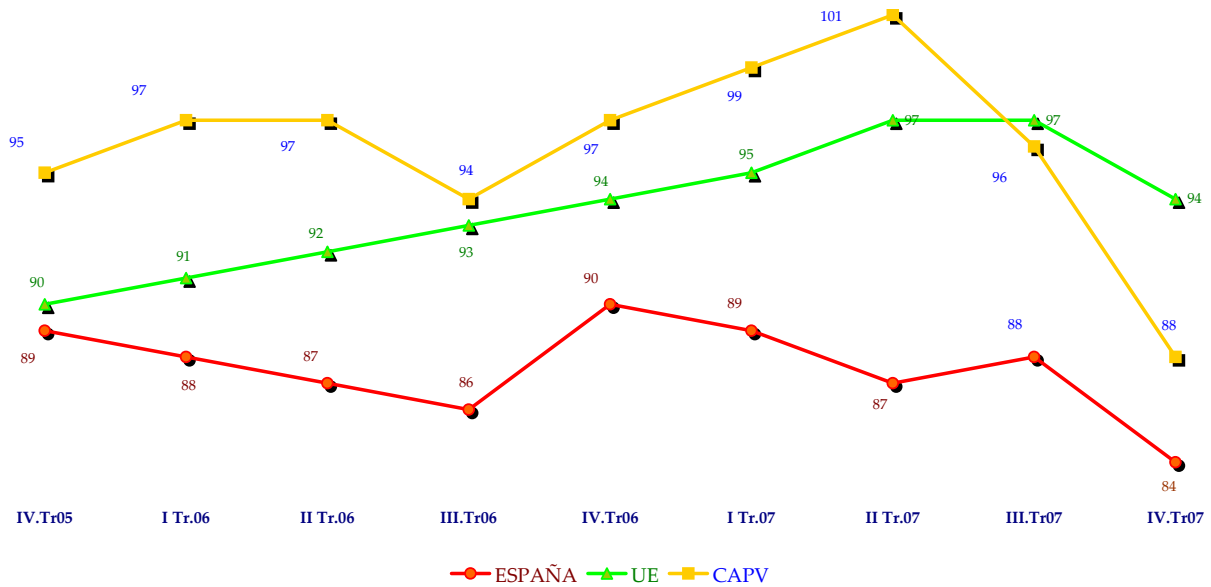
Barril Brent



Fuente: Banco de España

En apenas doce meses, el barril de petróleo de referencia ha incrementado su costo en un 72% incidiendo de esta manera de forma muy negativa sobre las expectativas de crecimiento económico de todo el mundo. No sólo afecta a la inflación, que ha vuelto a dispararse, sino que agrava los problemas, en algunos casos muy importantes, de desequilibrio de balanza de pagos, algo especialmente preocupante en la economía norteamericana y española. La negativa de los países de la OPEP a incrementar la producción permiten asegurar que los precios del petróleo van a seguir siendo muy altos, por encima de los 100 dólares el barril Brent.

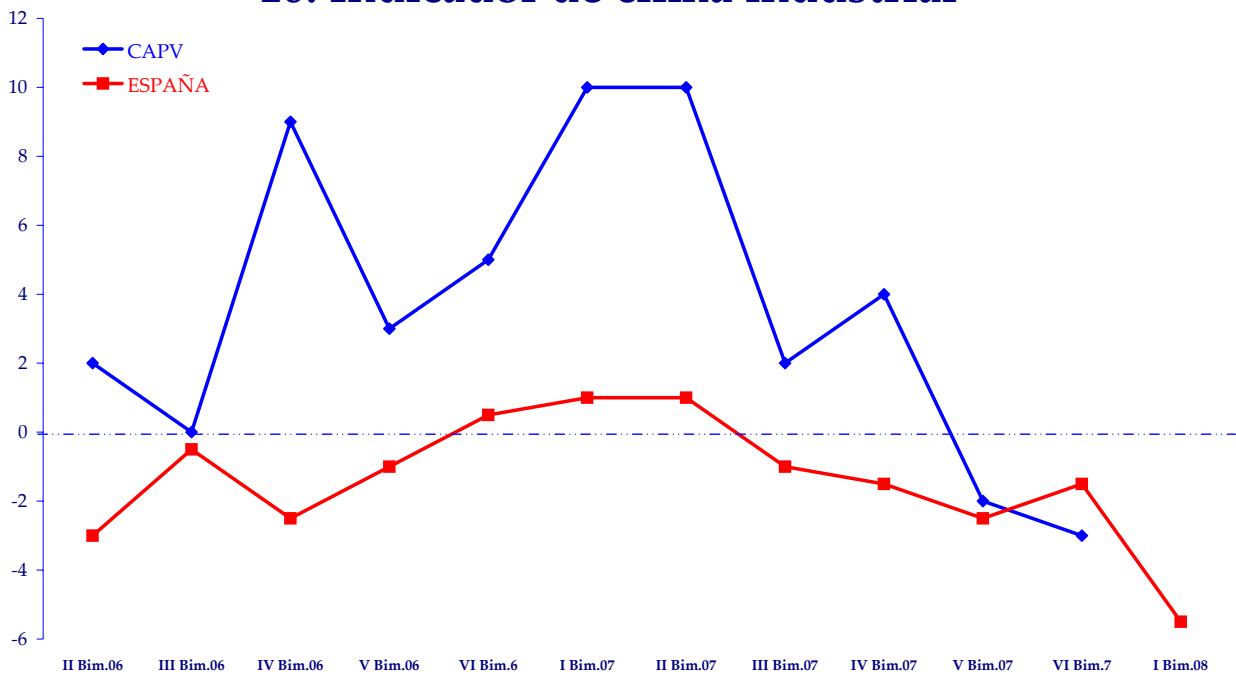
9. Índice de confianza del consumidor



Fuente: Boletín de coyuntura económica y estadística del País Vasco de las Cámaras Vascas y Banco de España.

Los índices de confianza han registrado en toda su magnitud que la confianza de las familias se ha deteriorado enormemente a lo largo de los últimos meses. A partir de diciembre, ello se ha reflejado en la retracción de las compras de automóviles, electrodomésticos, ventas en grandes almacenes, etc. El consumo de las familias ha empezado a crecer mucho menos que el PIB.

10. Indicador de clima industrial

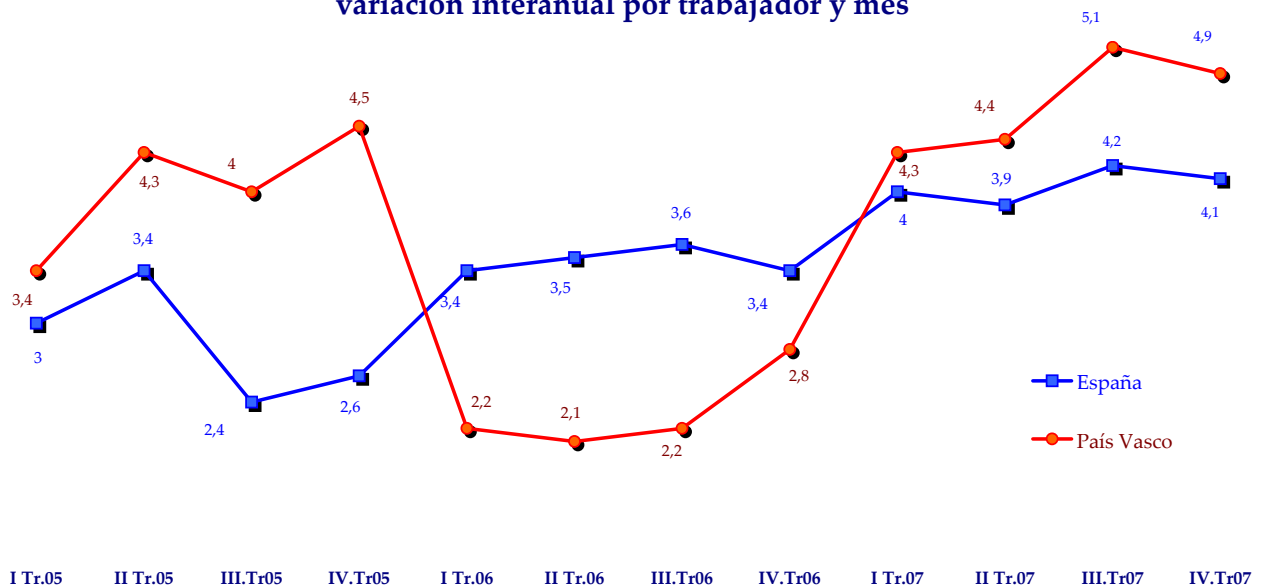


Fuente: Boletín de coyuntura económica y estadística del País Vasco de las Cámaras Vascas y Banco de España.

Si las familias han esperado hasta finales de año para ajustar su comportamiento a un entorno económico mucho más difícil, los datos del indicador de clima industrial señalan que las expectativas de los empresarios empezaron a deteriorarse de manera continuada a partir de mediados del pasado año. No sólo ha caído la demanda interna; las esperanzas de que el sector exterior tomara el testigo no se han cumplido. Todo ello va a tener fuertes repercusiones sobre las inversiones en bienes de equipo y sobre la creación de empleo. Ha señalar que las expectativas de las empresas vascas se han deteriorado en mucha mayor medida que la media española.

11. Coste Laboral

variación interanual por trabajador y mes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Como siempre sucede en estos casos, las presiones salariales se incrementan al acercarnos al final del ciclo expansivo lo que plantea una contradicción que seguramente tendrá su reflejo en la destrucción de empleo y el incremento de las cifras de paro, sobre todo de los trabajadores temporales. Los datos de coste laboral permiten prever un fuerte declive de la creación de empleo, aunque el Gobierno Vasco ha estimado que se crearán entre 18.000 y 20.000 empleos en 2008, una hipótesis muy atrevida.

12. Viviendas terminadas

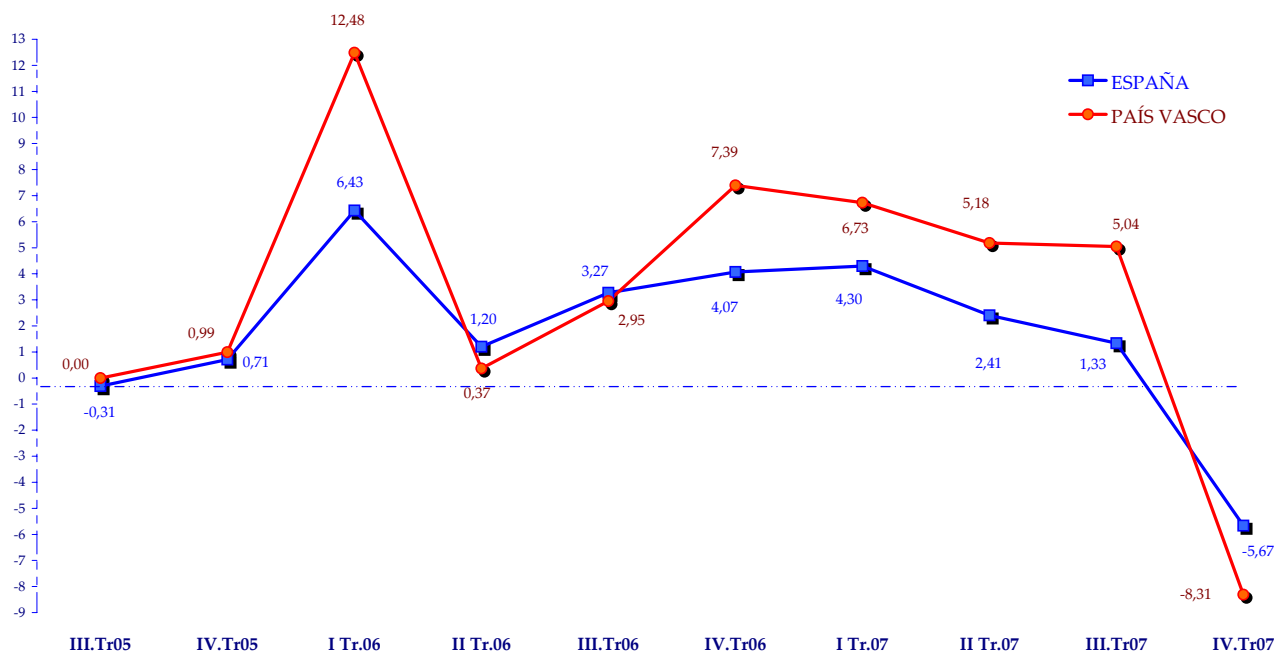


	2003	2004	2005	2006	2007
Acumulado anual	458.683	496.785	524.479	585.583	641.419

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Aunque todo el mundo daba por supuesto que el boom inmobiliario tenía que deshincharse antes o después, el número de viviendas terminadas siguió aumentando hasta alcanzar su récord en 2007. Como el número de viviendas vendidas ha experimentado un brusco descenso, el sector se encuentra inmerso ante un enorme problema de difícil solución. Se estima que el número de viviendas sin vender puede superar el medio millón lo que tiene su reflejo en las tensiones financieras que están experimentando un buen número de sociedades inmobiliarias.

13. Producción Industrial

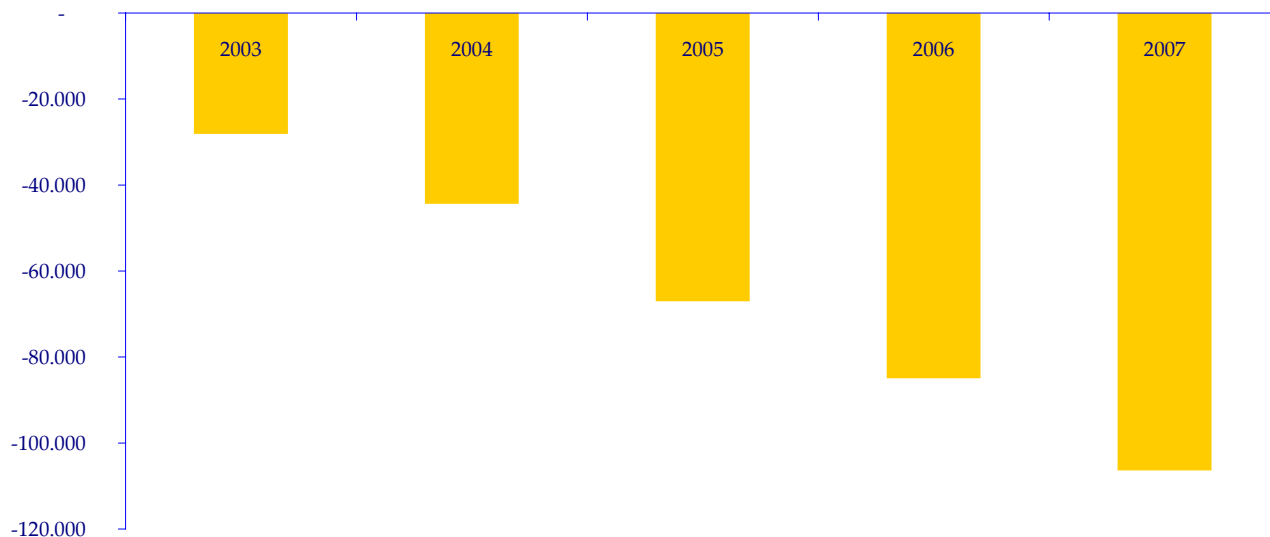


Fuente: Instituto Nacional de Estadística. Datos trimestralizados

El deterioro de las expectativas de los empresarios estaba motivado por un progresivo descenso de los ritmos de variación del producto industrial. Durante un tiempo se creyó que la Industria tomaría el testigo de la Construcción lo que facilitaría eso que se ha dado en llamar un aterrizaje suave. Con los datos en la mano, esa posibilidad se ha esfumado. La economía ha entrado en un nuevo ciclo económico.

14. Balanza por cuenta corriente

en millones de euros



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Desde que se iniciara el boom inmobiliario, la economía española ha estado financiando su crecimiento con ahorro externo, un hecho al que no era ajeno nuestra pertenencia a la zona euro, lo que permitía obtener con facilidad los recursos financieros necesarios. Desde el inicio de la crisis bancaria, esa facilidad ha desaparecido y el sistema bancario español se ve ante serias dificultades para financiar las necesidades crediticias de empresas y familias, por lo que ha procedido a una severa restricción del crédito con consecuencias muy visibles en el sector inmobiliario y el consumo.