

# Informe Mensual



## LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

*Ajuste fiscal y recuperación: ¿diferencias reconciliables?* Pág. 18

No todos los ajustes fiscales tienen el mismo impacto sobre el crecimiento

*Europa, una cuestión de unión* Pág. 23

La reforma de los mecanismos que aseguran la disciplina fiscal a medio plazo debe ser ambiciosa

*El mercado de CDS y la medición del riesgo soberano: utilizar con cautela* Pág. 44

Como indicadores de la solvencia de los países, las cotizaciones son indicadores útiles pero imperfectos

*Bajo el signo de la austeridad* Pág. 66

El crecimiento insostenible del déficit público español obliga a tomar medidas drásticas de corrección

# Previsiones

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

	2009	2010	2011	2009		2010			
				III	IV	I	II	III	IV
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
<b>Producto interior bruto</b>					<b>Previsiones</b>				
Estados Unidos	-2,6	2,8	2,2	-2,7	0,2	2,4	3,0	3,2	2,5
Japón	-5,2	2,8	1,4	-4,8	-1,4	4,4	2,4	2,7	1,9
Reino Unido	-4,9	1,5	2,4	-5,3	-3,1	-0,2	1,6	2,3	2,5
Zona del euro	-4,0	1,5	1,7	-4,0	-2,0	0,8	1,9	1,7	1,8
<i>Alemania</i>	-4,6	3,0	1,8	-4,4	-2,0	2,0	3,7	3,1	3,2
<i>Francia</i>	-2,2	1,5	1,7	-0,4	0,4	1,3	1,7	1,7	1,5
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	-0,3	1,6	1,5	-1,6	1,5	2,4	1,8	1,2	1,0
Japón	-1,4	-0,8	-0,2	-2,3	-2,0	-1,1	-0,9	-0,6	-0,4
Reino Unido	2,2	3,1	2,5	1,5	2,1	3,3	3,4	2,5	2,1
Zona del euro	0,3	1,4	1,6	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,6	1,5
<i>Alemania</i>	0,3	1,1	1,4	-0,2	0,4	0,8	1,1	1,1	1,2
<i>Francia</i>	0,1	1,5	1,5	-0,4	0,4	1,4	1,6	1,6	1,6
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
<b>Agregados macroeconómicos</b>					<b>Previsiones</b>				
Consumo de los hogares	-4,3	0,4	0,7	-4,2	-2,6	-0,3	2,0	-0,1	0,1
Consumo de las AAPP	3,2	-0,2	-1,0	2,7	0,2	-0,2	0,4	-0,5	-0,6
Formación bruta de capital fijo	-16,0	-6,6	-0,7	-16,4	-14,0	-10,5	-7,0	-5,1	-3,7
<i>Bienes de equipo</i>	-24,8	3,7	6,3	-25,5	-16,9	-4,8	8,7	6,0	5,0
<i>Construcción</i>	-11,9	-10,0	-3,9	-11,7	-11,9	-11,4	-11,4	-9,5	-7,6
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-6,4	-1,4	0,0	-6,5	-5,3	-2,8	-0,5	-1,3	-0,9
Exportación de bienes y servicios	-11,6	10,3	8,6	-11,0	-2,1	8,8	10,5	10,9	10,9
Importación de bienes y servicios	-17,8	5,2	5,6	-17,2	-9,2	2,0	8,1	4,9	5,9
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	-6,6	-2,4	-0,4	-7,2	-6,0	-3,7	-2,5	-1,9	-1,3
Tasa de paro (% población activa)	18,0	19,8	20,0	17,9	18,8	20,0	20,1	19,4	19,9
Índice de precios de consumo	-0,3	1,7	1,4	-1,1	0,1	1,1	1,6	1,9	2,1
Costes laborales unitarios	1,0	-1,0	-0,5	0,3	0,0	-0,7	-1,0		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-5,5	-5,1	-4,3	-4,0	-4,7	-6,0	-5,0		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	-4,6	-3,7	-3,7	-4,4	-5,3	-4,3		
Saldo público (% PIB)	-11,1	-9,5	-6,4						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
<b>Tipos de interés internacionales</b>					<b>Previsiones</b>				
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Bonos EEUU 10 años	3,2	3,2	3,1	3,5	3,4	3,7	3,5	2,8	2,9
Bonos alemanes 10 años	3,3	2,7	2,7	3,3	3,2	3,2	2,8	2,5	2,4
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,39	1,31	1,27	1,43	1,48	1,38	1,27	1,29	1,28

## Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Estados Unidos
  - 10 Japón
  - 12 China
  - 13 Brasil
  - 15 México
  - 16 Materias primas
- 18 *Ajuste fiscal y recuperación: ¿diferencias reconciliables?*
- 20 Unión Europea
  - 20 Zona del euro
- 23 *Europa, una cuestión de unión*
  - 26 Alemania
  - 28 Francia
  - 29 Italia
  - 30 Reino Unido
  - 32 Europa emergente
- 35 Mercados financieros
  - 35 Mercados monetarios y de capital
- 44 *El mercado de CDS y la medición del riesgo soberano: utilizar con cautela*
- 47 Coyuntura española
  - 47 Actividad económica
  - 52 Mercado de trabajo
  - 56 Precios
  - 60 Sector exterior
  - 64 Sector público
- 66 *Bajo el signo de la austeridad*
- 70 Ahorro y financiación

## La crisis de la deuda soberana

Las crisis de deuda soberana son probablemente tan antiguas como los mismos estados, imperios, reinos o federaciones que optaron por financiarse mediante la emisión de títulos de deuda. Uno de los episodios más lejanos es el impago de la deuda de algunas de las ciudades-estado de la confederación marítima ateniense, ya en el siglo IV a. C. Mucho más documentadas están las crisis de las grandes naciones europeas a partir del final de la Edad Media. Los episodios de problemas en los pagos de la deuda pública frente al exterior en los últimos doscientos años –partiendo de las guerras napoleónicas– han sido mucho más frecuentes de lo que se suele creer.

En 2010 estamos atravesando un nuevo y grave episodio de crisis de deuda soberana, que surge como derivación de la grave crisis económico-financiera iniciada en 2007. En esta ocasión, el ojo del huracán se ha posado sobre algunos de los países de la periferia geográfica de la Unión Europea y ha llegado a poner en cuestión los mismos fundamentos del euro, la moneda única de la Unión. Sin embargo, los riesgos se extienden a muchos más países, debido a la subida en espiral de las emisiones de deuda destinadas a financiar políticas de gasto que debían compensar la caída de la actividad del sector privado.

La gravedad del problema de la deuda en las economías europeas periféricas como Irlanda, Grecia, Portugal o España no es sólo un gran y rápido aumento de su deuda pública, sino que, además, ésta ha sido colocada en buena medida a inversores extranjeros y que dichas economías no pueden recurrir a algunos de los remedios tradicionales para estas ocasiones. Cuando un estado soberano no puede hacer frente a sus deudas tiene varias alternativas: 1) conseguir más crédito o reestructurar los pagos previstos alargando los vencimientos; en ambos casos deberá demostrar que hace un esfuerzo o sacrificio extraordinario para recuperar su solvencia y recobrar la confianza perdida; 2) reducir el valor de la deuda, vía devaluación o generando inflación; o 3) en último extremo, no pagar. Dentro de la moneda única, los estados miembros pierden la soberanía monetaria, es decir, no pueden alterar el tipo de cambio y no pueden modificar autónomamente las condiciones monetarias que determinan la tasa de inflación, acciones que permitirían atenuar la carga de los vencimientos. Si la coyuntura económica les lleva a no poder hacer frente a sus obligaciones y desean seguir dentro de la zona monetaria, el ajuste interior es ineludible. Tampoco pueden, en teoría, pedir ayuda al resto de estados miembros o al Banco Central Europeo, puesto que el Tratado de la Unión Europea excluye explícitamente esta posibilidad.

La crisis de la deuda griega, primero, y el contagio hacia otros emisores soberanos, después, han obligado a reconsiderar los mecanismos de coordinación y de coacción mutuos dentro de la eurozona. La creación de un fondo de rescate para actuar en caso de emergencia ha sido el paso más significativo. Las compras de deuda pública de países bajo presión, por parte del Banco Central Europeo, han tratado de mantener los mercados de la misma en funcionamiento. Los países más afectados se han visto obligados a aplicar medidas presupuestarias drásticas que garanticen el retorno a unos déficits públicos aceptables y que frenen la espiral de la deuda. Unas medidas que presentan el riesgo de frenar el crecimiento económico pero que son imprescindibles para que las desmesuradas primas de riesgo que deben pagar para seguir obteniendo fondos vuelvan a niveles sostenibles. En definitiva, el ajuste interior es la única alternativa puesto que, de no llevarse a cabo, el alza de la prima de riesgo y la falta de financiación exterior conducirían a una situación de práctico estancamiento económico cuando no a una vuelta a la recesión.

## RESUMEN EJECUTIVO

**La disparidad en las velocidades de la recuperación entre los diferentes países ha aumentado.**

**Las expectativas de crecimiento de los países desarrollados son más modestas...**

**...lo que pone encima de la mesa la posibilidad de que se tomen nuevas medidas de política monetaria extraordinarias.**

### Recuperación a distintas velocidades

Conforme avanza el año, se van confirmando dos rasgos distintivos de la atípica fase de recuperación dentro del ciclo económico que atravesamos. Primero, la variabilidad o volatilidad de los indicadores de coyuntura ha aumentado, alternándose etapas en las que parece que la actividad gana fuerza con otras en las que se debilita y llega a amenazar con una recaída en la recesión. Segundo, las disparidades geográficas se han agudizado.

En este complejo contexto podemos diferenciar dos grandes grupos de países. El primero está compuesto por aquellos que se encuentran en una fase expansiva ya consolidada, registran incipientes presiones inflacionistas y, en consecuencia, ya han comenzado a restringir su política monetaria. En un segundo conjunto se encuentran las economías que muestran dudas en materia de crecimiento económico, presentan tasas de inflación deprimidas y, por este motivo, mantienen, e incluso podrían acentuar, una elevada laxitud monetaria. Los principales exponentes de este segundo caso son los grandes países desarrollados y sus bancos centrales.

Por lo que respecta a Estados Unidos, su economía se encamina hacia una recuperación de tinte moderado. Así, para el conjunto de 2010 esperamos un avance del 2,8% que, en su mayor parte, se debe al impulso del primer trimestre. En el segundo trimestre la economía sufrió una notable desaceleración, pasando de crecer un 0,9% a un 0,4% intertrimestral. La principal causa de la atonía de la actividad hay que buscarla en los problemas que afectan al consumo privado, para el que no vemos crecimientos superiores al 2% antes del fi-

nal de 2011. El consumo se ve atenuado por tres factores clave: el endeudamiento de las familias, la debilidad del mercado de la vivienda y un mercado de trabajo en horas bajas. Tres factores que se autoalimentan entre sí y que harán que, muy probablemente, el bajo crecimiento siga siendo la principal preocupación a lo largo de 2011, un año para el que, en conjunto, esperamos un tibio avance del 2,2%.

Las expectativas de lánguido crecimiento en Estados Unidos han impulsado a la Fed a reinvertir los fondos provenientes del vencimiento de activos en cartera y de esta forma impedir la reducción natural de su balance. En la última reunión, la institución hizo explícita su preocupación respecto a que la inflación se encuentra por debajo de los «niveles consistentes» para promover la estabilidad en precios y el pleno empleo. Con este mensaje la autoridad monetaria abre la posibilidad de adopción de nuevas medidas de estímulo monetario.

En la eurozona, el panorama parece mucho más despejado tras los datos del segundo trimestre, pero la prudencia obliga a aplazar las celebraciones. La tasa de crecimiento del producto interior bruto (PIB) alcanzó un ritmo sorprendentemente elevado en dicho segundo trimestre impulsado por la demanda interna, tanto por la inversión como por el consumo privado. ¿Está el proceso de recuperación más maduro de lo que la mayoría de analistas creían? Es posible, pero todo apunta a que el fuerte ritmo de avance no se mantendrá en el segundo semestre del año. Los indicadores adelantados de consumo e inversión apuntan a un crecimiento más moderado. Para el año próximo la tendencia será algo más positiva, pero también débil en su conjunto.

La respuesta del Banco Central Europeo (BCE) ha sido clara: mantener las medidas excepcionales de soporte al crédito y provisión de liquidez. Sin embargo, a diferencia de la Fed, el BCE ha procurado enfatizar que a medida que vaya constatando que la normalización de los mercados se va asentando, emprenderá la retirada de las facilidades especiales.

Las perspectivas para la economía del sol naciente tampoco son demasiado halagüeñas. En la primera mitad de 2010, Japón se benefició de la recuperación del comercio mundial y de los estímulos fiscales al consumo. Estos impulsos hacen que el crecimiento previsto para el conjunto de 2010 se aproxime al 2,8%. Sin embargo, la debilidad de la demanda interna y la persistencia del entorno deflacionista que, según el Banco de Japón, debería prolongarse hasta principios de 2012, hace que nuestra previsión para el conjunto de 2011 sea mucho más cauta, con un avance en torno al 1,4%. De hecho, el Ministerio de Hacienda de Japón, amparado en la deflación de la economía, ha decidido intervenir directamente en el mercado de divisas para frenar la apreciación del yen y, de esta forma, no perjudicar aún más al sector exportador, pilar central del crecimiento nipón. Esta situación puede poner presión al banco central para que incremente su expansión monetaria por la vía de extender su programa de créditos o incluso comprar activos.

En el lado opuesto encontramos los principales países emergentes, que ya han iniciado una política económica más restrictiva para evitar que los motores de su economía se calienten. La economía china, por ejemplo, sigue avanzando a paso firme, demostrando su resistencia frente a la crisis. Con unas perspectivas de crecimiento alrededor del 9%-10% en 2010 y 2011, el gigante asiático se encuentra lejos de sufrir un parón. Dicha resistencia, sin embargo, no significa que las debilidades estructurales del país hayan desaparecido. El crecimiento continúa dependiendo excesivamente del sector exterior y de la

inversión. En lo que va de año, las autoridades chinas han puesto en marcha numerosas medidas destinadas a solventar este sesgo inversor-exterior. Entre otras, destacan la relajación de los controles sobre el tipo de cambio, lo que ha supuesto una leve apreciación del renminbi, así como las restricciones sobre la concesión de crédito.

Brasil también sigue ofreciendo datos espectaculares. En el segundo trimestre volvió a superar todas las expectativas con un crecimiento interanual del 8,7%. El aumento de las presiones inflacionistas que ello ha conllevado ha hecho que el Banco Central de Brasil inicie una senda de subidas del tipo de interés de referencia, 200 puntos básicos en lo que va de año.

En este contexto de revisión de expectativas de crecimiento, especialmente para los países avanzados, los mercados de deuda pública han sido testigos de importantes revalorizaciones, con el consiguiente descenso de las tasas de rentabilidad. Los tipos de interés en los tramos largos (10 años) alcanzaron mínimos históricos del 2,1% en Alemania, mientras que en Estados Unidos se situaban por debajo del 2,5% y en Japón rompieron a la baja la cota psicológica del 1% para situarse en torno al 0,9%. Esta dinámica ha venido acompañada de un repunte de la volatilidad, muestra tal vez del nerviosismo que estos niveles –tan poco habituales– generan entre muchos inversores. Los factores que explican la evolución de estos movimientos de las curvas de tipos de interés de la deuda pública son varios. Pero los temores de desaceleración en la economía norteamericana y la determinación de la Reserva Federal de apoyar, si fuera necesario, la recuperación económica con nuevas medidas de política monetaria de expansión cuantitativa han sido claves tanto para los distintos países de la eurozona como para Estados Unidos.

Por lo que se refiere a la economía española, la recuperación mantiene un perfil similar a la del grupo de países avanza-

**En cambio, las principales economías emergentes siguen creciendo a buen ritmo...**

**...lo que obliga a adoptar políticas económicas restrictivas.**

**La deuda pública acusa la revisión de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas.**

**La economía española presenta una progresión algo más lenta.**

dos, si bien la progresión es más lenta y la perspectiva del segundo semestre del año presenta incertidumbres algo mayores. En este sentido, los datos de la contabilidad nacional del segundo trimestre confirmaron una ligera aceleración del crecimiento económico, favorecida por algunos factores transitorios, a pesar de la retirada de estímulos fiscales. Así, el PIB aumentó el 0,2% en relación con el primer trimestre, una décima más que tres meses antes. El PIB casi se estabilizó en volumen respecto a un año antes al registrar una tasa de variación interanual del -0,1%.

Merece la pena destacar el dinamismo del consumo de las familias y de la inversión en bienes de equipo, que aumentaron en relación con el segundo trimestre de 2009, dejando atrás siete trimestres de caídas interanuales. De este modo, la contribución negativa al crecimiento agregado por parte de la demanda nacional disminuyó en 2,3 puntos hasta -0,5 puntos. De todas formas, la anticipación de las compras como consecuencia de la elevación de los tipos de gravamen del impuesto sobre el valor añadido (IVA) a partir del 1 de julio tuvo un papel determinante. Así, el gasto en bienes de consumo duraderos subió más del 13% respecto al segundo trimestre de 2009.

Es previsible que este avance del gasto se revierta en el tercer trimestre. En este sentido, los indicadores disponibles del periodo muestran el correspondiente reflujo. Las ventas minoristas, por ejemplo, retrocedieron el 2,3% en agosto con relación a doce meses antes y las matriculaciones de automóviles cayeron el 24,0% interanual en julio-agosto, una vez agotados los fondos para ayudas directas a las compras del Plan 2000E, alcanzando el menor volumen en un mes de agosto de las últimas décadas. Estos indicadores de evolución del consumo privado, combinados con los de inversión y a falta de los datos de comercio exterior, apuntan a que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre podría registrar una tasa levemente negativa. Con todo, hemos

revisado ligeramente al alza las previsiones de crecimiento del PIB para el conjunto de 2010 hasta el -0,3%, principalmente debido a la incorporación de los cambios en las series de los componentes de la demanda introducidos por el Instituto Nacional de Estadística.

Los principales indicadores del mercado de trabajo también hacen patente la lenta salida de la etapa recesiva. El número total de afiliados en alta a la Seguridad Social se cifró en 17,7 millones en agosto, por lo que se mantiene el descenso interanual en el mismo nivel del mes de julio, el 1,6%. La evolución de los precios es también significativa. La subida de los tipos de gravamen general y reducido del IVA se ha trasladado a los precios finales sólo parcialmente. Estimamos que de los aproximadamente 1,2 puntos porcentuales de su impacto teórico, la repercusión final será sólo de la mitad, absorbiéndose el resto por la vía de los márgenes empresariales de los productores o los distribuidores, en un entorno de debilidad del consumo.

En definitiva, el camino hacia la plena normalización de la economía no está siendo fácil. Son muchos los riesgos que todavía acechan a las principales economías desarrolladas. En España, uno de los focos de tensión surgido hace pocos meses parece haberse controlado gracias a las decididas medidas de consolidación presupuestaria adoptadas en el pasado ejercicio y en el actual, y que también van a estar muy presentes en 2011, a tenor de los Presupuestos Generales del Estado presentados recientemente. La reducción del déficit público que ya se ha hecho patente en los ocho primeros meses de 2010 ha ayudado decisivamente a que en los mercados de deuda pública internacionales se diferencie a España del resto de países periféricos de la eurozona que, como Irlanda o Portugal, vuelven a sufrir los duros embates de la crisis de la deuda soberana.

29 de septiembre de 2010

**El dinamismo del consumo de las familias pierde fuelle en el tercer trimestre.**

**Las medidas de consolidación fiscal empiezan a dar sus frutos.**

## CRONOLOGÍA

### 2009

**noviembre 27** El Gobierno presenta el anteproyecto de **Ley de Economía Sostenible**.

**diciembre 1** Entra en vigor el **Tratado de Lisboa**, que reforma determinados aspectos de la Unión Europea.

### 2010

**enero 29** El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de austeridad presupuestaria** y plantea alargar la **edad de jubilación** a los 67 años.

**febrero 9** Acuerdo para el empleo y la **negociación colectiva 2010, 2011 y 2012** entre representantes de los empresarios y los sindicatos.

**abril 7** El Gobierno presenta el **Plan extraordinario de Infraestructuras** que movilizará 17.000 millones de euros en los próximos dos años.

**9** El Gobierno aprueba un **nuevo paquete de medidas para impulsar la actividad económica**.

**10** Los ministros de finanzas de la eurozona anuncian las **condiciones de la ayuda a Grecia**.

**12** El Gobierno propone un **nuevo plan de reformas del mercado laboral** para su discusión en el marco del diálogo social.

**mayo 2** Los países de la zona euro aprueban la **ayuda financiera a Grecia**, que ascenderá a 110.000 millones de euros.

**10** La Unión Europea adopta un **Mecanismo Europeo de Estabilización** dotado con 750.000 millones de euros, con participación del Fondo Monetario Internacional.

**20** El Gobierno aprueba un Decreto-ley por el que se adoptan **medidas extraordinarias para adelantar la reducción prevista del déficit público**.

**junio 17** El Consejo Europeo decide publicar los **tests de estrés** de los principales bancos europeos, la aplicación de un **nuevo impuesto a los bancos** y la mejora de las **normas de disciplina presupuestaria y macroeconómica**.

**22** El Congreso de los Diputados **convalida el Decreto-ley de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo** propuesto por el Gobierno.

**26** Un año después de la creación del FROB, el Banco de España considera prácticamente concluido el proceso de **reestructuración de las cajas de ahorros** en España.

**27** El **G20** decide reducir a la mitad los déficits de las economías avanzadas en 2013.

**julio 1** **Aumenta el tipo de gravamen del IVA** general, del 16% al 18%, y del reducido, del 7% al 8%.

**9** El Gobierno aprueba la **reforma de la Ley de Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros**.

**22** El Ministerio de Fomento concreta el **recorte de la inversión en obra pública**.

**23** El Comité de Supervisores Bancarios Europeos publica los resultados de las **pruebas de resistencia** de los bancos europeos.

**septiembre 9** El Congreso de los Diputados aprueba la **reforma laboral**.

**24** El Gobierno aprueba el proyecto de **Presupuestos Generales del Estado para 2011**, que suponen un intenso ajuste destinado a reducir el déficit público.

**29** Jornada de **huelga general**, convocada en contra de la reforma laboral.

## AGENDA

### Octubre

**4** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).  
Precios industriales (septiembre).

**6** Índice de producción industrial (agosto).

**7** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

**14** IPC (septiembre).

**15** IPC armonizado de la UE (septiembre).

**20** Comercio exterior (agosto).

**25** Precios industriales (septiembre).

**26** Ingresos y pagos del Estado (septiembre).

**27** Ventas minoristas (septiembre).

**29** Balanza de pagos (agosto).

Encuesta de población activa (tercer trimestre).

Avance IPCA (octubre).

PIB de Estados Unidos (tercer trimestre).

### Noviembre

**2** Comité de Mercado Abierto de la Fed.

**3** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).  
Comité de Mercado Abierto de la Fed.

**4** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

**5** Índice de producción industrial (septiembre).

**11** Avance del PIB (tercer trimestre).

**12** IPC (octubre).

PIB de la UE (tercer trimestre).

**16** IPC armonizado de la UE (octubre).

**17** Contabilidad Nacional Trimestral (tercer trimestre).

**23** Comercio exterior (septiembre).

**25** Precios industriales (noviembre).

**29** Ventas minoristas (octubre).

Avance IPCA (noviembre).

**30** Ingresos y pagos del Estado (octubre).

Balanza de pagos (septiembre).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos crecerá por debajo del 3,0% en 2010 y la debilidad continuará en 2011.**

**El endeudamiento de los hogares, la debilidad de la vivienda y el mercado de trabajo lastran la recuperación.**

### Estados Unidos: una debilidad que va para largo

La economía estadounidense se encamina hacia una recuperación de tinte modesto. Así, para el conjunto de 2010, esperamos un avance del 2,8% que, en su mayor parte, se debe al impulso del primer trimestre, cuando las existencias tuvieron una contribución récord al crecimiento. Sin embargo, en el segundo trimestre la economía sufrió una notable desaceleración, pasando de crecer un 0,9% a un 0,4% intertrimestral. Las últimas tasas interanuales pueden llamar aquí a engaño, ya que están sesgadas por importantes efectos de base. El bajo crecimiento seguirá siendo la principal preocupación a lo largo de 2011, un año para el que, en conjunto, espera-

mos un tibio avance del 2,2%. Por otro lado, si bien los crecimientos robustos se harán esperar, los últimos datos apuntan a que el riesgo de una recaída y la posibilidad de un periodo deflacionista son pequeños.

La principal causa de la atonía de la actividad hay que buscarla en los problemas que afectan al consumo privado, que es aproximadamente el 70% de la economía estadounidense, y para el que no vemos crecimientos superiores al 2,0% antes del final de 2011. El consumo se ve atezado por tres factores clave: el endeudamiento de las familias, la debilidad del mercado de la vivienda y el mercado del trabajo. Tres factores que se interrelacionan como un pez que se muerde la cola.

### ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010			
			II	III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	0,0	-2,6	-4,1	-2,7	0,2	2,4	3,0	-	...
Ventas al por menor	-1,0	-6,3	-9,9	-7,0	1,9	5,7	6,9	5,4	3,6
Confianza del consumidor (1)	58,0	45,2	48,3	51,8	51,0	51,7	58,2	51,0	53,5
Producción industrial	-3,3	-9,3	-12,7	-8,6	-3,8	2,7	7,2	7,4	6,2
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	43,0	51,4	54,6	58,2	58,8	55,5	56,3
Viviendas iniciadas	-32,9	-38,4	-46,9	-32,0	-14,8	16,5	12,0	-7,0	...
Tasa de paro (2)	5,8	9,3	9,3	9,6	10,0	9,7	9,7	9,5	9,6
Precios de consumo	3,8	-0,4	-1,2	-1,6	1,4	2,4	1,8	1,2	1,1
Balanza comercial (3)	-699	-375	-502	-415	-375	-399	-450	-460	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	2,8	0,7	0,8	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	74,5	77,7	79,6	75,3	72,8	74,8	77,6	76,7	75,9

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

El endeudamiento de los hogares representa el 118,4% de su renta disponible anual, un nivel muy superior al que se corresponde con la tendencia a largo plazo. Si bien los bajos tipos de interés actuales dulcifican este coste de la deuda, la baja tasa de inflación también provoca que el principal no descienda en términos reales de manera significativa. Ello está obligando a los hogares a ahorrar más para reducir la deuda, un 5,9% de la renta disponible en julio, con el consiguiente efecto restrictivo en el presupuesto para la cesta de la compra.

Un segundo factor que atenaza el consumo privado es la pérdida de valor de los activos inmobiliarios que, vía efecto riqueza, también modera las apetencias consumistas. Pero la recuperación del mercado de la vivienda pasa por que se reduzca la sobreoferta que lastra el sector. Estando la construcción bajo mínimos, esta sobreoferta se sustenta mayormente en el gran número de ejecuciones por impago de las cuotas hipotecaria, que sigue alimentando las existencias de viviendas vacías.

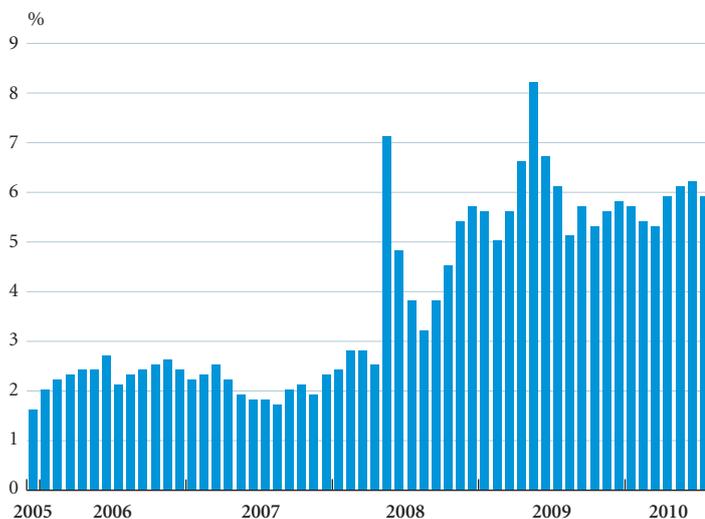
Pero el impago de las cuotas hipotecarias es una consecuencia directa de la anemia del mercado laboral, un tercer factor de debilidad de la actividad económica que, a su vez, condiciona el consumo privado por la vía de menores ingresos. Así, el pez se muerde la cola porque, con un débil crecimiento del consumo privado, el crecimiento de la economía está obligado a ser modesto y, sin crecimientos robustos, será difícil que asistamos a una recuperación sustancial de un mercado de trabajo que acusa una alta proporción de desempleados de larga duración y de trabajadores desanimados. Por otra parte, la recuperación de la inversión en equipo, los estímulos gubernamentales y un sector exterior que, ayudado por la menor demanda interna y el crecimiento exportador, es menos deficitario que en los años de expansión previos a la crisis, servirán para evitar una recaída pero no serán suficientes para propulsar a la economía a la senda del crecimiento robusto.

Esta continuada moderación de las apetencias consumistas queda reflejada en la evolución de las ventas minoristas. El leve

**El buen tono de la inversión en equipo y los estímulos fiscales disminuyen los riesgos de recaída.**

## ESTADOS UNIDOS: AHORA LOS HOGARES AHORRAN MÁS

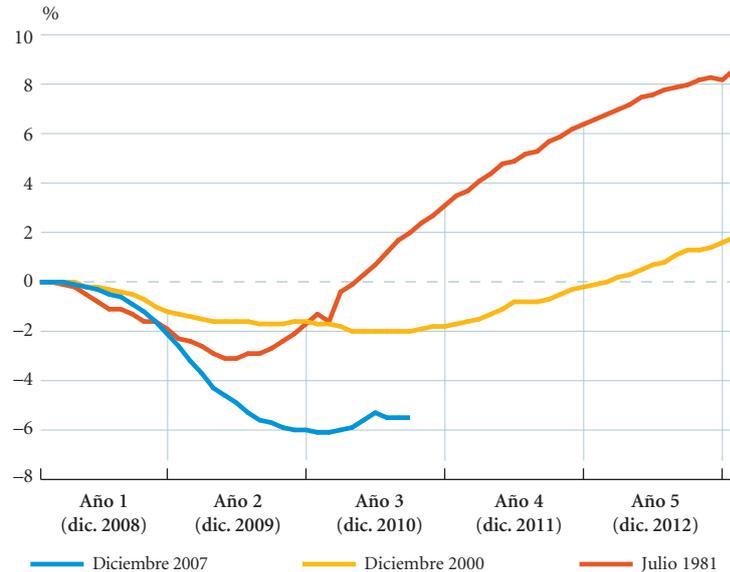
Ahorro de los hogares en porcentaje de la renta disponible



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

## ESTADOS UNIDOS: LA RECUPERACIÓN DEL EMPLEO SE HARÁ ESPERAR

Pérdida de empleo en porcentaje del total de empleados al inicio de los descensos (\*)



NOTA: (\*) Las fechas entre paréntesis son las correspondientes a la última recesión (diciembre 2007).

FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

### Las ventas minoristas reflejan el pesimismo de los consumidores.

incremento de agosto, después de cuatro meses consecutivos de debilidad, no impidió que el consumo al por menor, sin coches ni gasolina, siguiera un 2,3% por debajo en términos reales del registro de diciembre 2007, nivel representativo de la situación previa a la crisis.

Por su parte, las empresas no financieras siguen ofreciendo el lado más sólido de la recuperación, como demuestra la evolución de la inversión en equipo en las cuentas nacionales. La fuerza de la inversión en equipo debería tener continuidad en los próximos trimestres por la buena marcha de los beneficios empresariales y por el hecho de que, en los últimos años, no ha habido exceso de inversión, sino más bien lo contrario. Sin embargo, en los últimos tres meses, la evolución del sentimiento empresarial en manufacturas y servicios ha seguido caminos bien diferentes. Así, el índice de sentimiento empresarial del ISM (Institute for Supply Management) de manufacturas sorprendió al alza instalándose en los 56,3

puntos, lejos de los máximos de abril pero consistente con crecimientos robustos de la economía. También la recuperación de la producción industrial y de la utilización de la capacidad productiva, aunque más modesta, ha llevado a estos indicadores cerca ya de su tendencia secular.

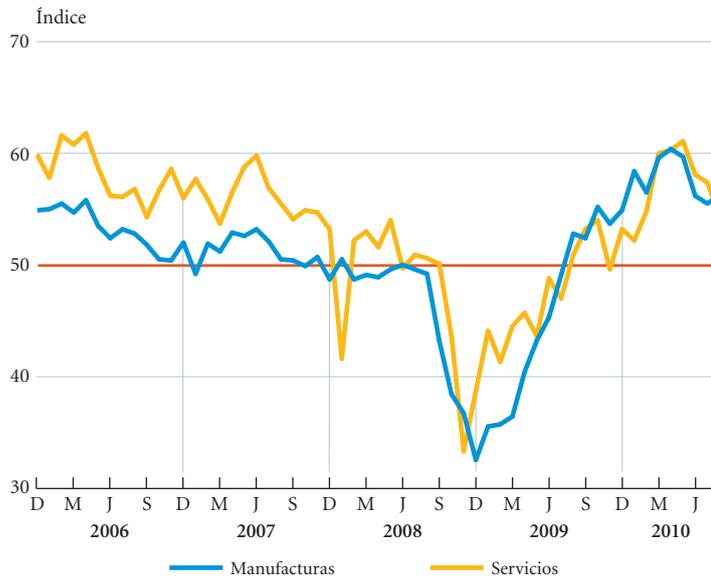
Pero la recuperación estadounidense no puede sólo vivir de las manufacturas, ya que los servicios representan más de cuatro quintas partes del empleo privado. Y, sin embargo, es precisamente en los servicios donde el deterioro de la percepción empresarial es más acusado, con un índice del ISM que ha pasado de los 60,3 puntos de abril a los 54,4 de agosto, consistente con una recuperación modesta.

El índice general de precios al consumo (IPC) de agosto confirma su moderación, con un incremento del 1,1% interanual, mientras que la atonía del consumo y la debilidad de los alquileres imputados a los propietarios de la vivienda donde viven

### Los empresarios de servicios ven una recuperación pausada.

## ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS SON ALGO MENOS OPTIMISTAS

Nivel de los índices del ISM (\*)



NOTA: (\*) Un nivel de 50 implica que hay tantas respuestas optimistas como pesimistas.  
FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

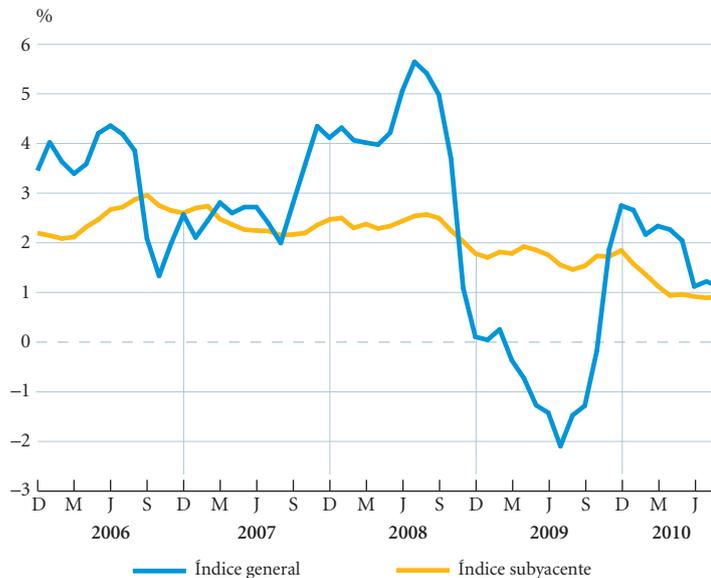
hicieron que el índice subyacente se incrementase un 0,9% interanual por quinto mes consecutivo. Para el conjunto de 2010

prevedemos que los precios subirán un 1,6%, una moderación que debería continuar en 2011. De todos modos creemos que las

**El IPC subirá en torno al 1,6% en 2010, mientras que el déficit comercial persiste.**

## ESTADOS UNIDOS: LOS PRECIOS, CADA VEZ MÁS MODERADOS

Variación interanual de componentes del índice de precios al consumo general y subyacente (\*)



NOTA: (\*) El índice subyacente excluye alimentos y energía.  
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

**Japón crecerá un 2,8% en 2010 gracias a las exportaciones pero sufrirá una notable desaceleración en 2011.**

actuaciones de la Fed (incluida una nueva fase de expansión cuantitativa) evitarán un escenario deflacionista.

debería prolongarse hasta principios de 2012, hace que nuestra previsión para el conjunto de 2011 sea mucho más cauta, con un avance en torno al 1,4%.

### **Japón: tras la recuperación exportadora, llega el ocaso**

En la primera mitad de 2010, la economía del sol naciente se ha beneficiado de la recuperación del comercio mundial y de los impulsos fiscales al consumo. La demanda insatisfecha acumulada durante el periodo de crisis y el hecho de partir de niveles muy bajos ha propulsado a las exportaciones hasta crecimientos superiores, en términos anuales, al 30% en el primer trimestre. Estos impulsos hacen que el crecimiento previsto para el conjunto de 2010 de la economía nipona se aproxime al 2,8%, condicionada por el avance del 1,2% intertrimestral del primer trimestre. Sin embargo, la debilidad de la demanda interna y la persistencia del entorno deflacionista que, según el Banco de Japón,

Gracias a los estímulos fiscales, el consumo privado empezó 2010 creciendo a ritmos superiores al 2,0%. Sin embargo, tras el fin de los estímulos, difícilmente postergable con una deuda pública bruta que supera el 200% del producto interior bruto (PIB), el consumo se estancó en el segundo trimestre. Es difícil que el consumo tenga un repunte en los próximos meses, a pesar que los últimos indicadores como la confianza del consumidor, el consumo minorista y la venta de automóviles todavía recogen la fuerza del primer trimestre. Pero el mercado inmobiliario sigue sumido en la atonía, con un precio del suelo que continúa bajando, y el mercado laboral es más débil de lo que sugieren las estadísticas, con una tasa de desempleo del 5,2%, muy cerca del máximo histórico de junio de 2009.

**El crecimiento importador y los estímulos fiscales remitirán.**

## **JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2008	2009	2009			2010			
			II	III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	-1,2	-5,2	-5,9	-4,8	-1,4	4,4	2,4	-	...
Ventas al por menor	0,3	-2,3	-2,8	-1,9	-0,7	3,8	3,7	3,8	...
Producción industrial	-3,4	-21,8	-26,9	-20,5	-5,1	27,1	21,1	15,8	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-2,8	-40,8	-48,0	-33,0	-24,0	-14,0	1,0	-	...
Viviendas iniciadas	2,5	-27,6	-31,9	-35,9	-20,7	-6,7	-1,1	4,3	...
Tasa de paro (2)	4,0	5,1	5,1	5,4	5,2	4,9	5,2	5,2	...
Precios de consumo	1,4	-1,4	-1,0	-2,2	-2,0	-1,1	-0,9	-0,9	...
Balanza comercial (3)	4,2	4,0	1,0	1,8	4,0	6,7	7,4	7,8	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	86,6	98,6	95,7	97,0	99,6	101,1	102,8	107,5	109,6

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

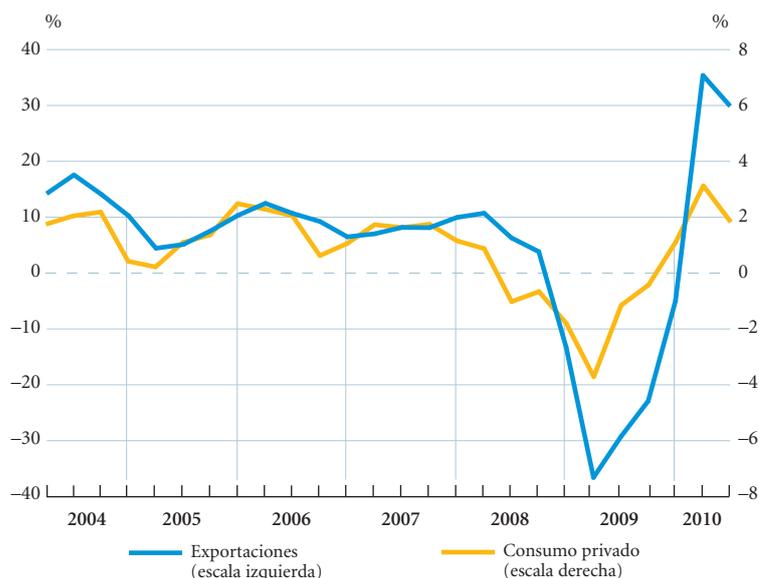
(4) Porcentaje.

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

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

## JAPÓN: UN IMPULSO QUE EMPIEZA A REMITIR

Variación interanual del consumo privado y las exportaciones



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

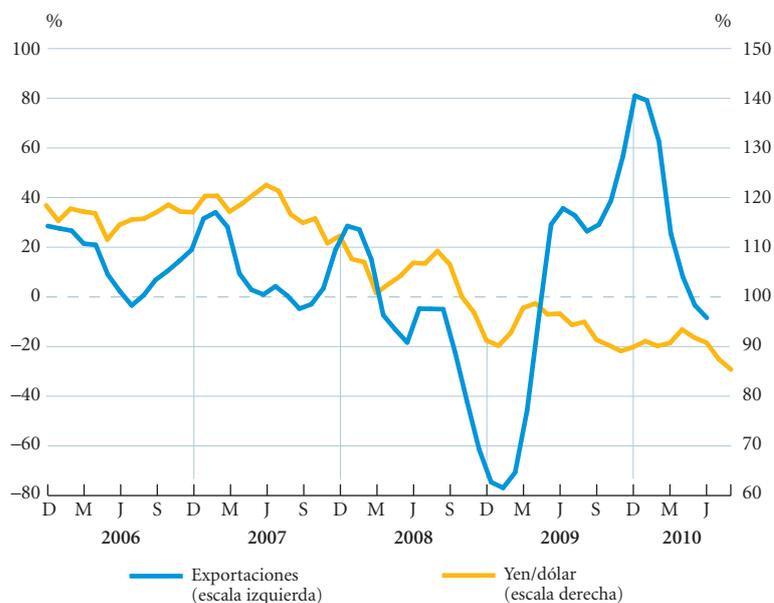
En los precios, continúan las tendencias deflacionistas. El IPC de agosto registró un descenso del 0,9% interanual y el índice

subyacente, el general sin energía ni alimentos, más representativo de las tendencias generales, cedió un 1,5% interanual,

**La deflación continúa. El IPC baja un 0,9% y el subyacente un 1,5%, mientras el paro está en el 5,3%.**

## JAPÓN: EL YEN AYUDA AL ESTANCAMIENTO EXPORTADOR

Variación intertrimestral de las exportaciones y evolución del yen



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

## El crecimiento exportador se ve afectado por la fortaleza del yen.

acumulando 19 meses consecutivos de descensos que lo dejan en niveles de marzo de 1992.

En el sector exterior, las exportaciones se han beneficiado de la recuperación de China. Esto ha estimulado durante el primer tercio de 2010 a la inversión en equipo y la industria, cuyo índice de producción llevaba recuperado en julio un 60% de lo perdido durante la crisis. Sin embargo, esta recuperación exportadora e industrial lleva tres meses atascada, en parte, por la fortaleza del yen, que las autoridades monetarias quieren atajar. Así, según los datos de aduanas, las exportaciones descendieron un 4,6% en el trimestre que va de mayo a julio mientras que, por su parte, la producción industrial cayó un 1,3%. En 2010, el sector exterior podría contribuir el 85% del crecimiento total del PIB. La dificultad de mantener los crecimientos de principios de año y la evolución de los últimos meses aconsejan la cautela.

### China: lejos de sufrir un parón

La economía china sigue avanzando a paso firme, demostrando su resistencia frente a la crisis. Con unas perspectivas de crecimiento alrededor del 10% y del 9%

en 2010 y 2011, respectivamente, el gigante asiático se encuentra lejos de sufrir un parón.

Dicha resistencia no significa que las debilidades estructurales del país hayan desaparecido. El crecimiento continúa dependiendo excesivamente del sector exterior y de la inversión, buena parte realizada en el propio sector exportador y en infraestructuras promovidas por entes públicos. Sin embargo, en lo que va de año, las autoridades chinas han puesto en marcha numerosas medidas destinadas a solventar este sesgo inversor-exterior. Entre otras, destacan: la relajación de los controles sobre el tipo de cambio, lo que ha supuesto una leve apreciación del renminbi frente al dólar; y las restricciones sobre la concesión de crédito.

Aunque todavía es pronto para hablar de transformaciones en el patrón de crecimiento de su economía, ya hemos observado ligeros cambios en algunos indicadores. En concreto, de enero a agosto la inversión en activos fijos creció un 24,8%, frente al 33% de 2009, revelando una moderación en su avance que prevemos se intensifique ante la ralentización del crédito. En este mismo periodo, el superávit de la balanza comercial ascendió a 104.545 mi-

## China crecerá alrededor de un 10% en 2010.

## Principales políticas durante 2010: flexibilización del tipo de cambio y limitaciones de crédito.

### CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	9,6	9,1	9,6	11,3	11,9	10,3	-	-
Producción industrial	12,6	12,5	12,3	17,9	19,8	16,0	13,4	13,9
Producción eléctrica	6,7	6,7	8,0	24,3	22,6	17,8	12,9	13,4
Precios de consumo (*)	5,9	-0,7	-1,3	0,7	2,2	2,9	3,3	3,5
Balanza comercial (**)	298	197	250	197	149	156	174	179
Tipo de interés de referencia (***)	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

NOTAS: (\*) Promedio.

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

(\*\*\*) Porcentaje a final de periodo.

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

llones de dólares, un 15% por debajo del valor del año pasado. Esta moderación del saldo comercial tiene su raíz en un sólido crecimiento de las importaciones.

Si bien ciertos tintes de moderación podrían haber empezado a afectar el componente inversión y sector exterior, es indudable que seguirán siendo importantes fuerzas de arrastre en los próximos años. La alternativa sería un despegue del consumo privado, pero éste no alcanza todavía un rol protagonista. Así, las ventas minoristas crecieron un promedio del 15% interanual en términos reales los primeros ocho meses del año, meramente igualando el promedio de los últimos cinco años. Con todo, cabe señalar que el indicador de ventas al por menor no considera la totalidad del consumo de servicios, un integrante cada vez más importante en el consumo total.

Por último, y aunque a medio plazo, la incapacidad de promover el consumo interno y la inversión privada son el principal riesgo de la economía asiática, las tensiones inflacionistas y los riesgos de burbujas en el mercado inmobiliario siguen despertando los mayores recelos a corto plazo.

Mientras los efectos base y sobre todo los alimentos explican el comportamiento del índice de precios, la excesiva liquidez durante el último año está detrás del sobrecalentamiento del sector de la vivienda. Sin embargo, las limitaciones sobre la concesión de nuevos créditos y las varias medidas destinadas a enfriar dicho sector ya han empezado a surtir efecto: las ventas se han ralentizado y el crecimiento en el precio de la vivienda se ha desacelerado durante los tres últimos meses, del 12,4% interanual de mayo al 9,3% de agosto.

### Brasil: ¿punto de inflexión?

Brasil volvió a superar todas las expectativas con un crecimiento interanual del 8,7% en el segundo trimestre de 2010 y un avance del 1,2% respecto al trimestre anterior. El gasto interno ratificó una vez más su papel motriz con la inversión, que creció un 26,6% interanual como principal fuerza de arranque. El consumo, por su parte, se replegó respecto al primer trimestre pero no, por ello, dejó de crecer en términos interanuales (un 6,6%). El gasto público volvió a sumar, tanto en cifra interanual como intertrimestral, en tanto que

**Las ventas minoristas no reflejan el despegue esperado.**

**El mercado inmobiliario chino muestra síntomas de moderación.**

## BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	5,1	-0,2	-1,3	4,4	9,0	8,7	-	-
Producción industrial	2,9	-7,2	-8,6	6,2	17,3	14,2	9,8	...
Confianza del consumidor (*)	140,4	138,3	141,9	154,2	158,1	154,6	155,2	162,3
Tasa de paro São Paulo (**)	13,0	12,8	13,1	11,8	12,3	13,2	12,6	...
Precios de consumo	5,7	4,9	4,4	4,2	4,9	5,1	4,6	4,5
Balanza comercial (***)	24,8	25,3	26,4	25,3	23,2	19,3	17,7	17,1
Tipo de interés SELIC (%)	11,25	11,25	8,75	8,75	8,75	10,25	10,75	10,75
Reales por dólar (*)	1,8	2,3	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**Brasil sigue sorprendiendo en positivo con un avance del 8,7% en el segundo trimestre.**

la demanda externa siguió sustrayendo, arrastrada fundamentalmente por el ímpetu de unas importaciones que crecieron un 51,5% respecto al mismo trimestre del año anterior.

Ante dichos resultados, y a pesar de que la tasa de actividad tenderá a moderarse esta segunda mitad del año, hemos revisado ligeramente al alza nuestra previsión de crecimiento para 2010, del 7,0% al 7,2%. De cara a 2011, mantenemos nuestro escenario de progresiva corrección del ritmo de

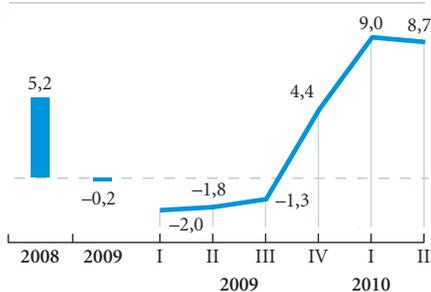
avance de la economía brasileña hasta niveles más sostenibles, en torno al 5%. Con todo, dicho escenario no está exento de riesgos.

Para empezar, las elecciones presidenciales de este mismo mes conllevarán un cambio de administración y nuevo presidente (o presidenta, si los sondeos aciertan). Aunque todo apunta a que no cambiará la orientación del Gobierno y pocos dudan de la continuidad de las principales políticas macroeconómicas, cualquier traspaso de

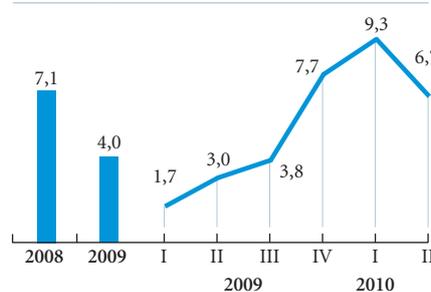
**EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES**

Porcentaje de variación interanual en términos reales

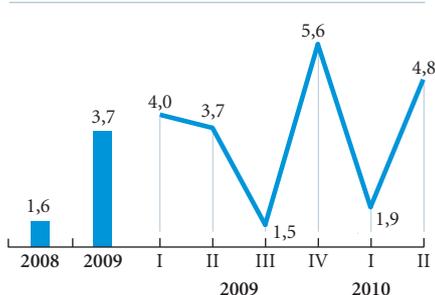
PIB



Consumo privado



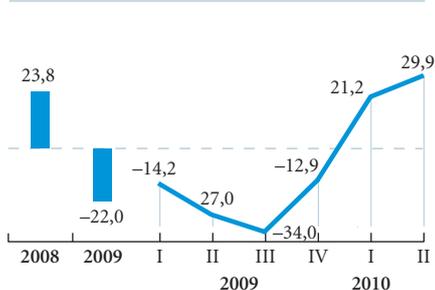
Consumo público



Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

poderes viene acompañado de incertidumbre y, ésta, por sí sola, ya impone riesgos.

Por otra parte, si el nuevo Gobierno demora la retirada de los estímulos fiscales y casi fiscales puestos en marcha a raíz de la crisis, ello complicará la lucha de la política monetaria por mantener a raya las evidentes presiones inflacionistas. Unas presiones que propiciaron el inicio de una senda de subidas del tipo de interés de referencia (200 puntos básicos en lo que va de año) que el Banco Central de Brasil interrumpió en agosto, cuando los precios se dieron un respiro. De todos modos, las presiones siguen latentes y las causas de fondo no aflojan: el mercado laboral se ajusta cada vez más, el crédito sigue en plena expansión, la confianza de los consumidores brasileños en su economía está en máximos históricos y la utilización de la capacidad productiva alcanzó el 85,4% en agosto. Por todo ello, esperamos que la senda de subidas de tipos se reanude en 2011.

Otro de los lances que afronta la economía brasileña es el rápido deterioro de la balanza por cuenta corriente. Aunque la exportación avanza, las importaciones vuelan y la intensidad de las tareas de intervención de las autoridades brasileñas a fin de frenar el avance del real es cada vez mayor. El diferencial de crecimiento esperado entre Brasil y las economías más maduras no hacen prever un cambio de tendencia en la evolución del tipo de cambio a corto plazo, por lo que las reservas seguirán aumentando en los próximos meses.

A medio plazo el principal riesgo aflora por el flanco fiscal. La elevada inversión en infraestructuras que exigirá el mundial de fútbol de 2014 y las olimpiadas de 2016 podría derivar en un sobreendeudamiento de las cuentas públicas. Así pues, aunque el nuevo Gobierno no se verá forzado, en condiciones normales, a tomar medidas extraordinarias para combatir la inflación o elevados desequilibrios fiscales,

sí deberá continuar con el debido ajuste y evitar un excesivo apalancamiento.

En cualquier caso, la coyuntura actual sitúa al partido del Gobierno en una posición muy grata: el crecimiento es espectacular, la confianza interna está en máximos, el empleo avanza e incluso la inflación se dio un respiro en agosto. Por todo ello, tanto Brasil como Dilma Rouseff encaran el futuro con buenas perspectivas. Sólo cabe mantener el buen rumbo sin bajar la guardia ante los riesgos.

### **México: bicentenario poco halagüeño**

La recuperación en México sigue avanzando, impulsada por el buen desempeño de la demanda externa y pendiente del progreso económico en Estados Unidos. Ante el notable ritmo de avance de los dos primeros trimestres, hemos revisado ligeramente al alza nuestra previsión de crecimiento para 2010, del 4,2% hasta el 4,6%. La paulatina reacción de la inversión y del consumo interno promoverán la continuidad de la recuperación en los próximos meses, aunque seguimos esperando una ralentización de la actividad acorde con la moderación del ritmo de avance de la economía global y, sobre todo, de la estadounidense. De cara a 2011, dicha ralentización se acentuará un poco más cuando los efectos de base pasen a jugar en contra.

Aunque el crecimiento de la economía mexicana sorprendió al alza en el segundo trimestre, la demanda interna sigue muy amedrentada. La confianza de los consumidores se va recuperando, pero muy lentamente, y tanto el crédito como las ventas al por menor siguen sin despegar. En este contexto, la incertidumbre relativa a las perspectivas de crecimiento de la economía global no hace más que enturbiar un poco más el panorama económico de la economía azteca.

**La economía brasileña encara la segunda mitad de 2010 en tono de moderación pero mantendrá el ritmo de avance por encima de su potencial.**

**La recuperación avanza en México pendiente de Estados Unidos y de la reactivación del gasto interno.**

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	1,5	-6,6	-6,2	-2,3	4,3	7,7	-	-
Producción industrial	-0,9	-7,0	-6,6	-2,0	5,7	7,6	6,1	...
Confianza del consumidor (*)	92,2	80,5	83,0	78,4	81,5	84,9	87,4	88,7
Índice avanzado de actividad (*)	118,0	110,4	110,9	113,4	114,1	116,6	...	...
Tasa de paro general (**)	4,0	5,5	6,3	5,3	5,4	5,2	5,7	...
Precios de consumo	-11,8	0,0	5,1	4,0	4,8	4,0	3,6	3,7
Balanza comercial (***)	-17,3	-4,6	-12,9	-4,6	-1,9	-2,4	-2,2	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,50	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	10,6	14,2	13,5	13,1	12,3	12,8	12,6	13,2

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

### Siguen sin percibirse presiones inflacionistas por lo que no anticipamos cambios en el tipo de interés de referencia hasta 2011.

Así pues, los riesgos sobre el crecimiento son a la baja y derivan de una desaceleración de la economía de Estados Unidos más fuerte de lo esperado o de la falta de reacción del gasto doméstico, víctima de los efectos prolongados de la crisis. A medio plazo, afloran riesgos adicionales por el flanco fiscal si no prospera una reforma que corrija la excesiva dependencia petrolera de las arcas públicas.

En el ámbito de los precios, los riesgos son, por ahora, bajos y ni el comedimiento de la demanda interna ni el progresivo estrechamiento del *output gap* no hacen presagiar grandes cambios en esa tendencia. Por ello, no anticipamos ni movimientos del tipo de interés de referencia hasta 2011 ni un peso fuerte en los próximos meses, aunque la reciente inclusión de deuda mexicana en el *World Government Bond Index* haya despertado apetito adicional por la deuda local y también por su moneda.

### Materias primas: la dirección es al alza, pero sin prisas

El precio del petróleo sigue manteniendo una evolución con pocos vaivenes y con

un ligero sesgo alcista que se inscribe dentro de un margen de fluctuación entre los 70 y los 85 dólares. Así, entre el 20 de agosto y el 20 de septiembre el precio del crudo subió un 7,3% para situarse en los 79,52 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes), lo que supone un mínimo incremento del 2,2% en lo que llevamos de año y un nivel superior en un 12,3% al de hace un año.

Los últimos indicadores de la economía estadounidense, menos malos de lo esperado, ayudaron al petróleo a compensar pérdidas. Sin embargo, la esperada moderación del crecimiento hace difícil que el precio del crudo llegue más allá de los 80 dólares por barril, el límite superior del rango de 70-80 dólares considerado confortable para la OPEP. En 2011, el precio del petróleo debería evolucionar al alza sólo moderadamente, siguiendo la estela del crecimiento global.

En el resto de materias primas la historia es algo diferente ya que, por lo general, se mantienen las subidas del mes pasado y las perspectivas siguen siendo al alza, pero más por problemas de oferta que por in-

### El petróleo se recupera y roza los 80 dólares por barril.

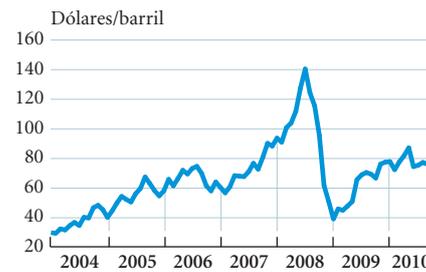
### Las perspectivas de demanda sugieren estabilidad en los precios del petróleo.

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

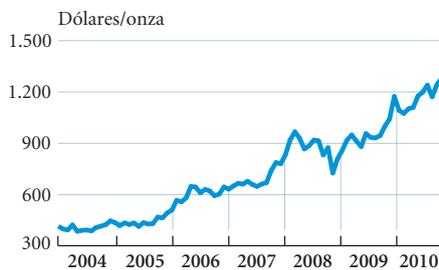
Índice «The Economist»



Petróleo Brent



Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 20 de septiembre).

FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

crementos de la demanda. En el caso de los metales, la necesidad de China de hacer más ecológico su tejido productivo deriva en una reducción de la oferta, con numerosas factorías en proceso de cierre o de reformas. Por el lado de los alimentos, la sucesión de malas cosechas impulsa los precios hacia arriba. Así, el índice *The Eco-*

*nomist* ganó un 3,7% entre el 20 de agosto y el 20 de septiembre, acumulando un avance del 12,3% en dos meses. Por su parte, el oro volvió a marcar máximos históricos este mes y seguirá beneficiándose de la incertidumbre que reina en los mercados de bonos y divisas

**Las materias primas evolucionarán al alza más por problemas de oferta que por aumentos de la demanda.**

## Ajuste fiscal y recuperación: ¿diferencias reconciliables?

Unos más y otros menos, pero prácticamente todos los gobiernos afrontan la necesidad de reducir su déficit fiscal en los próximos años. Además, la crisis en los mercados de la deuda soberana ha exigido que el ajuste comenzara en algunos países –como los de la periferia europea– cuando la recuperación económica aún no está consolidada (véase tabla siguiente). En este contexto, el temor a que el ajuste provoque una recaída de la actividad económica está en la mente de muchos. Un temor razonable, pero la relación entre consolidaciones fiscales y crecimiento económico está repleta de matices.

### OBJETIVOS DE AJUSTE FISCAL EN LA PERIFERIA EUROPEA

Saldo público (en % del PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013	Variación acumulada 2009-2013
España	-11,2	-9,3	-6,0	-4,4	-3,0	8,2
Irlanda	-14,3	-11,6	-10	-7,2	-4,9	9,4
Grecia	-13,6	-7,9	-7,3	-6,2	-4,7	8,9
Portugal	-9,3	-7,3	-4,6	-3,0	-2,0	7,3

FUENTES: Comisión Europea y FMI.

La intuición keynesiana más básica indica que, de la misma manera que una expansión fiscal estimula la actividad económica, una reducción del déficit público reduce la demanda agregada, lastrando con ello el crecimiento. La magnitud del impacto continúa siendo motivo de debate –reducir el déficit fiscal en un 1% del PIB puede disminuir el PIB en más o en menos de 1 punto porcentual, dependiendo de si el multiplicador fiscal es mayor o menor a 1– pero pocos cuestionan la dirección del efecto (el multiplicador es positivo). Esta intuición suele ser válida para cambios pequeños en el saldo fiscal, fruto de una política contracíclica normal que se desarrolla en un entorno de primas de riesgo bajas. En otros casos, sin embargo, puede estar equivocada.

La teoría económica moderna, incluso en versiones de orientación keynesiana, sugiere que, en determinadas circunstancias, un ajuste fiscal no tiene por qué ser perjudicial para el crecimiento económico. En particular, los ajustes que pretenden corregir déficits muy elevados pueden favorecer la actividad económica, siempre y cuando sean creíbles, por varias razones. Primero, por su capacidad de generar confianza si evitan un ajuste futuro aún mayor y seguramente más abrupto. Cuando se trata de confianza y crecimiento, afrontar la realidad siempre es mejor que posponer lo inevitable. Por otra parte, si la corrección del déficit consigue reducir la prima de riesgo del país, la actividad económica se beneficiará de un repunte de los componentes de la demanda más sensibles a los tipos de interés, como la inversión. Por último, un ajuste que incluya una moderación salarial de los empleados públicos puede facilitar la creación de empleo en la medida en que esta moderación se traslade al sector privado (la experiencia indica que los salarios públicos sirven de referencia en las negociaciones salariales del sector privado).

La evidencia empírica confirma que los procesos de ajuste fiscal tienden a tener un efecto contractivo a corto plazo modesto y apunta a que, en algunos casos, su impacto puede llegar a ser expansivo.<sup>(1)</sup> En su último informe anual, el FMI estima que una consolidación fiscal equivalente a un 1% del PIB reduce el crecimiento del PIB, en promedio, 0,5 puntos porcentuales. Esta institución también advierte que el efecto puede ser más negativo si muchos países ajustan sus cuentas simultáneamente, como sucederá en 2011. En otro estudio reciente, Alesina y Ardagna concluyen que una cuarta parte de todos los episodios de ajuste fiscal en países de la OCDE desde 1980 han tenido un efecto expansivo sobre el crecimiento a corto plazo.<sup>(2)</sup> Asimismo, destacan que la mayor parte de ajustes exitosos redujeron el déficit principalmente a través de un recorte del gasto público corriente. Por el contrario, los ajustes contractivos tendieron a confiar en aumentos de la presión impositiva. Otros estudios reiteran la importancia de la composición del ajuste fiscal. En general, las conclusiones apuntan a que las reducciones de gasto productivo en infraestructuras o aumentos de impuestos sobre el trabajo o el ahorro resultan especialmente nocivos para el crecimiento; en cambio, recortes del gasto en salarios o transferencias y aumentos de impuestos sobre el consumo se muestran como alternativas menos perjudiciales para mantener el pulso económico.

La probabilidad de que un ajuste fiscal sea expansivo, o menos contractivo, también aumenta si éste va acompañado de reformas estructurales. La experiencia indica, por ejemplo, que reformas en la sanidad, las pensiones o el seguro de desempleo no sólo son útiles para moderar el gasto público, sino que también pueden elevar el nivel de actividad al reforzar los incentivos al empleo. Estas reformas acostumbra a ser políticamente difíciles pero, precisamente por ello, aportan credibilidad al Gobierno que las lleva a cabo. Y la credibilidad es una condición sine qua non para que un programa de ajuste fiscal sea exitoso y favorezca el crecimiento.

La coordinación entre la política fiscal y la política monetaria también resulta determinante a la hora de decantar el signo del impacto de un ajuste fiscal sobre el crecimiento. Unos tipos de interés bajos, propiciados por una política monetaria laxa, facilitan que un ajuste fiscal llegue a buen puerto y que sea compatible con una expansión económica. Por un lado, porque aminoran el gasto en intereses del gobierno, lo que ayuda a reducir el déficit y la deuda pública. Por otra parte, porque unos tipos de interés bajos liberan recursos en el sector privado para consumir o invertir, promoviendo así el crecimiento.

Los programas de ajuste iniciados en los países de la periferia europea (España, Irlanda, Grecia y Portugal) cuentan con varios de los ingredientes que ayudan a compatibilizar ajuste y crecimiento: reducciones de gasto, reformas estructurales y una política monetaria laxa. A pesar de ello, las primas de riesgo se han resistido por ahora a bajar significativamente. Hasta cierto punto, es normal: la credibilidad puede perderse de la noche a la mañana, pero ganarse, se gana poco a poco. En este sentido, los datos de ejecución presupuestaria de los próximos meses, los presupuestos del año próximo y las nuevas medidas estructurales que se adopten serán cruciales para apuntalar la confianza y promover el crecimiento. Consolidar la recuperación no será sencillo, pero que nadie se engañe: en ausencia de un plan de ajuste fiscal, el crecimiento no sería mayor; más bien, tendríamos recesión para rato.

(1) FMI (2010). «Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation», en: *World Economic Outlook*, octubre 2010, Washington DC.

(2) Alesina, A. y S. Ardagna (2009). «Large changes in fiscal policy: taxes versus spending», en: *NBER Book Series Tax Policy and the Economy*, vol. 24, J. Brown (ed.), The University of Chicago Press, Chicago.

*Este recuadro ha sido elaborado por Enric Fernández  
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

# UNIÓN EUROPEA

La demanda interna de la eurozona revive.

## Zona del euro: una de cal y otra de arena

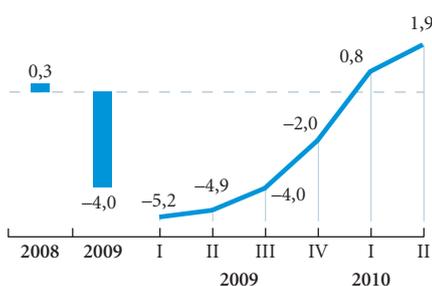
Las buenas noticias en la eurozona llegaron por partida doble, pero la alegría parece que durará poco. La tasa de crecimiento

alcanzó un ritmo sorprendente en el segundo trimestre y, además, el producto interior bruto (PIB) se vio impulsado por la demanda interna, tanto por la inversión como por el consumo privado. Ello, *a priori*, hace pensar que el proceso de recu-

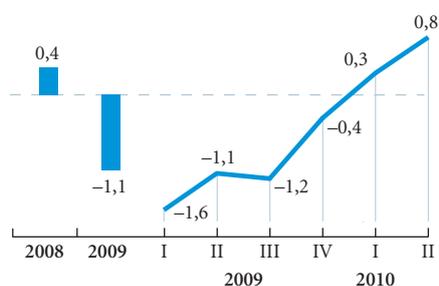
### EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

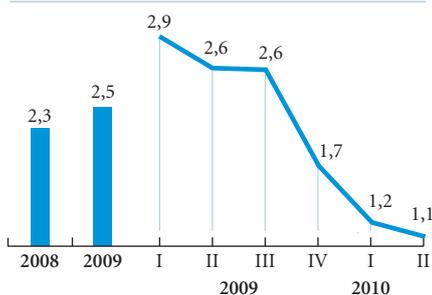
#### PIB



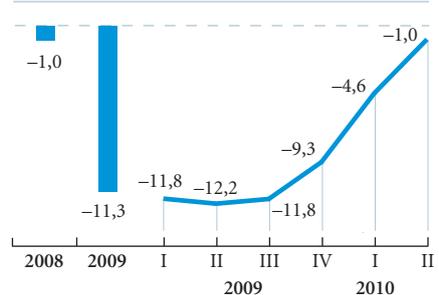
#### Consumo privado



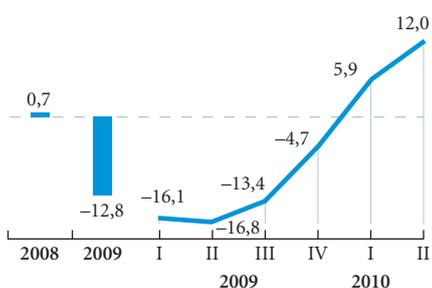
#### Consumo público



#### Formación bruta de capital fijo



#### Exportaciones de bienes y servicios



#### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

peración es más maduro de lo que la mayoría de analistas creían. Pero las buenas noticias terminan aquí.

Todo apunta a que el fuerte ritmo de avance no se mantendrá en el segundo semestre del año mientras que el año próximo, muy probablemente, la tendencia será positiva pero bastante débil. Este escenario queda reflejado en nuestras nuevas previsiones. Para 2010 el crecimiento del PIB previsto es del 1,5%, lo que representa un aumento de 0,5 puntos porcentuales respecto a la previsión anterior. Ello refleja, principalmente, la sorpresa positiva del segundo trimestre. La previsión para 2011 también ha sido revisada ligeramente al alza, del 1,5% al 1,7%, pero sigue reflejando un perfil de salida de la recesión bastante plano.

Para entender bien el nuevo escenario de previsiones empecemos revisando con un poco de detalle los datos de crecimiento. Recordemos que el PIB de la eurozona en el segundo trimestre avanzó contra todo pronóstico un 1,0% con respecto al trimestre anterior y ello dejó la tasa de varia-

ción interanual en el 1,9%. Todo apuntaba a que el sector exterior y el ciclo de existencias harían que la tasa de crecimiento de la eurozona se mantuviera en torno al 0,4%. Pero el inesperado avance del consumo privado y la inversión dispararon el ritmo de crecimiento. El consumo privado, concretamente, había presentado una evolución muy errática en los últimos trimestres y nada hacía pensar que crecería un 0,5% en el segundo trimestre. Además, la tasa de crecimiento de los trimestres anteriores fue revisada al alza, por lo que ahora muestra una tendencia claramente alcista.

El caso de la inversión es similar. Llevaba casi dos años registrando una tasa de crecimiento muy negativa. En el primer trimestre del año, por ejemplo, el retroceso había sido del -1,2% intertrimestral. Pero, como en el caso del consumo privado, la serie histórica fue revisada ligeramente al alza y el crecimiento del segundo trimestre fue notable, del 1,4% concretamente. Al final, ambos componentes añadieron 0,6 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, 0,3 cada uno.

**El PIB crece un 1,0% intertrimestral en el segundo trimestre de 2010...**

**...impulsado por el consumo privado y la inversión.**

**Pero todo apunta a que el fuerte ritmo de crecimiento no se podrá mantener.**

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	0,3	-4,0	-4,0	-2,0	0,8	1,9	-	...
Ventas al por menor	-0,7	-2,3	-2,3	-1,0	0,5	0,6	1,2	...
Confianza del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-21,4	-17,0	-16,8	-16,7	-14,0	-11,4
Producción industrial	-1,7	-14,8	-14,5	-7,5	4,7	9,2	7,2	...
Sentimiento económico (1)	93,5	80,8	84,1	91,9	96,6	99,3	101,1	101,8
Tasa de paro (2)	7,5	9,4	9,7	9,8	9,9	10,0	10,0	...
Precios de consumo	3,3	0,3	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,7	1,6
Balanza comercial (3)	-1,2	-15,2	-6,4	13,5	26,2	22,4	13,4	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,6	1,2	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	110,6	111,7	112,1	113,8	108,8	103,2	102,5	102,1

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

## Los indicadores adelantados del consumo se estancan...

La sorpresa negativa la dio el sector exterior. Las exportaciones crecieron con fuerza tal y como se esperaba. Avanzaron un 4,4% con respecto al trimestre anterior y añadieron 1,7 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento del PIB. Pero las importaciones también sorprendieron al alza, en parte debido al fuerte avance del consumo, y detrajeron 1,6 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. La contribución final del sector exterior acabó siendo de tan sólo 0,1 puntos porcentuales.

Pero, ¿cómo es posible que tras las muestras de fortaleza mostradas por la demanda interna, en el segundo semestre del año el ritmo de avance se vuelva a moderar? La respuesta la encontramos precisamente en los indicadores adelantados del consumo y la inversión. Por lo que al consumo se refiere, el comportamiento del índice de confianza y las ventas al por menor está siendo bastante modesto. El índice de ventas al por menor sigue recuperándose, en el mes de julio avanzó un 0,1% por ejemplo, pero éste es un ritmo que no es com-

patible con grandes alegrías del consumo. Además, la tasa de paro sigue estancada en el 10,0% y, de momento, no da señales de que tenga que empezar una senda claramente bajista.

Por lo que a la inversión se refiere, el panorama es igualmente de moderado pesimismo. El ejemplo más claro nos lo ofrece el índice PMI de los gestores de compras. La evolución a lo largo del tercer trimestre ha sido bastante errática y ha concluido con un importante retroceso que los sitúa a niveles de principios de año. El caso del índice de producción industrial es parecido. La tendencia positiva iniciada en la primavera del año pasado se ha tomado un respiro. En el mes de junio retrocedió un 0,2% con respecto al mes anterior y en el mes de julio se quedó totalmente plana.

En el medio plazo la fotografía es un poco más abierta que para el segundo semestre de este año, pero si bien no se esperan grandes alegrías, la tendencia seguirá siendo positiva. A grandes rasgos, hay tres ele-

## ...y los de la inversión anotan un leve retroceso.

### EL DEBILITAMIENTO DE LOS ESTADOS UNIDOS PASA FACTURA AL EURO

Tipo de cambio euro-dólar



FUENTES: Datastream y elaboración propia.

mentos que han ganado protagonismo en los últimos meses y cuyo desenlace determinará la futura evolución de la eurozona: la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de los Estados Unidos, la posibilidad de que la Fed retome una política de expansión cuantitativa y el repunte del tipo de cambio del euro con el dólar. Todos los elementos, naturalmente, están estrechamente ligados entre sí. De confirmarse la ralentización del crecimiento de la economía estadounidense, Ben S. Bernanke se verá obligado a tomar medidas excepcionales para estimular la economía. La razón: el escenario deflacionista va ganando fuerza poco a poco y, de materializarse, haría el proceso de desapalancamiento de la economía mucho más lento.

¿Cómo afecta esto a la eurozona? La vía comercial es la más evidente. Los Estados Unidos son uno de los socios comerciales más importantes de la eurozona y, naturalmente, si su economía se debilita las exportaciones europeas lo notarán. Otro elemento a tener en cuenta es el tipo de cambio. Si al final la Fed vuelve a llevar a cabo medidas excepcionales es probable que el dólar se debilite, y ello también afectaría al sector exterior europeo. De hecho, parte del repunte que el euro ha experimentado en las últimas semanas es

debido a que los mercados ya han aumentado la probabilidad de que este escenario se acabe produciendo.

Naturalmente, existen otros factores que afectarán el porvenir de la eurozona. Los más importantes son la persistencia del crecimiento de los países emergentes y el tono de la demanda interna. En este sentido, será determinante la evolución del mercado laboral. Como se ha comentado anteriormente, la tasa de paro ha dejado de aumentar y, además, también se ha dejado de destruir empleo. Se espera que ello sea la antesala de una mejora del mercado laboral en el año próximo.

En definitiva, la salida de la recesión no será un camino de rosas. Más bien lo contrario. Como se expresa tanto en los comunicados del Banco Central Europeo como de la Comisión Europea, la incertidumbre sigue siendo muy elevada, y mes a mes salen nuevos protagonistas que pueden influir en el porvenir de la economía del viejo continente. Ello, de todas formas, no nos debe hacer olvidar que, de momento, el camino tomado por la economía europea parece ser el correcto: la recesión ha quedado atrás y la senda de crecimiento es lo bastante robusta como para descartar una posible recaída en el medio plazo.

**La desaceleración de la economía estadounidense limitará el crecimiento de la eurozona.**

## Europa, una cuestión de unión

El proceso de integración de los países de la eurozona se consideraba irreversible. Una marcha atrás no sólo era impensable, sino que parecía no tener fundamento político o económico alguno. La crisis económica ha cambiado el panorama radicalmente, sobre todo después de la crisis de la deuda griega. El país helénico evitó la reestructuración de la deuda gracias a un paquete de ayuda del Fondo Monetario Internacional y de los distintos países de la eurozona que superó los 100.000 millones de euros. Pero ello no evitó que las dudas sobre la capacidad de pago de otros países como Irlanda, Portugal y España aumentaran considerablemente.

Desde entonces, los fundamentos sobre los que se asienta la eurozona han sido ampliamente cuestionados. Reputados economistas han propuesto reformas más o menos profundas para evitar que episodios como el protagoni-

zados por Grecia se vuelvan a repetir. La reacción de la clase política tampoco se ha hecho esperar. El Ecofin ya ha tomado algunas medidas y en los próximos meses se podrían anunciar más reformas de alto calado. La refundación de la eurozona está en marcha y el impacto económico de la transformación puede ser de primer orden. Analicemos pues las distintas opciones que tiene Bruselas encima de la mesa.

Los mecanismos que debían asegurar la estabilidad macroeconómica de la eurozona eran diversos. Uno de los pilares centrales era el Banco Central Europeo (BCE). A este organismo se le garantizó independencia para fijar el tipo de interés que asegurara la estabilidad de precios. Ello es primordial para fomentar la estabilidad macroeconómica, pero no la asegura. La política fiscal llevada a cabo por los distintos estados miembros era también fundamental. Sin embargo, mientras el BCE ha conseguido ganarse una buena reputación en tan sólo una década, el éxito de los mecanismos que debían asegurar una política fiscal sostenible a medio plazo ha sido escaso.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento recoge los dos principios fundamentales que debían fomentar la disciplina fiscal. Por un lado, el déficit fiscal de cada país no podía superar el 3% del producto interior bruto (PIB). En segundo lugar, la deuda pública tenía que mantenerse por debajo del 60% del PIB. Aunque estos principios son sencillos y ampliamente conocidos, ambos fueron violados repetidamente (véase tabla siguiente). Por lo que al déficit se refiere, el caso más flagrante es el de Grecia, que registró un déficit superior al 3% de forma continuada durante la última década. Igualmente llamativo es el hecho que, hasta antes de la crisis, tan sólo cuatro países habían respetado el principio de déficit excesivo, entre ellos España. Sin ir más lejos, Francia, Alemania e Italia, las grandes locomotoras de la eurozona, lo rebasaron repetidas veces. Naturalmente, ello se tradujo en un elevado nivel de deuda pública. Para el conjunto de la eurozona ésta se mantuvo año tras año ampliamente por encima del límite fijado en el Pacto. El nivel registrado por Italia, por ejemplo, siempre fue superior al 100% del PIB, mientras que en Alemania y Francia superó el 60% del PIB en 2002 y 2003 respectivamente y ya no volvió a bajar.

Claramente, los mecanismos que debían fomentar el equilibrio presupuestario de los países durante el período de crecimiento económico no funcionaron y ello ha puesto en peligro la unión monetaria al llegar la recesión. Desafortunadamente, no existe una receta mágica que asegure la disciplina fiscal a lo largo de los próximos años. A grandes rasgos, las distintas propuestas se pueden clasificar en función del peso que quieren dar a un sistema de reglas común. En un extremo, hay quienes defienden la anulación de los límites de déficit y deuda pública fijados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Ello, argumentan, debe ir acompañado del firme compromiso del resto de países de la Unión de no acudir al rescate de otro de sus miembros aunque éste lo necesite. Este sistema debería, *a priori*, garantizar la máxima disciplina fiscal durante los años de bonanza económica, ya que el coste de un eventual impago de la deuda soberana sería prohibitivo. De todas formas, parece poco creíble que dicho compromiso se cumpla. Como se ha demostrado con la crisis de la deuda soberana griega, los lazos entre los distintos países miembros, tanto comerciales como financieros y políticos, son tan importantes que, llegado el caso, el rescate resulta beneficioso para todas las partes.

En el otro extremo podemos agrupar aquellas propuestas que fomentan la centralización de la política fiscal a nivel europeo. El ejemplo más evidente es la creación de una agencia fiscal europea, equiparable al BCE, con el mandato explícito de mantener la solvencia de los distintos gobiernos de la Unión. La centralización de la política fiscal podría conllevar ganancias de eficiencia y debería asegurar la disciplina. Otra opción para mejorar la rectitud fiscal sería la creación de un bono común europeo. La centralización de la emisión de la deuda pública haría más fácil la limitación de la capacidad de endeudamiento de los distintos países. Además, se reducirían los costes de la deuda de muchos de ellos, ya que las primas de insolvencia e iliquidez serían, probablemente, menores. De todas formas, en ambos casos ello supondría una importante pérdida de soberanía fiscal para cada país, un paso

## EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO SE INCUMPLIÓ DE FORMA SISTEMÁTICA

	Déficit promedio 2000-2007 (%PIB)	Años con un déficit superior al 3% del PIB (2000-2007)	Deuda pública promedio 2000-2007 (%PIB)	Años con deuda pública superior al 60% del PIB (2000-2007)
Alemania	-2,2	4	63,6	6
Austria	-1,5	1	64,5	7
Bélgica	-0,3	0	96,9	8
España	0,3	0	47,6	0
Finlandia	4,1	0	41,6	0
Francia	-2,7	3	61,8	5
Grecia	-5	8	99,8	8
Holanda	-0,6	1	50,5	0
Irlanda	1,5	0	30,5	0
Italia	-2,9	5	106	8
Luxemburgo	2,3	0	6,3	0
Portugal	-3,6	4	58,3	3
<b>Eurozona</b>	<b>-1,6</b>	<b>1</b>	<b>64,5</b>	<b>8</b>

FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

que no necesariamente es adecuado dadas las diferencias institucionales, culturales y económicas entre los distintos miembros de la Unión.

De momento, los pasos tomados por la CE se encuentran en un término medio. Todo apunta a que la opción preferida por Bruselas pasa por reforzar el actual Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este sentido, el Ecofin ya ha aprobado una medida: la introducción del Semestre Europeo. A partir del año que viene, cada mes de abril los países deberán presentar al Consejo Europeo su estrategia presupuestaria a medio plazo. Posteriormente, el mes de julio, este organismo hará pública su evaluación para que los estados la tengan en cuenta antes de cerrar sus presupuestos del año siguiente. Es muy probable que este proceso se refuerce con medidas punitivas para asegurar que los estados tengan en cuenta la opinión del Consejo, aunque este último aspecto todavía no se ha concretado. Además, el presidente de la CE, José Manuel Durão Barroso, ha manifestado la voluntad de impulsar la creación de un bono común europeo que sirva para financiar los grandes proyectos de infraestructuras e investigación de la Unión Europea.

Una última vía que queda por explorar es la alemana. La opción preferida por la canciller Angela Merkel consiste en que cada país apruebe una ley que limite su capacidad de endeudamiento. Alemania, por ejemplo, ha limitado por ley el déficit estructural que el país puede alcanzar al 0,35% del PIB. Si el resto de países hicieran lo mismo, argumenta, la disciplina fiscal estaría asegurada. Pero la medida no está exenta de polémica, ya que la definición de déficit estructural, el déficit que no tiene en cuenta los ingresos y gastos relacionados con el ciclo económico y elimina el efecto de medidas temporales, es difusa y ello puede restar efectividad a la medida. De momento, no parece que el resto de países vayan a seguir el camino propuesto por Alemania.

Con tantas medidas posibles encima de la mesa, escoger la mejor no será tarea fácil. Todas tienen ventajas y desventajas. Pero cuando los líderes de los distintos países europeos se sienten para tomar la decisión final, deben tener muy presente la rapidez con la que surgieron las dudas sobre el futuro de la unión monetaria europea. La decisión final debe ser ambiciosa: ha quedado claro que si la unión monetaria no se acompaña de un mayor grado de unión fiscal, el futuro de la moneda única peligra y, con ello, en cierta medida la propia unión económica. Al final, el futuro de la Unión Europea es simplemente... una cuestión de unión.

*Este recuadro ha sido elaborado por Oriol Aspachs Bracons  
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

### Alemania registra un fuerte crecimiento en el segundo trimestre.

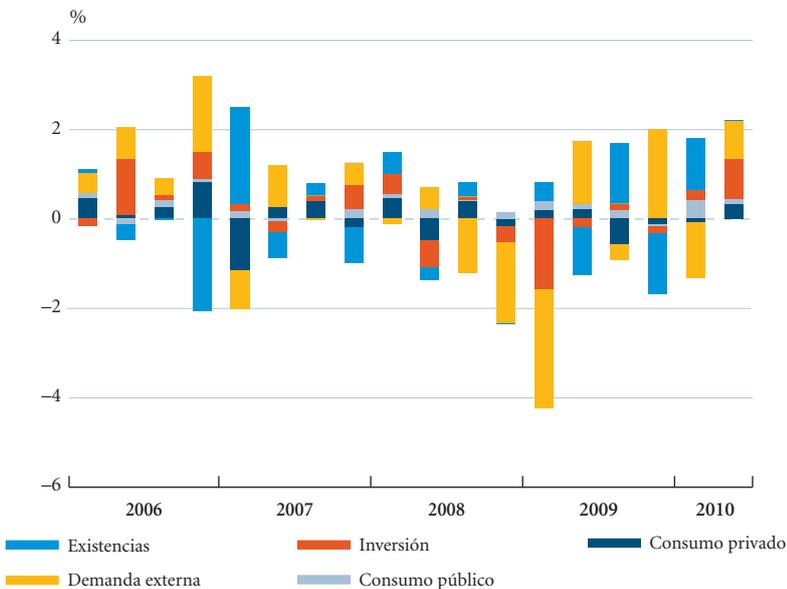
### Alemania reducirá su ritmo de crecimiento en la segunda mitad de 2010

Alemania cumple, este octubre, el vigésimo aniversario de su reunificación. Una efeméride que empezó a celebrar por adelantado durante el segundo trimestre de 2010, cuando registró un crecimiento intertrimestral del PIB del 2,2%, el mayor desde esa fecha. Este vertiginoso incre-

mento de la economía germana superó las estimaciones de los principales analistas, lo que provocó la revisión al alza de sus previsiones para el global de 2010. Destaca, entre éstas, la previsión de la Comisión Europea, que elevó el crecimiento esperado en este año en más de dos puntos porcentuales, hasta el 3,4%. Cifras que, de cumplirse, situarían este ejercicio entre los más prósperos de la última década, después del intenso retroceso de 2009.

#### TODOS LOS COMPONENTES CONTRIBUYERON POSITIVAMENTE AL CRECIMIENTO ALEMÁN

Crecimiento intertrimestral del PIB



FUENTE: Instituto de Estadística alemán.

Más allá de la intensidad de la recuperación económica, la mejor noticia del dato del segundo trimestre fue la evolución positiva de todos los componentes del PIB. Así, el repunte del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión respecto a los primeros tres meses del año contribuyeron en 1,3 puntos porcentuales al crecimiento económico alemán. Este dinamismo de la demanda interna logró dejar en segundo plano a la contribución de la demanda exterior, de 0,9 puntos. Un hecho que pone de manifiesto la sostenibilidad del crecimiento económico germano y aleja definitivamente el riesgo a una recaída en 2011.

A pesar de ello, se prevé que esta senda de crecimiento registre una desaceleración en la segunda mitad de 2010. Por un lado, el consumo público mantendrá su escasa aportación a corto plazo. Así, a pesar de la buena marcha de la economía en el primer semestre, el Gobierno alemán sigue enarbolando la bandera de la austeridad con la aprobación, en septiembre, de su plan de consolidación presupuestaria. Con éste, el Ejecutivo espera aliviar la deuda pública alemana en 80.000 millones de euros durante los cuatro próximos años. Asimismo, también pretende sentar las bases para

el cumplimiento del nuevo techo de endeudamiento establecido en la Constitución (del 0,35% del PIB) y que entrará en vigor en 2016. Un límite que aún se encuentra lejos del déficit acumulado en el primer semestre del año, que alcanzó los 42.800 millones de euros, cerca del 3,5% del PIB.

Por otro lado, la debilidad de las perspectivas económicas de los Estados Unidos y de Europa, junto con la posible moderación del crecimiento asiático, podrían frenar la dinámica exportadora de los últimos trimestres. El análisis de los datos de comercio exterior de julio muestra esta ralentización, con una caída de las exportaciones del 1,5% respecto al mes anterior. Una reducción que provocó la primera contracción interanual del superávit comercial en lo que va de año.

Como consecuencia, serán la inversión y el consumo privado los que determinarán el ritmo de crecimiento de la economía germana. Los indicadores de oferta disponibles del tercer trimestre apuntan hacia una menor contribución de la inversión al crecimiento del PIB en este periodo. El indicador IFO de actividad empresarial, que normalmente se considera reflejo del pulso económico general de Alemania, se estan-

**La Comisión Europea prevé un crecimiento de la economía alemana del 3,4% en 2010.**

**Menor contribución esperada del sector exterior y del consumo público en la segunda mitad del año.**

**La actividad industrial muestra signos de ralentización.**

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	0,7	-4,7	-4,4	-2,0	2,0	3,7	-	...
Ventas al por menor	0,0	-2,5	-2,6	-2,1	0,9	0,5	1,1	...
Producción industrial	-0,1	-15,4	-15,0	-8,0	6,0	12,4	11,3	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	89,8	93,5	96,6	101,7	106,2	106,7
Tasa de paro (**)	7,8	8,2	8,3	8,2	8,1	7,7	7,6	7,6
Precios de consumo	2,6	0,4	-0,3	0,4	0,7	1,0	1,2	1,0
Balanza comercial (***)	195,1	140,2	130,9	129,3	140,5	148,4	148,8	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**La tasa de paro alemana de julio y agosto se sitúa en el 7,6%, el mínimo desde 1992.**

có en septiembre con una ralentización del componente futuro. Los datos de actividad industrial también avalan esta tendencia. Así, a pesar del crecimiento de la producción en julio del 11,3% interanual, ésta permaneció prácticamente estancada si se compara con el dato del mes anterior. Además, la caída de los pedidos industriales, del 2,2% interanual, no permite anticipar un pronto retorno a los niveles de crecimiento registrados en primavera.

Este menor tono de la oferta tuvo también su correlato por el lado de la demanda. Así, las ventas al por menor se redujeron en julio por segundo mes consecutivo, con una caída del 0,3% intermensual. Sin embargo, este dato contrasta con el nuevo incremento de la confianza del consumidor en agosto, que se situó en niveles máximos de los últimos tres años. Un optimismo que se explica por la buena situación del mercado laboral, que en julio y agosto alcanzó la menor tasa de paro desde 1992, del 7,6%. Se espera que el consumo mantenga un ritmo de crecimiento positivo –aunque suave– en lo que resta de año. Ello presionará ligeramente la tasa de inflación, que en agosto se redujo dos décimas, aunque por debajo de la media registrada los últimos diez años, del 1,5%.

En definitiva, descartada la posibilidad de una recaída económica, la evolución prevista de los distintos componentes del PIB apunta hacia una desaceleración del crecimiento en los próximos trimestres. Una ralentización que genera aún ciertas dudas respecto a su magnitud y duración.

### Francia: crecimiento lento pero seguro

La economía francesa inició su fase de recuperación el segundo trimestre del año pasado con unas tasas de crecimiento relativamente moderadas. Los mismos factores estructurales que facilitaron que durante la etapa recesiva la caída del PIB galo fuera bastante menor que el promedio de la zona del euro, a saber, su menor grado de apertura al exterior y su resistente consumo privado, ralentizan ahora el ritmo de su expansión.

Por el lado de la oferta, aunque la producción industrial de los últimos meses muestra unos resultados bastante erráticos, su evolución apunta a que el tejido industrial francés mantendrá su reactivación. Así, tras una fuerte caída en junio, la producción industrial repuntó nueve décimas en julio, situando la tasa de crecimiento interanual en el 5,5%. A pesar de esta mejora,

**Prosigue la reactivación de la actividad industrial francesa.**

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	0,1	-2,5	-2,7	-0,5	1,2	1,7	-	...
Consumo de los hogares	-0,3	0,8	0,3	4,2	1,8	0,3	...	...
Producción industrial	-2,7	-12,1	-11,5	-4,8	4,9	7,4	5,5	...
Tasa de paro (*)	7,8	9,4	9,6	9,8	9,9	9,9	10,0	...
Precios de consumo	2,8	0,1	-0,4	0,4	1,3	1,6	1,7	1,4
Balanza comercial (**)	-50,1	-48,9	-45,3	-41,6	-42,4	-44,0	-47,3	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

el índice continuó a un nivel bastante inferior al de precrisis.

Otras variables de mayor frecuencia también prevén una recuperación estable, aunque moderada. De este modo, el sentimiento económico de los empresarios mejoró en agosto, mientras el índice de pedidos industriales cayó en el mismo mes. Por lo que respecta al total de matriculaciones de agosto, éstas continuaron la tendencia decreciente de los últimos seis meses, en gran parte por la eliminación progresiva de las ayudas a la compra de automóviles (*prime à la casse*). Por otro lado, la confianza de los consumidores aumentó cuatro puntos en agosto, acercándose así a su promedio de largo plazo, y ello podría ayudar a que el consumo privado mantuviera su relativa fortaleza.

De la lectura de los indicadores adelantados se desprende que la economía francesa avanzará gradualmente en los próximos meses, tal y como fue su trayectoria expansiva hasta la fecha. En sus últimas previsiones, el Gobierno galo baraja un crecimiento para la economía francesa del 1,4% en 2010 y del 2,0% en 2011. Cabe señalar que la previsión para 2011 se recortó el mes pasado medio punto con respecto a la cifra anterior, del 2,5%. Esta revisión vino motivada por la voluntad firme

del Gobierno de reducir el déficit público por debajo del 6% en 2011, y con este fin anunció la supresión de 10.000 millones de euros adicionales de gasto en exenciones fiscales. Aun así, el cálculo del Gobierno para 2011 continúa siendo bastante más optimista que la tasa del 1,6% prevista por el Fondo Monetario Internacional.

Finalmente, en esta tesitura de control del déficit destaca la aprobación por parte de la Asamblea Nacional del proyecto de ley de reforma del sistema de pensiones, que ahora debe ser ratificado en el Senado durante el próximo mes de octubre. Esta propuesta busca aumentar de 60 a 62 años la edad mínima de jubilación para 2018 a 41 años y medio el tiempo de cotización y a 67 la edad para la pensión plena. Asimismo, el proyecto también aumenta en dos años la edad de jubilación en otros grupos que cuentan con una edad legal menor y acerca las condiciones entre asalariados y funcionarios.

### El sector exterior impulsa la economía italiana en el segundo trimestre

Hace apenas un año, la economía italiana dejaba atrás la mayor recesión desde la Segunda Guerra Mundial y registraba los primeros indicios de mejoría. Doce meses

**El Gobierno francés prevé un crecimiento del 1,4% y 2% en 2010 y 2011, respectivamente.**

**La Asamblea Nacional francesa aprueba la reforma de las pensiones.**

**El sector exterior y la inversión impulsan el PIB italiano en el segundo trimestre.**

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	-1,3	-5,1	-4,7	-2,8	0,5	1,3	-	...
Ventas al por menor	-0,3	-1,6	-1,8	-0,7	-0,4	-0,3	...	...
Producción industrial	-3,8	-18,2	-17,4	-9,3	3,0	7,6	4,6	...
Tasa de paro (*)	6,7	7,8	7,9	8,3	8,4	8,5	-	...
Precios de consumo	3,3	0,8	0,1	0,7	1,3	1,5	1,7	1,6
Balanza comercial (**)	-10,0	-9,9	-8,7	-6,0	-6,9	-12,0	-16,3	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**Los datos del tercer trimestre muestran un menor dinamismo.**

más tarde, el PIB transalpino del segundo trimestre de 2010 confirmó definitivamente esta recuperación, con un crecimiento del 0,5% intertrimestral, el mayor de los últimos tres años. Como consecuencia de este repunte, la Comisión Europea elevó en tres décimas su previsión de crecimiento para 2010, hasta el 1,1%.

El análisis más detallado del último dato del PIB señala la demanda externa como el principal motor de la economía italiana durante la pasada primavera. Así, la pérdida de valor de la moneda común europea y la fuerte recuperación de los principales socios comerciales, y en especial de Alemania, incrementaron las exportaciones italianas en un 3,3% intertrimestral. Este aumento fue superior al de las importaciones, del 0,8% en el mismo periodo, situando la contribución de la demanda externa al crecimiento en los 0,6 puntos porcentuales. Por lo que respecta a la demanda interna, sólo la inversión creció un significativo 1,3% respecto al trimestre anterior, aunque impulsada por el fin de las ayudas fiscales. Mientras, la fragilidad del mercado laboral, con un nuevo aumento de la tasa de paro hasta el 8,5%, y la necesidad del saneamiento de las arcas públicas mantuvieron prácticamente estancado el consumo, público y privado, durante este periodo.

Ante este escenario, surge la duda sobre la sostenibilidad de este ritmo de recuperación. La respuesta del consenso económico a esta pregunta es tajante: la economía italiana sufrirá una ralentización en la segunda mitad del año. El menor dinamismo de la economía global, la aplicación gradual de las medidas de consolidación presupuestaria y la fragilidad del mercado laboral debilitarán la tendencia de exportaciones, consumo e inversión.

Los pocos datos disponibles en el tercer trimestre avalan este escenario. Por el lado de la oferta, la producción industrial registró su menor crecimiento en lo que va de año,

del 0,1% intermensual en julio. La contracción de los pedidos industriales, del 3,0% en este mismo periodo, y el deterioro de la confianza industrial en agosto sugieren que la tendencia para los próximos meses continuará a la baja. Un pesimismo que también se hizo patente entre los consumidores italianos, cuya confianza se redujo en agosto. Por su parte, la demanda exterior tampoco trajo buenas noticias, con la reducción del superávit comercial de julio en más del 50% respecto al año anterior.

Sin embargo, las debilidades estructurales de la economía italiana supondrán un lastre para el crecimiento económico transalpino en 2011, manteniéndolo por debajo de la media de la Unión Europea. Es, por lo tanto, necesaria la implementación de medidas estructurales que corrijan especialmente la reducida competitividad. Algo que parece más bien una utopía debido a la inestabilidad política actual, desatada tras la escisión sufrida en el seno del principal partido en el Gobierno.

### **El Reino Unido prosigue su senda de recuperación, pero a menor ritmo**

Tras un segundo trimestre en el que el crecimiento británico experimentó una fuerte aceleración, algunos de los indicadores de la actividad económica británica durante los meses de verano mostraron unas perspectivas menos halagüeñas. De este modo, se espera que la economía británica continúe su proceso de recuperación en el tercer trimestre, pero difícilmente se mantendrá el fuerte ritmo de crecimiento.

Los indicadores de oferta muestran por lo general un comportamiento más débil. La producción industrial repuntó un 0,2% en el mes de julio, situando la tasa de crecimiento interanual en el 1,9%, aunque ésta siguió lejos de los niveles alcanzados en el periodo anterior a la recesión. Otras variables apuntan a una desaceleración de la

**La inestabilidad política dificulta la aplicación de reformas estructurales.**

**En el Reino Unido, los indicadores mensuales muestran un crecimiento menos intenso en el tercer trimestre.**

## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	-0,1	-4,9	-5,3	-2,9	-0,2	1,7	-	...
Ventas al por menor	1,7	1,0	2,1	2,6	-0,2	0,8	1,0	0,5
Producción industrial	-3,1	-10,1	-10,4	-5,9	0,3	1,7	1,9	...
Tasa de paro (1)	2,8	4,7	4,9	5,0	4,9	4,6	4,5	4,5
Precios de consumo	3,6	2,1	1,5	2,1	3,2	3,4	3,1	3,1
Balanza comercial (2)	-93,6	-86,8	-84,1	-82,4	-82,8	-85,0	-88,4	...
Tipo de interés Líbor 3 meses (3)	5,5	1,2	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	97,6	73,9	83,7	79,1	80,4	78,2	81,5	82,3

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

actividad como, por ejemplo, las matriculaciones de turismos, que experimentaron una fuerte caída en agosto por segundo mes consecutivo.

Por su parte, el índice de confianza industrial del mes de agosto mejoró, mientras su equivalente en servicios experimentó una bajada. No obstante, cabe señalar la opinión positiva de los empresarios sobre las perspectivas de la economía británica para los próximos meses que se desprende de la encuesta empresarial elaborada por la organización CBI en el mes de septiembre. En efecto, los empresarios entrevistados consideran que la demanda y los pedidos de productos de exportación serán mejores que en la primera mitad del año, y sus expectativas son que el ritmo de crecimiento será sólido.

A partir de los indicadores adelantados disponibles, el National Institute of Economic and Social Research estima que la economía británica aumentó un 0,7% en los tres meses hasta agosto después del 1,3% en los tres meses hasta julio, lo que supone una cierta desaceleración en el ritmo de crecimiento.

Por el lado de la demanda, se espera que la subida del IVA en enero de 2011 incentive el consumo privado en los próximos meses, de manera que su contribución al crecimiento del cuarto trimestre será positiva, a expensas de una reversión del consumo al inicio del próximo año. Con respecto a la inversión, los datos de las encuestas registraron una infrautilización de la capacidad productiva. Ello sugiere que, aun cuando las empresas quieran producir más, éstas no incrementarán significativamente su nivel de inversión en el corto plazo.

En cuanto a la demanda externa, se observa cierta mejoría en el comportamiento del sector exterior tras varios trimestres en los que esta partida tuvo una contribución negativa sobre el crecimiento a pesar de la depreciación de la libra. Así, los resultados de la citada encuesta de la CBI muestran una tendencia favorable sobre la demanda de productos manufacturados en el Reino Unido. Si en el segundo trimestre la acumulación de *stocks* fue responsable de gran parte del crecimiento de la economía británica, en los próximos meses probablemente el sector exterior tome un papel más importante.

**La subida del IVA en enero de 2011 incentivará el consumo a finales de este año.**

**La inflación vuelve a sorprender al alza y se sitúa en el 3,1%.**

**En Europa emergente, a pesar de los buenos datos contemporáneos, existe incertidumbre sobre 2011.**

Una posible explicación de por qué las exportaciones británicas han reaccionado poco a las oscilaciones del tipo de cambio radica en la fortaleza de la libra desde 1997 y en la competencia de las importaciones procedentes de países de bajos costes. Ello propició en la última década la caída de la producción industrial británica en productos sensibles al precio, como el acero y el vestido, a la vez que se incrementaba la manufactura de productos de mayor valor añadido. En éstos, la depreciación de la moneda se traslada a un incremento de beneficios de los exportadores y no conlleva necesariamente aumentos de las ventas al exterior.

Por último, la inflación del mes de agosto, del 3,1%, volvió a situarse por encima del valor esperado. Ello sitúa la inflación a niveles algo incómodos para la gestión de política monetaria del Banco de Inglaterra, que debe calibrar entre ayudar a la recuperación de la economía y preservar la credibilidad de su misión. Si este nivel inflacionista persiste podría verse obligado a subir los tipos de interés antes de que la recuperación económica se encuentre mejor asentada.

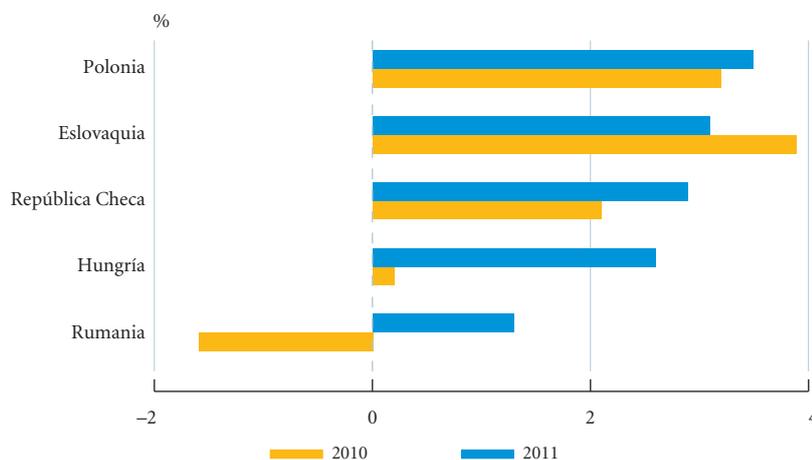
## **Europa emergente consolidará su expansión en 2011**

Los datos sobre la evolución de la actividad en Europa emergente son claramente positivos. Sabemos que en el segundo trimestre del año se produjo una fuerte aceleración de la actividad en prácticamente todas las economías de la región. También disponemos de los primeros indicadores del tercer trimestre que apuntan a que la expansión sigue siendo dinámica en la actualidad. Y, sin embargo, las perspectivas para 2011 son notablemente inciertas. ¿Qué puede estar pesando negativamente en el sentir de los analistas económicos?

De entrada, las dudas que se mantienen sobre el ciclo económico mundial explican parte de los riesgos percibidos sobre la región. En el caso de Europa emergente, dichos riesgos se concretan en gran medida en determinar si la fuerte aportación del sector exterior que se encuentra tras el rebote del crecimiento de la primera mitad de 2010 tiene visos de mantenerse. Cabe recordar que el notable repunte de la exportación se ha derivado de la fuerte ex-

### **CRECIMIENTO AL ALZA EN 2010 EN EUROPA EMERGENTE**

Previsión de crecimiento real



FUENTE: Previsiones propias.

pansión que está viviendo Alemania y, por extensión, la eurozona. Ello ha facilitado que las exportaciones crezcan, en julio y en términos interanuales, por encima del 20% en Eslovaquia, Hungría y Rumania, y más del 10% en la República Checa y Polonia. Se trata de un ritmo que no es fácil de sostener, especialmente si la recuperación de la eurozona afloja un tanto en su expansión.

Y eso es, precisamente, lo que se prevé que suceda en las economías del euro a partir de la segunda mitad de 2010. Nuestras previsiones, por ejemplo, apuntan a que en 2011 la aceleración del crecimiento que se producirá será modesta, al pasarse del 1,5% que esperamos para el conjunto del actual ejercicio al 1,7% del próximo año; muy lejos, por tanto, del cambio de ritmo de actividad registrado en la eurozona entre el segundo trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010, cuando se pasó de registrar un retroceso del PIB del 4,9% interanual al actual avance interanual del 1,8%.

Ello redundará en un crecimiento de las exportaciones probablemente menor. ¿Dónde será más apreciable esta tendencia? Lógicamente, en aquellos países con mayor dependencia del comercio exterior con la eurozona, esto es, la República Checa, Hungría y Rumania. No obstante, dicha dependencia exterior puede verse compensada en aquellos países cuya demanda interna está mostrándose más dinámica. De acuerdo con los datos del segundo trimestre, la demanda interna en Polonia y en la República Checa está dando señales de estar arrancando. Dada la inercia que ésta suele mostrar, especialmente cuando el consumo ya responde, cabe esperar que en 2011 la progresión de la misma se mantenga.

Para mayor complejidad, las previsiones de crecimiento de 2011 no derivan exclusivamente de esta tensión entre la aportación exterior y el dinamismo interior. Un tercer elemento que juega un papel es la

necesidad de acometer un ajuste fiscal. En dos de los países de la región, Rumania y Hungría, este proceso está revistiendo una intensidad apreciable. Se trata, ciertamente, de dos economías en distinta situación. Rumania ha debido afrontar un fuerte recorte del gasto público para posibilitar que los objetivos presupuestarios para 2010 y 2011 sean alcanzables (y con ello garantizar la financiación del Fondo Monetario Internacional). Esta estrategia lastrará el crecimiento de 2011, que será positivo pero reducido. Por su parte, Hungría concentró el grueso de su ajuste en 2008 y 2009. No obstante, el reciente aumento del riesgo-país, fruto de las dudas que han despertado los esfuerzos del ejecutivo para aumentar su margen de maniobra en materia de política presupuestaria, ha forzado al ejecutivo a comprometerse con unos objetivos de déficit público para 2011 exigentes, esfuerzo que limitará el crecimiento en el próximo año.

De la combinación de las tres tendencias anteriores se desprende un escenario regional a distintas velocidades. Limitándonos a las economías principales de Europa emergente, Polonia destaca favorablemente. En especial, este país se beneficiará del mejor tono de su demanda interna. Sus escasas ambiciones en materia de consolidación fiscal, no del todo justificadas dado que su situación presupuestaria no es de las mejores de la región, contribuirán a que la expansión en 2011 sea clara, creciendo en la zona del 3,5%.

Un segundo grupo lo forman la República Checa y Eslovaquia. El avance del PIB será en ambos casos del orden del 3%. Se trata de dos casos interesantes, pues ejemplifican algunas de las disyuntivas que están presentes en la zona. Así, mientras Eslovaquia ha optado por diferir un mayor esfuerzo de reconducción del déficit público, la República Checa sí está acometiendo el saneamiento fiscal. Simplificando un tanto, el plus de crecimiento que la Repú-

**La recuperación de la eurozona ha facilitado el dinamismo exportador de la región...**

**...aunque éstas difícilmente mantendrán su actual ritmo expansivo en 2011.**

**La demanda interna comienza a recuperarse, lo que facilitará la menor dependencia del ciclo exterior en ciertos países, como Polonia.**

**Hungría y Rumania están acometiendo, además, un necesario ajuste fiscal.**

**Polonia alcanzará un crecimiento del 3,5% en 2011, mientras la República Checa y Eslovaquia se situarán en la zona del 3%.**

blica Checa gana de su mayor dinamismo interno se sacrifica en aras de mejorar sus finanzas públicas.

Finalmente, en la zona baja del crecimiento están Rumania y Hungría. En el caso rumano, el proceso clave, como se ha mencionado, es el fuerte ajuste fiscal. No obstante, también influyen en sus magras perspectivas de crecimiento para 2011 (apenas superiores al 1%) ciertas dudas sobre su capacidad para aprovechar plenamente el tirón de sus mercados de exportación. Hungría, como antes decíamos, deberá controlar su gasto público en mayor medida de lo que desearía, pero su situación de partida y mejor encaje internacional facilitarán un crecimiento levemente superior al de Rumania, en la zona del 2,5%.

En definitiva, de cumplirse con las previsiones, Europa emergente debería disfrutar de un 2011 expansivo en términos de crecimiento. Esta pauta podría verse amenazada por una aportación exterior menor de la esperada (escenario de riesgo que se produciría si la eurozona creciese sensiblemente menos de lo previsto), porque la incipiente recuperación de la demanda interna flojease o porque se tuviesen que acometer nuevos ajustes de las finanzas públicas. Ello no implica que otros focos de riesgo, como los específicamente financieros, deban ser considerados menores. Pero, al menos en términos estrictamente regionales, parece que la incertidumbre que mencionábamos al inicio de este comentario no debería hacernos caer en un pesimismo extremo.

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Políticas monetarias a diferentes velocidades

Conforme avanza el año se van confirmando dos rasgos distintivos del atípico ciclo económico que atravesamos. Primero, la variabilidad o volatilidad de los indicadores de coyuntura ha aumentado, alternándose etapas en las que parece que la actividad gana fuerza con otras en las que se debilita y llega a amenazar con una caída en recesión. Segundo, las disparidades geográficas se han agudizado. En este complejo contexto podemos diferenciar dos grandes grupos de países. El primero está compuesto por aquellos que se encuentran en una fase expansiva ya consolidada, registran incipientes presiones inflacionistas y, en consecuencia, ya han comenzado a restringir su política monetaria. En un segundo conjunto se encuentran las economías que muestran dudas en materia de crecimiento económico, presentan tasas de inflación deprimidas y, por este motivo, mantienen, e incluso podrían acentuar, una elevada laxitud monetaria.

Los principales exponentes del segundo caso son los grandes países desarrollados y sus bancos centrales: la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ).

Por lo que respecta a Estados Unidos, las expectativas de lánguido crecimiento han impulsado a la Fed a reinvertir los fondos provenientes del vencimiento de activos en cartera y de esta forma se impide la reducción natural de su balance. En la última reunión, celebrada el 21 de septiembre, la Fed no realizó ningún anuncio acerca

de nuevas medidas excepcionales, pero la institución hizo explícita su preocupación respecto a que la inflación se encuentra por debajo de los «niveles consistentes» para promover la estabilidad en precios y el pleno empleo. Con este mensaje la autoridad monetaria abre la posibilidad de la adopción de nuevas medidas de estímulo monetario.

En Europa, el BCE también decidió mantener las medidas excepcionales de soporte al crédito y provisión de liquidez. Por un lado, en su reunión del 2 de septiembre, el banco emisor anunció que las cuatro próximas subastas a tres meses se realizarán en régimen de adjudicación plena y a tipo fijo (septiembre, octubre, noviembre y diciembre). Además, la institución realizará tres subastas especiales a seis días (*fine tuning*) –a finales de septiembre, el 11 de noviembre y el 23 de diciembre– para que el vencimiento de los préstamos a seis y doce meses no provoque ninguna tensión. Sin embargo, a diferencia de la Fed, el BCE ha procurado enfatizar que a medida que vaya constatando que la normalización de los mercados se va asentando, emprenderá la retirada de las facilidades especiales.

En Asia, el Ministerio de Hacienda de Japón, amparado en la deflación de la economía, ha decidido intervenir directamente en el mercado de divisas para frenar la apreciación del yen y, de esta forma, no perjudicar aún más al sector exportador, pilar central del crecimiento nipón. Esta situación puede poner presión al BoJ para incrementar su expansión monetaria por la vía de extender su programa de créditos o incluso para comprar activos.

**La Fed y el BCE mantienen la laxitud monetaria y retrasan el comienzo de la retirada.**

**El Banco de Japón podría tomar más medidas expansivas.**

**En varios países emergentes la política monetaria se ha endurecido.**

Por otro lado, entre los países que ya han iniciado el ciclo monetario restrictivo durante los últimos meses se encuentran los siguientes: India, que incrementó su tipo oficial hasta el 6% (+25pb); Brasil, que lo hizo desde el 8,75% de abril hasta el 10,75% en julio; Suecia, que lo subió al 0,75% (+25pb), y Canadá, que lo situó en el 1% (+25pb). En estos países, las subidas de tipos se explican por la necesidad de contener la aparición de presiones al alza en la inflación.

**El mercado interbancario sigue dando muestras de normalización.**

Los mercados interbancarios han ido ganando estabilidad progresivamente. Las medidas de apoyo mantenidas por los bancos centrales de los países desarrollados se han visto reforzadas por las pruebas

de esfuerzo realizadas por las autoridades europeas sobre los bancos de la región, así como por las nuevas normas de Basilea III y también por los esfuerzos en materia de saneamiento y transparencia realizados por las propias instituciones financieras. Estas actuaciones están siendo cruciales para la paulatina recuperación de la confianza entre los inversores, un factor importante para que el proceso de normalización del mercado interbancario se consolide totalmente.

Esta mejoría se está reflejando en un mayor volumen de actividad, tanto a nivel del mercado europeo como del estadounidense. En Europa, la operativa de repo está registrando niveles apreciables y la de depósitos a corto plazo está incrementándose.

## TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2009</b>									
Agosto	1,00	0,82	1,30	0,25	0,35	0,39	0,50	0,69	0,30
Septiembre	1,00	0,75	1,24	0,25	0,29	0,35	0,50	0,54	0,31
Octubre	1,00	0,72	1,24	0,25	0,28	0,33	0,50	0,59	0,34
Noviembre	1,00	0,72	1,23	0,25	0,26	0,30	0,50	0,61	0,32
Diciembre	1,00	0,70	1,25	0,25	0,25	0,28	0,50	0,61	0,35
<b>2010</b>									
Enero	1,00	0,67	1,23	0,25	0,25	0,26	0,50	0,62	0,34
Febrero	1,00	0,66	1,22	0,25	0,25	0,25	0,50	0,64	0,36
Marzo	1,00	0,63	1,21	0,25	0,29	0,24	0,50	0,65	0,28
Abril	1,00	0,66	1,24	0,25	0,35	0,24	0,50	0,68	0,21
Mayo	1,00	0,70	1,26	0,25	0,54	0,25	0,50	0,71	0,13
Junio	1,00	0,77	1,31	0,25	0,53	0,24	0,50	0,73	0,28
Julio	1,00	0,90	1,42	0,25	0,45	0,24	0,50	0,75	0,42
Agosto	1,00	0,90	1,42	0,25	0,35	0,24	0,50	0,73	0,26
Septiembre (1)	1,00	0,88	1,42	0,25	0,29	0,22	0,50	0,73	0,35

NOTAS: (1) Día 24.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%), 4-12-08 (2,50%), 5-03-09 (1,50%), 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%).

(3) Últimas fechas de variación: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%), 8-10-08 (1,5%), 29-10-08 (1%), 16-12-08 (0%-0,25%).

(4) Últimas fechas de variación: 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 4-12-08 (2,0%), 7-01-09 (1,5%), 5-02-09 (1,0%), 5-03-09 (0,50%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

se. En esta situación, los tipos de interés euríbor, que al comienzo del verano repuntaron ligeramente, se han estabilizado y todo indica que no son de envergadura sistémica los focos de tensión todavía existentes (ahora localizados en las entidades de Irlanda y Portugal).

En Estados Unidos, la emisión de papel comercial se está recuperando, algo particularmente relevante para los bancos extranjeros y sus filiales. Los tipos de interés Líbor han seguido descendiendo a raíz del reposicionamiento de la Fed y las menores primas de riesgo asociadas al subsector de los grandes bancos internacionales.

### La deuda pública de máxima calidad sigue revalorizándose

A lo largo de los dos últimos meses, los mercados de deuda pública de la máxima

calificación crediticia han sido testigos de importantes revalorizaciones, con el consiguiente descenso de las tasas de rentabilidad. De hecho, los tipos de interés en los tramos largos (10 años) alcanzaron mínimos históricos del 2,1% en Alemania, mientras que en Estados Unidos se situaban por debajo del 2,5% y en Japón rompieron a la baja la cota psicológica del 1% para situarse en torno al 0,9%. Igualmente, los bonos de vencimiento más corto (2 años) tocaron mínimos en Estados Unidos con un tipo de interés inferior al 0,5%; en Japón y en Alemania cayeron hasta acercarse a los mínimos históricos respectivos.

Esta dinámica ha venido acompañada de un repunte de la volatilidad, muestra tal vez del nerviosismo que estos niveles –tan poco habituales– generan entre muchos inversores. Así, a mediados de septiembre tuvo lugar un brusco repunte de los tipos, para

**La deuda pública de máximo rating crediticio sigue revalorizándose.**

## TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
<b>2009</b>								
Agosto	3,26	3,54	3,78	4,08	3,40	1,31	3,56	2,03
Septiembre	3,22	3,54	3,81	4,02	3,31	1,30	3,59	1,99
Octubre	3,23	3,53	3,79	4,07	3,38	1,42	3,62	2,02
Noviembre	3,16	3,42	3,75	4,02	3,20	1,27	3,52	1,84
Diciembre	3,39	3,59	3,98	4,14	3,84	1,30	4,02	1,90
<b>2010</b>								
Enero	3,20	3,46	4,12	4,12	3,58	1,33	3,91	2,00
Febrero	3,10	3,40	3,86	4,00	3,61	1,31	4,03	1,90
Marzo	3,09	3,42	3,82	3,98	3,83	1,40	3,94	1,88
Abril	3,02	3,29	4,03	4,02	3,65	1,29	3,85	1,78
Mayo	2,66	2,92	4,26	4,14	3,28	1,27	3,58	1,54
Junio	2,58	3,05	4,56	4,09	2,93	1,09	3,36	1,48
Julio	2,67	2,95	4,21	3,95	2,91	1,07	3,33	1,46
Agosto	2,38	2,67	4,09	3,81	2,61	0,92	3,06	1,17
Septiembre (*)	2,34	2,70	4,15	3,93	2,61	1,01	3,04	1,44

NOTA: (\*) Día 24.

FUENTE: Bloomberg.

## La deuda pública alemana se beneficia de la «huida hacia la calidad».

luego desvanecerse de manera desigual según el país y el plazo de vencimiento.

Los factores que explican la evolución de estos movimientos de las curvas de tipos de interés de la deuda pública son varios. Para la deuda alemana, el más determinante, es la «huida hacia la calidad». Dicho efecto estuvo potenciado por los temores de desaceleración en la economía norteamericana, en un momento en el que además las primas de riesgo soberano en varios países periféricos de la eurozona volvían a dispararse (con epicentro, como se ha indicado, en Irlanda y Portugal). En Estados Unidos, las causas fundamentales de la caída de los rendimientos fueron la debilidad de los datos de crecimiento económico y la determinación de la Reserva Federal de apoyar, si fuera necesario, la recuperación económica con nuevas medidas de política monetaria de expansión cuantitativa (es decir, compra de bonos). En Japón se repitió un pauta habitual: ante los riesgos de desaceleración económica en Estados Unidos y en China, se incrementaron las entradas de capitales hacia el yen y la deuda soberana, y el Banco de Japón se vio forzado a ejecutar dos rondas de inyección de liquidez y de intervención del yen.

En este entorno, la evolución a medio plazo de los mercados de deuda pública estará sin duda muy condicionada por el ritmo de recuperación económica en un nivel global y por las expectativas de inflación asociadas. Sin embargo, y particularmente en Estados Unidos, la actuación de los bancos centrales en la gestión de la política monetaria es el mayor determinante a corto plazo. Adicionalmente, los mercados de deuda están permanentemente sometidos a otros tipos de influencias, como son la velocidad de endeudamiento y el control de los déficits fiscales en los diferentes países desarrollados. Además, las presiones sobre algunas divisas, en especial el yen y el yuan, generan continuas incertidumbres respecto a las pretensiones de los go-

biernos afectados en la gestión de sus reservas exteriores y de sus fondos de riqueza soberana. Es bien conocido el volumen elevado de deuda pública americana en poder de los bancos centrales de Japón y China, pero ahora hay que añadir las compras que ha realizado de deuda pública nipona el banco central de China. En definitiva, parece que a corto plazo, la volatilidad será una constante en la medida que cualquiera de los factores antes mencionados puede actuar como un detonante de inestabilidad. A medio plazo la laboriosa pero progresiva recuperación de la economía global lleva a esperar niveles algo más altos en las tasas de rentabilidad de la deuda pública.

## El dólar se muestra débil

La persistencia de datos de débil crecimiento económico en Estados Unidos y la posibilidad de que la Reserva Federal pueda implementar políticas monetarias no convencionales siguen mermando la cotización del dólar. En general, la mayoría de divisas, en un nivel global mantienen una tendencia alcista contra el dólar. Ante esta situación, los flujos internacionales de capital buscan alternativas.

Por un lado, monedas que hasta no hace mucho constituían la fuente de financiación en operaciones de *carry trade*, son ahora receptoras de fondos. Éste es el caso del yen japonés y del franco suizo, que además se benefician de cierto estatus de país refugio. Ante la subida de cotización de ambas divisas, las autoridades financieras se vieron forzadas a intervenir en los mercados de cambios. Esto no ha evitado que en el caso del franco suizo haya cotizado por debajo de la paridad contra el dólar.

Por otro lado, los inversores internacionales se sienten atraídos por los países con elevado crecimiento y tipos de interés relativamente altos, como es el caso de los paí-

## Las actuaciones de los bancos centrales dan apoyo a los mercados de deuda.

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

27-09-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2009	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	84,2	-1,2	-10,5	-6,5
Libra esterlina	0,632	1,8	-2,3	-0,4
Franco suizo	0,987	-4,2	-4,9	-4,6
Dólar canadiense	1,024	-2,6	-2,9	-5,9
Peso mexicano	12,517	-3,9	-4,6	-8,3
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,345	-5,4	6,1	8,0
Yen japonés	113,2	4,0	-17,6	-15,7
Franco suizo	1,328	1,2	-11,8	-13,7
Libra esterlina	0,851	3,4	-4,2	-8,2
Corona sueca	9,161	-2,2	-11,9	-11,4
Corona danesa	7,450	0,0	0,2	0,1
Zloty polaco	3,963	-0,1	-3,5	-5,9
Corona checa	24,62	-0,5	-7,4	-2,5
Forint húngaro	277,8	-2,1	2,7	3,0

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

FUENTE: Bloomberg.

ses emergentes en fase de fuerte desarrollo o el de los exportadores de materias primas (por ejemplo, Australia). En ocasiones los flujos cobran gran magnitud y presionan notablemente al tipo de cambio. Algunos gobiernos están respondiendo con intervenciones directas en los mercados de divisas o con la implantación de controles a los movimientos de capitales (Corea del Sur e Indonesia), lo que constituye una práctica que puede ser fuente de conflictos si se extiende.

En el mercado de divisas, especial mención merece la apreciación del yuan en las últimas semanas. Ante las presiones de los mercados, y sobre todo de los políticos americanos, las autoridades chinas han permitido el inicio de una revaluación del yuan, cuyo punto final se desconoce.

Frente al conjunto de monedas (es decir, en términos de tipo de cambio efectivo),

las perspectivas para el dólar son de debilidad en la medida que siguen operando factores en su contra, en especial los diferenciales de tipos de interés, que pueden hacerse aún mayores si la Reserva Federal decide poner en marcha más medidas expansivas, a la par que en muchos países las presiones al alza en los tipos de interés son persistentes. Sin embargo, frente al euro esta fuerza es mucho más moderada y parece razonable esperar una evolución relativamente plana de su cotización.

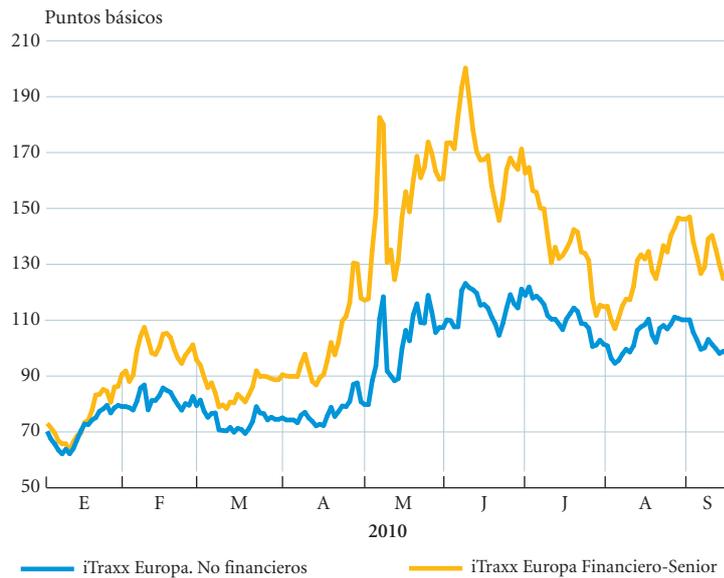
### Los mercados de bonos corporativos sortean con nota las turbulencias

Una tormenta en un vaso de agua, es como han cotizado los mercados financieros de renta fija corporativa los riesgos de desaceleración económica en China y en Estados Unidos. Tal vez, la rápida reacción de la Reserva Federal, expresando que haría

**Las políticas de la Fed contribuyen a debilitar el dólar.**

## LAS PRIMAS DE RIESGO EN EL SECTOR BANCARIO SE REDUCEN MODERADAMENTE

Evolución de las primas de riesgo de bonos corporativos iTraxx 5 años. Eurozona



FUENTE: Bloomberg.

**El mercado de renta fija privada supera rápidamente los riesgos de desaceleración económica.**

todo lo necesario para evitar una recaída en la recesión, fue decisiva en la evolución del mercado.

Aún así, aunque los índices de renta fija privada mantienen ganancias en todos los sectores, el riesgo soberano sigue pesando en las primas de riesgo de las entidades financieras. Este factor y la nueva normativa que debe desarrollar Basilea III constituyen dos factores que influyen sobre los bancos, sobre todo los europeos, teniendo como consecuencia que la normalización de las primas de riesgo en este sector puede tomar un tiempo.

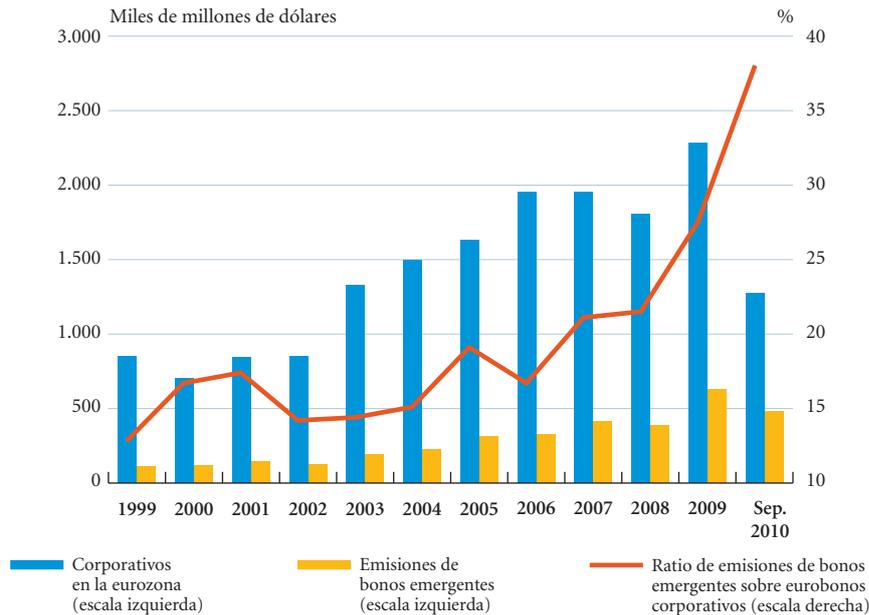
Los obstáculos que a lo largo de los últimos meses ha encontrado la recuperación económica global han servido para constatar, una vez más, la tendencia estructuralmente positiva en los mercados de bonos corporativos.

La fuerte caída de tipos de interés en las últimas emisiones de deuda, en numerosos sectores hasta mínimos históricos,

ofrece una oportunidad de acceso al mercado a otras empresas y a sectores que hasta el momento han permanecido al margen del mismo. Recientemente asistimos a la consolidación de la expansión del mercado de renta fija privada en los países emergentes; a ello han contribuido, por un lado, la rápida recuperación de los flujos privados de capital hacia los países en vías de desarrollo y, por otro, la caída de los tipos de interés a mínimos históricos en los países desarrollados, provocando que los inversores busquen activos financieros con mayor rentabilidad. Además, los inversores institucionales y privados valoran positivamente la deuda emitida por empresas establecidas en países emergentes, pues presentan niveles de solvencia equiparables a las entidades radicadas en economías desarrolladas y añaden el incentivo de operar en áreas con mayores expectativas de crecimiento. Consecuentemente, el rápido desarrollo del mercado de capitales en los países menos industrializados está alcanzando niveles relevantes en relación con los mercados desarrollados. Así, las

## LAS EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS EN PAÍSES EMERGENTES VAN POR BUEN CAMINO

Emisiones de bonos corporativos europeos y bonos emergentes



FUENTE: Bloomberg.

emisiones de bonos corporativos de alto riesgo, el sector más activo en los últimos trimestres, han cedido el paso a las colocaciones de bonos corporativos de países emergentes.

Otro factor importante es el movimiento de desintermediación bancaria que actualmente se está produciendo, ya que proporciona un impulso innovador —a la vez que expansivo— a los mercados de crédito mayorista, especialmente al de renta fija privada. Los grandes emisores de bonos corporativos son los más beneficiados en este proceso, por ser los primeros que han tenido acceso a los mercados de capitales, mientras que las empresas pequeñas o familiares todavía permanecen al margen de esta oportunidad.

En líneas generales, las perspectivas para los mercados de renta fija siguen siendo positivas ya que, además de los factores mencionados en los párrafos anteriores, se debe contemplar la buena evolución de los

factores fundamentales: fuerte recuperación de beneficios y notable reducción de las ratios de endeudamiento. Sin embargo, es conveniente destacar que, dado el nivel tan alto que han alcanzado los índices, no se debe descartar alguna corrección en el futuro.

### La renta variable sienta las bases

Durante el mes de septiembre las principales bolsas internacionales han seguido comportándose de manera irregular, enmarcadas en lo que parece ser un largo y complejo proceso de corrección de las fuertes subidas registradas en 2009.

En el escenario económico y financiero global, determinado actualmente por el mantenimiento de las redes de seguridad dispuestas por los bancos centrales y los gobiernos, están apareciendo elementos favorables para la renta variable. Estos aspectos son precisamente los que podrían

**Las perspectivas son positivas, pero los elevados niveles de precios sugieren prudencia.**

**Los índices bursátiles mantienen la trayectoria lateral.**

## EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

### Las expectativas de crecimiento económico dan soporte a las bolsas.

sentar las bases para que la renta variable mundial recupere paulatinamente la tendencia alcista de cara a los próximos meses.

El primer factor importante surge de apreciar la relativa calma con la que los inversores bursátiles superaron, durante agosto y principios de septiembre, los signos que alertaban de una recaída de las economías de Estados Unidos y China. Esto indica que las bolsas ya incorporaban un escenario de débil crecimiento, ausencia de presiones inflacionista y prolongado periodo de tipos oficiales muy bajos, en línea con la evolución de la deuda pública antes descrita. A partir de aquí, la mejora previsible en la coyuntura global debe servir de apoyo a las bolsas; si bien no conviene perder de vista el riesgo de decepción.

### Los analistas estiman mejoras en los beneficios empresariales.

El segundo, ligado con lo anterior, es que los beneficios empresariales siguen creciendo de forma firme. Las cifras publicadas y las expectativas del consenso de los analis-

tas mejoran trimestre a trimestre, tanto para las compañías norteamericanas como para las europeas. En el ámbito sectorial, cabe destacar el buen comportamiento bursátil experimentado por el sector financiero europeo una vez que los riesgos derivados de la crisis soberana se han reducido. Además, en septiembre se pactaron los requerimientos mínimos de capital para las entidades bancarias y su calendario de implantación por el Comité de Basilea (Basilea III), hecho que fue acogido de forma positiva por los inversores, ya que la normativa supone un mayor control de los riesgos y favorece la creación de valor para el accionista. Con respecto a otros sectores, destaca la tímida revalorización de aquellos vinculados al ciclo económico (industria y consumo cíclico), así como el aumento de las expectativas optimistas, a medida que el temor sobre la recaída de la actividad global se ha reducido.

El tercer factor a tener en cuenta es el relativo a las operaciones de fusiones y adquisiciones empresariales (M&A). En

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

20-09-2010

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	10.607,9	3,9	1,7	8,0
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.125,6	5,0	0,9	5,4
<i>Nasdaq</i>	2.315,6	6,2	2,0	8,6
Tokio	9.626,1	4,9	-8,7	-7,2
Londres	5.563,0	7,1	2,8	7,5
Zona del euro				
<i>Fráncfort</i>	6.246,6	4,0	4,9	9,5
<i>París</i>	3.753,4	6,4	-4,6	-1,9
<i>Ámsterdam</i>	337,8	6,2	0,7	7,7
<i>Milán</i>	20.553,0	3,4	-11,6	-12,5
<i>Madrid</i>	10.620,2	5,2	-11,1	-9,8
Zúrich	6.449,3	4,3	-1,5	2,0
Hong Kong	21.977,3	4,7	0,5	1,6
Buenos Aires	2.473,4	1,4	6,6	23,2
São Paulo	67.089,1	0,6	-2,2	10,5

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

FUENTE: Bloomberg.

agosto se incrementaron las operaciones corporativas después de un paréntesis de tres meses, alcanzando en términos monetarios el mayor volumen efectivo de los últimos dos años. Este dato, unido a las noticias del mercado de capitales, permite esperar que en otoño se aceleren los procesos de fusiones entre compañías.

Finalmente, los flujos de compra procedentes de los inversores particulares están siendo un factor clave para la viabilidad de las apreciaciones bursátiles. Si bien hay que admitir que actualmente un alto porcentaje de esos flujos se invierte en fondos de renta fija privada, en las últimas semanas del mes de septiembre se ha observado un incremento de las entradas en los fon-

dos de acciones, principalmente en aquellos enfocados a mercados emergentes.

En resumen, la conjunción de estos aspectos y la continuidad de las fuerzas iniciadas deberían reforzar la confianza de los inversores y su preferencia por activos de riesgo, ayudando a establecer en el medio plazo un nuevo marco de crecimiento para los mercados de renta variable. No obstante, las recientes noticias sobre inestabilidades en el sector bancario irlandés, así como las actuaciones de algunos bancos centrales en los mercados de divisas, pueden generar algún desajuste en los mercados que se traduzca en nuevos, y seguramente puntuales, recortes.

**Se percibe un mayor número de operaciones de fusiones y adquisiciones.**

## El mercado de CDS y la medición del riesgo soberano: utilizar con cautela

Durante los últimos meses, en los medios de comunicación ha sido habitual encontrar titulares impactantes del estilo: «Irlanda presenta un mayor riesgo de impago que Kazajistán» o como este otro: «La probabilidad de que Portugal entre en quiebra es superior al 20%». Este tipo de afirmaciones suelen crear inquietud, en ocasiones pánico, y proporcionan cuando menos argumentos para los más pesimistas en el delicado debate sobre la situación de las finanzas públicas.

Pero ¿es factible medir el riesgo de impago de un gobierno?, y sobre todo ¿es fiable esta medición? Las respuestas son: sí, en realidad es una medición relativamente fácil de realizar; y no, no siempre es fiable.

En primer lugar, ¿cómo se mide el riesgo de crédito soberano? Hay varias formas de hacerlo. La más común es examinar la rentabilidad exigida por los mercados a los bonos emitidos por un Estado, en concreto el diferencial (*spread* en la jerga financiera) respecto a un bono con el mismo vencimiento emitido por otro gobierno que se considere libre totalmente del riesgo de impago. Una vía alternativa es analizar las cotizaciones de los *Credit Default Swaps* (CDS). Este producto financiero es un derivado equivalente a un seguro sobre otro activo financiero subyacente. Efectivamente, un CDS es asimilable a un seguro de protección frente al evento de impago de los títulos de deuda de un determinado emisor. La cotización del CDS se realiza en puntos básicos (p.b.; 100 p.b. es un 1%). Pongamos un ejemplo numérico, el 1 de septiembre de 2010 el CDS de España a 5 años de plazo cotizaba a 244 p.b., lo que significa que si ese día un inversor tuviera invertidos 10 millones de euros en bonos emitidos por España y hubiera querido comprar protección para el caso de impago, durante los próximos cinco años hubiera tenido que pagar 244.000 euros anuales.

En principio, la cotización del CDS proporciona información valiosa sobre la probabilidad de impago que el mercado asigna a un emisor. De hecho, se han desarrollado diversos modelos matemáticos<sup>(1)</sup> que permiten traducir la cotización en una probabilidad de impago. A pesar de que en ocasiones los cálculos subyacentes son complejos, estas herramientas son fáciles de utilizar, puesto que aparte de la cotización sólo se requiere especificar unas pocas variables, como el período de tiempo de la cobertura y el nivel de recuperación en caso de impago. La ventaja es que la probabilidad de impago es una variable intuitiva y de cómoda interpretación al realizar comparaciones entre países. De ahí su predicamento entre los medios de comunicación.

Sin embargo, aquí es cuando encontramos varios problemas importantes que cuestionan la fiabilidad de este tipo de mediciones. En primer lugar, el tamaño y el volumen de negociación del mercado de CDS, que, por reducido, lleva a recelar en bastantes ocasiones de la relevancia práctica del mismo. Para definir el tamaño se suele utilizar el volumen notional<sup>(2)</sup> bruto, es decir, el valor teórico en euros de los contratos vigentes entre compradores y vendedores. Es cierto que a nivel global el volumen bruto del mercado de CDS es muy elevado, pero en gran medida esto es consecuencia de su naturaleza de mercado OTC<sup>(3)</sup>. Considerando el volumen notional neto a nivel de emisores individuales, esto es, la máxima cantidad de dinero que cambiaría de manos en el caso de que un determinado país entrara en bancarrota, la impresión es otra. En la tabla siguiente puede observarse que actualmente el

(1) Véase: Jarrow, R. y S. Turnbull, 1995, Pricing derivatives with credit risk, *Journal of Finance*, 50 (1): 53-85. Hull, J. y A. White, 2000, Valuing Credit Default Swaps I: No counterparty default risk, *Journal of Derivatives*, 8 (1): 29-40. Duffie, D. y K. Singleton, 1999, Modeling structures of defaultable bonds, *Review of Financial Studies*, 12 (1): 687-720. Singleton, K., y P. Jun, 2008, Default and Recovery Implicit in the Term Structure of Sovereign CDS Spreads, *Journal of Finance*, 63 (5).

(2) El notional es el valor facial de los bonos sobre el que se asegura en el caso de impago al comprador del CDS.

(3) Se entiende por mercado OTC (por la siglas de Over-the-Counter) aquel en el que no existe una cámara central de negociación, sino que las partes compradora y vendedora tratan directamente entre ellas.

nacional neto de contratos de CDS soberanos es de 240.000 millones de dólares, un tamaño que en relación con el mercado global de renta fija pública es muy pequeño. Asimismo, en el gráfico puede observarse que en el caso español, el volumen neto de contratos CDS representa sólo un 2,09% de la deuda soberana emitida.

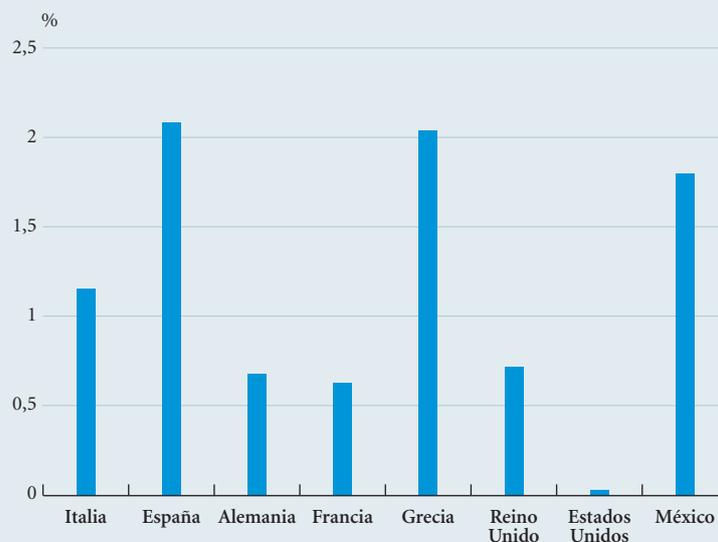
### VOLUMEN DE CONTRATOS DE CDS «SOBERANOS» A SEPTIEMBRE DE 2010

Tipo de contrato CDS	Nocional bruto (millones de \$)	Nocional neto (millones de \$)
Contrato sobre deuda soberana de un país	2.330.299	226.399
Contrato sobre un índice de varios países soberanos	248.036	13.643
<b>TOTAL</b>	<b>2.578.334</b>	<b>240.041</b>

FUENTES: J. P. Morgan y DTCC.

### CDS NOCIONAL NETO EN RELACIÓN CON LA DEUDA SOBERANA EMITIDA

En porcentaje



FUENTES: Eurostat, Bloomberg, DTT, OCDE y FMI.

El problema se agudiza en las situaciones de crisis, como la que este año está azotando a los países de la periferia de la eurozona. Entonces la liquidez del mercado se reduce drásticamente, y la aversión al riesgo de los inversores se dispara. Esto hace que en la cotización del CDS aparezcan componentes (en particular, la prima de liquidez) que, si no se depuran adecuadamente, pueden proporcionar mediciones de la probabilidad de impago muy por encima de la realidad.

Pero incluso fuera de situaciones de crisis hay que extremar la cautela interpretando las cotizaciones y probabilidades. Si bien los mercados de deuda pública están entre los mercados financieros más eficientes, no son inmunes a la aparición de fallos o disfunciones que pueden distorsionar la formación de precios. A título ilustrativo cabe mencionar cuatro factores que con frecuencia desencadenan ese tipo de problemas en el ámbito de los CDS sobre bonos soberanos.

Un primer factor es el conflicto de intereses de aquellas entidades que son, al mismo tiempo, participantes activos destacados en este mercado y creadores de opinión. Un segundo elemento es el de las limitaciones al arbitraje que se produce entre el mercado de CDS y el mercado de bonos soberanos<sup>(4)</sup>. Otro elemento es el comportamiento imitador o gregario de los inversores (conocido como efecto *herding*), que genera movimientos de sobrerreacción, y que consiste en que los inversores ignoran su propia información y toman decisiones de inversión imitando las actuaciones de otros a los que presuponen mejor informados. Esto cobra especial relevancia cuando se combina con la existencia de inversores especulativos o de *momentum*, que no atienden a los factores fundamentales de largo plazo sino a la dirección de la tendencia del momento, acentuando la sobrerreacción. Finalmente, los CDS soberanos se pueden adquirir por motivos que no expresen una visión de fondo sobre el riesgo que entraña un Estado o gobierno. A este respecto pueden citarse dos ejemplos concretos. El primero sería cuando los CDS se utilizan para gestionar la volatilidad en una cartera de inversión de bonos soberanos. Dado que durante los últimos dos años han aumentado sensiblemente la volatilidad y la correlación de los activos financieros, un mecanismo que algunos inversores emplean para reducir oscilaciones bruscas indeseadas en el valor de la cartera es la compra de CDS soberanos, lo que tiende a aumentar su cotización y por ende la probabilidad de impago asociada. Adicionalmente, y también en el ámbito de la gestión de carteras, en ocasiones se utilizan los CDS soberanos para limitar la exposición total a un país (por ejemplo, para cumplir topes legales o internos), compensando con ellos posiciones en activos de renta fija o variable privados sobre los que no sea fácil encontrar instrumentos derivados.

¿Implican las consideraciones anteriores que la información que nos proporcionan los CDS carece de utilidad? En absoluto. Ciertamente es un instrumento financiero que nos ayuda a calibrar la percepción que tienen los inversores sobre el riesgo de impago por parte de un Estado; pero sus limitaciones aconsejan que un dictamen sobre la situación de riesgo financiero de un país se complemente con otros elementos e indicadores. Por ejemplo, el éxito de las subastas de deuda soberana, las trayectorias previstas de déficits fiscales para los próximos años, las perspectivas de crecimiento y la flexibilidad de las políticas monetaria y fiscal.

(4) Por ejemplo, suele ser difícil vender bonos soberanos que previamente un inversor no haya comprado. En jerga financiera «ponerse corto» de bonos sin utilizar futuros u otros derivados no siempre es factible, y ello dificulta el arbitraje entre el mercado de bonos y los CDS soberanos.

*Este recuadro ha sido elaborado por el Departamento de Mercados Financieros,  
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

## Actividad económica

### La actividad económica pierde vigor después del impulso del segundo trimestre

Los datos de la contabilidad nacional del segundo trimestre elaborados por el Instituto Nacional de Estadística confirmaron una ligera aceleración del crecimiento económico, a pesar de la retirada de estímulos fiscales, si bien fue favorecida por algunos factores transitorios. Así, el producto interior bruto (PIB) aumentó el 0,2% en relación con el primer trimestre, una décima más que tres meses antes. El PIB casi se estabilizó en volumen respecto a un año antes y registró una tasa de variación interanual del -0,1%, 1,2 puntos más que en el

primer trimestre. Por otro lado, el PIB nominal anotó un incremento interanual del 0,2%, la primera tasa positiva después de cinco trimestres de bajadas.

Destacó el dinamismo del consumo de las familias y de la inversión en bienes de equipo, que aumentó en relación con el segundo trimestre de 2009, dejando atrás siete trimestres de caídas interanuales. De este modo, la contribución negativa al crecimiento agregado por parte de la demanda nacional disminuyó en 2,3 puntos hasta -0,5 puntos. Por su parte, la demanda externa redujo su aportación positiva al crecimiento del PIB en 1,1 puntos hasta 0,4 puntos porcentuales.

**El producto interior bruto avanza 2 décimas en el segundo trimestre en relación con el anterior...**

**...gracias al dinamismo del consumo de las familias y de la inversión en bienes de equipo.**

### INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Consumo</b>								
Producción de bienes de consumo (*)	-4,7	-8,2	-8,6	-1,7	0,4	2,5	0,5	...
Importación de bienes de consumo (**)	-7,7	-6,1	-3,4	3,7	-10,8	2,8	-13,4	...
Matriculaciones de automóviles	-28,1	-17,9	-0,6	29,3	44,5	35,3	-24,1	-23,8
Crédito al consumo de bienes duraderos	3,6	-11,5	-10,8	-9,1	-5,6	-9,6	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-33,8	-28,3	-20,7	-20,0	-18,2	-22,9	-26,0	-20,0
<b>Inversión</b>								
Producción de bienes de equipo (*)	-8,8	-22,1	-20,2	-10,3	-2,4	-1,7	-4,0	...
Importación de bienes de equipo (**)	-19,6	-27,0	-23,4	-16,9	-1,2	13,0	15,8	...
Matriculación de vehículos industriales	-43,6	-40,0	-30,8	-7,8	8,5	24,2	-7,6	-9,4
<b>Comercio exterior (**)</b>								
Importaciones no energéticas	-4,9	-17,5	-13,4	-0,7	10,4	18,1	11,2	...
Exportaciones	1,9	-9,8	-9,6	4,3	17,4	14,9	9,0	...

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

(\*\*) En volumen.

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

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

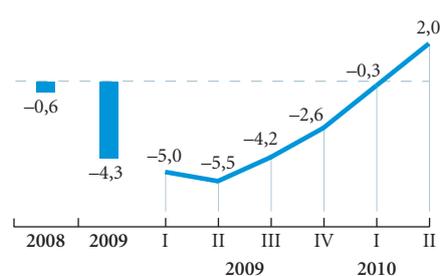
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)

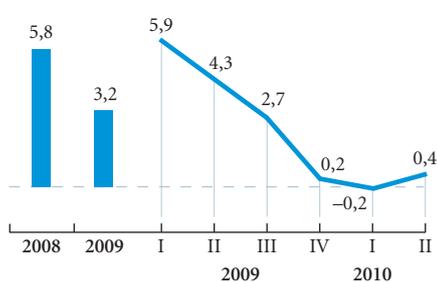
PIB



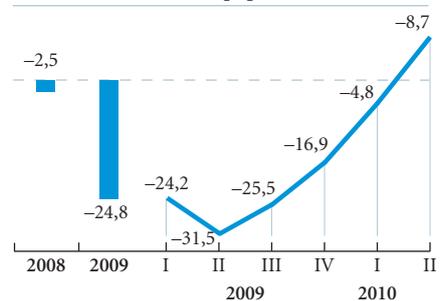
Consumo de los hogares



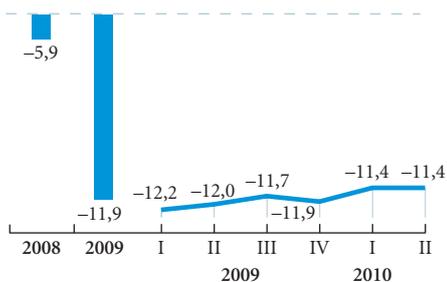
Consumo público



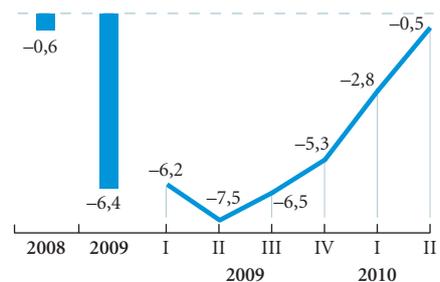
Inversión en bienes de equipo



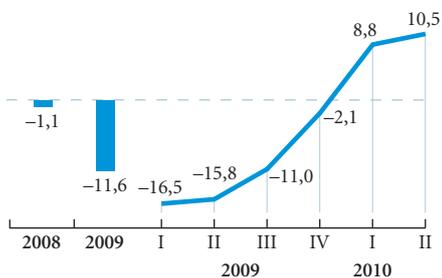
Inversión en construcción



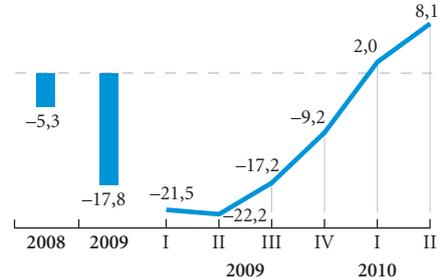
Demanda nacional (\*\*)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



NOTAS: (\*) Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.

(\*\*) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El consumo de los hogares avivó su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre registrando un aumento interanual del 2,0%. Esto se produjo gracias a que la remuneración de los asalariados siguió moderando su contracción debido sobre todo a la ralentización del descenso del nivel de empleo. También influyó una anticipación de las compras a consecuencia de la elevación de los tipos de gravamen del impuesto sobre el valor añadido (IVA) a partir del 1 de julio. Así, el gasto en bienes de consumo duraderos subió más del 13% respecto al segundo trimestre de 2009.

En contrapartida, los indicadores disponibles del tercer trimestre muestran un reflujo. Así, en julio las ventas minoristas retrocedieron el 2,1% con relación a doce meses antes. Las matriculaciones de automóviles cayeron el 24,0% interanual en julio-agosto, una vez agotados los fondos para ayudas directas a las compras del Plan 2000E, y alcanzaron el menor volumen en un mes de agosto de las últimas décadas. Sin embargo, el índice de confianza de los consumidores repuntó en agosto, si bien se hallaba sensiblemente por debajo de la media histórica.

La inversión atenuó su decrecimiento hasta el -7,0% interanual. El componente más dinámico fueron los bienes de equipo, cuyo gasto subió el 8,7% respecto al segundo trimestre del año previo. Esto fue debido a una pulsación más vigorosa de la demanda en un contexto de mayor utilización de la capacidad productiva. También influyó el adelanto de las compras ante la subida del IVA en el tercer trimestre. Así, algunos indicadores disponibles muestran debilidad de la inversión en los meses veraniegos, con un descenso interanual de la producción de bienes de equipo del 4,0% en julio y una caída de la matriculación de camiones del 8,3% en los dos primeros meses del tercer trimestre.

Por otro lado, la inversión en construcción mantuvo un ritmo de contracción inter-

anual del 11,4%. La inversión en viviendas frenó un poco su caída, hasta anotar un retroceso interanual del 19,3%. A pesar de que prosigue el ajuste en el sector residencial y existe un amplio *stock* de viviendas sin vender, se aprecian signos de animación en el mercado inmobiliario. Así, según datos del Ministerio de la Vivienda, en el segundo trimestre las transacciones de viviendas se elevaron el 24,7% interanual y de ellas las nuevas el 4,6%. Esto fue debido a un menor esfuerzo para acceder a una casa, en un entorno de tipos de interés muy bajos y menores precios, si bien contribuyó un avance de la demanda ante el alza del IVA en julio y la eliminación parcial de la desgravación fiscal a partir de enero de 2011. Por su parte, el resto de la construcción intensificó su descenso hasta el 5,7% interanual, en un marco de recortes de la inversión pública en infraestructuras.

En cuanto al sector exterior, las exportaciones de bienes y servicios registraron una tasa de variación anual del 10,5%, 1,7 puntos más que en el trimestre anterior, impulsadas por el tirón de la demanda externa. Las exportaciones de bienes subieron el 16,0%, las de servicios el 2,1% y el gasto turístico de los no residentes bajó el 1,3%. Las importaciones de bienes y servicios se aceleraron hasta presentar un incremento interanual del 8,1%. Las importaciones de bienes ascendieron el 9,5%, las de servicios el 3,7% y las compras de los residentes en el extranjero se incrementaron el 3,0%.

Desde la óptica de la oferta, los grandes sectores tuvieron una evolución diversa. Tanto el valor añadido de la industria como el de los servicios registraron tasas de variación anual positivas por primera vez desde el comienzo de la crisis. Por el contrario, las ramas primarias acentuaron su contracción hasta el 3,5% interanual afectadas por desfavorables condiciones meteorológicas. Por su parte, el valor añ-

**El alza del IVA a partir de julio impulsa un adelanto de las compras al segundo trimestre en detrimento del tercero.**

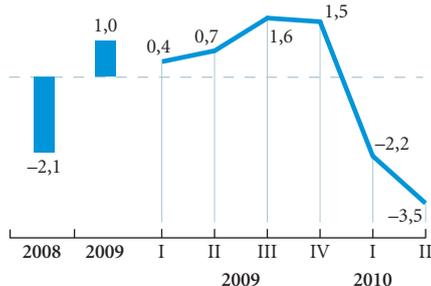
**La inversión atenúa su decrecimiento en el segundo trimestre.**

**El tirón de la demanda externa estimula las exportaciones.**

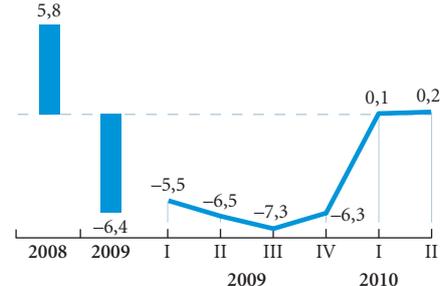
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (\*)

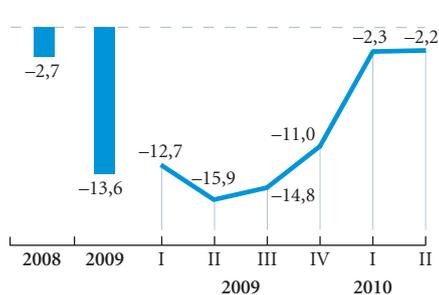
### Agricultura



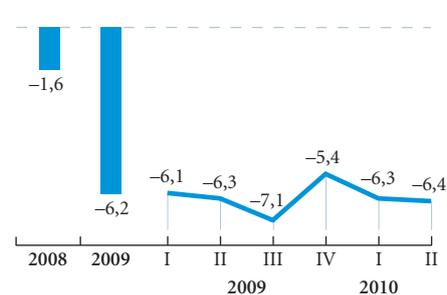
### Energía



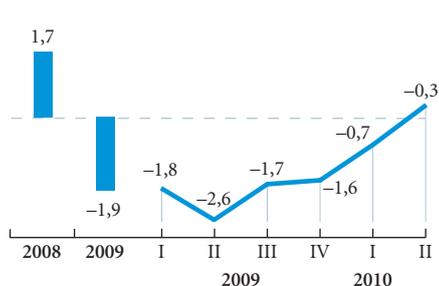
### Industria



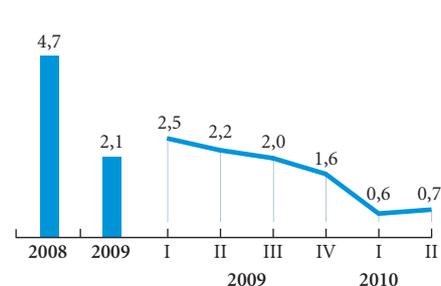
### Construcción



### Servicios de mercado



### Servicios de no mercado



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

**Tanto la industria como los servicios registran un crecimiento de su valor añadido por primera vez desde el inicio de la crisis.**

dido de la construcción bajó el 6,4% en relación con el segundo trimestre de 2009.

El valor añadido de las ramas energéticas e industriales subió el 1,8% en relación con un año antes. Las industrias manufactureras experimentaron un notable repunte hasta registrar un crecimiento interanual del 2,2%, estimulado por una mayor demanda. No obstante, tanto la producción industrial como el consumo de electricidad se desaceleraron al principio del tercer

trimestre. Asimismo, las entradas de pedidos flojearon, si bien la confianza en la industria mejoró en agosto.

Los servicios registraron una expansión interanual del 0,4% en el segundo trimestre de 2010. Sin embargo, la cifra de negocios de los servicios de mercado bajó el 3,8% en julio con relación a doce meses antes. La mayoría de ramas anotaron descensos al principio del verano, destacando un retroceso interanual del 7,7% de las actividades

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	0,5	-4,3	-2,1	-1,4	2,8	4,4	3,3	1,9
Índice de producción industrial (2)	-7,3	-15,8	-14,6	-5,6	0,3	2,9	0,5	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-18,0	-31,2	-29,0	-24,1	-20,1	-14,4	-14,0	-13,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,1	71,2	69,8	70,6	69,5	71,8	73,9	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	-0,7	-21,6	-17,1	0,1	26,9	28,4	...	...
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	-23,8	-32,4	-24,9	-16,7	-18,7	-12,0	-15,1	-10,0
Indicador de confianza en la construcción (3)	-22,6	-30,6	-26,3	-24,5	-24,9	-24,3	-31,0	-29,0
Viviendas (visados obra nueva)	-59,4	-58,1	-52,4	-45,5	-24,4	-17,9	...	...
Licitación oficial	3,0	-8,2	-1,4	-17,0	-50,4	-5,9	...	...
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista (6)	-6,0	-5,4	-4,5	-2,7	0,7	-0,2	-2,1	...
Turistas extranjeros	-2,5	-8,8	-7,7	-3,5	0,3	-3,1	4,5	4,0
Ingresos turismo	-0,4	-9,0	-9,2	-5,5	0,2	0,4	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-7,7	-28,4	-32,4	-7,7	4,5	20,9	18,1	12,4
Tráfico aéreo pasajeros	-3,0	-8,0	-5,0	-0,8	3,5	-0,6	3,6	3,6
Consumo de gasóleo automoción	-3,8	-5,1	-3,0	-2,0	-0,5	-0,7	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

(6) Índice (sin estaciones de servicio) deflactado y corregido del efecto calendario.

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

profesionales, científicas y técnicas y del 7,3% de la información y comunicaciones. No obstante, el transporte y almacenamiento creció el 1,6%. En cuanto al turismo, las entradas de turistas extranjeros aumentaron el 4,3% interanual en julio-agosto y las pernoctaciones hoteleras el 8,3%, pero a costa de una ligera reducción de precios.

El avance interanual de la productividad aparente por trabajador se mantuvo en el 2,5%. Sin embargo, la evolución fue dispar por ramas. El mayor aumento se registró en la industria, del 7,6%, seguido de la construcción con el 6,0% y los servicios de mercado con el 2,0%, mientras que en la

agricultura disminuyó el 3,0%. El coste laboral por unidad de producto siguió reduciéndose, con una tasa de variación interanual del -1,0%, lo que contribuye a una mejora de la competitividad.

La recuperación económica ha mostrado síntomas de fragilidad en el tercer trimestre y podría sufrir un leve retroceso. De esta forma, en el conjunto de 2010 estimamos que el PIB caerá el 0,3%. El relanzamiento continuará el año próximo apoyado por el sector exterior, pero probablemente el crecimiento será modesto, del orden del 0,7% anual, en un marco de corrección de los desequilibrios y de una política fiscal contractiva.

**El coste laboral por unidad de producto sigue reduciéndose hasta el -1,0% interanual, lo que contribuye a la mejora de la competitividad.**

**Preveamos una caída del producto interior bruto del 0,3% para el conjunto de este año y una subida del 0,7% en 2011.**

## Mercado de trabajo

### La destrucción de empleo se modera, pero no se detiene

El número total de afiliados en alta laboral en la Seguridad Social se cifró en 17.716.464 en agosto, tras una caída de 131.858 en el mes (unos 15.000 en términos desestacionalizados). Esta bajada mantiene el descenso interanual en el mismo nivel que el mes de julio, de 1,6%, y supone una pausa en el proceso de mejoría del mercado de trabajo. Con todo, cabe señalar que la caída de la ocupación, una vez corregida la estacionalidad, es menor que la registrada en los meses de agosto de los dos años anteriores.

Por sectores de actividad, todos experimentaron pérdidas de empleo en agosto,

especialmente el sector servicios, cuya cifra total de afiliados bajó más de 60.000 personas. No obstante, el descenso de la ocupación en este sector es mucho menor cuando se tiene en cuenta que este mes suele ser relativamente flojo en cuanto a la creación de empleo. En los últimos doce meses, el sector servicios fue el único que generó empleo, el 0,3% interanual, mientras que la ocupación en la industria y la construcción cayó el 3,8% y 12,5%, respectivamente.

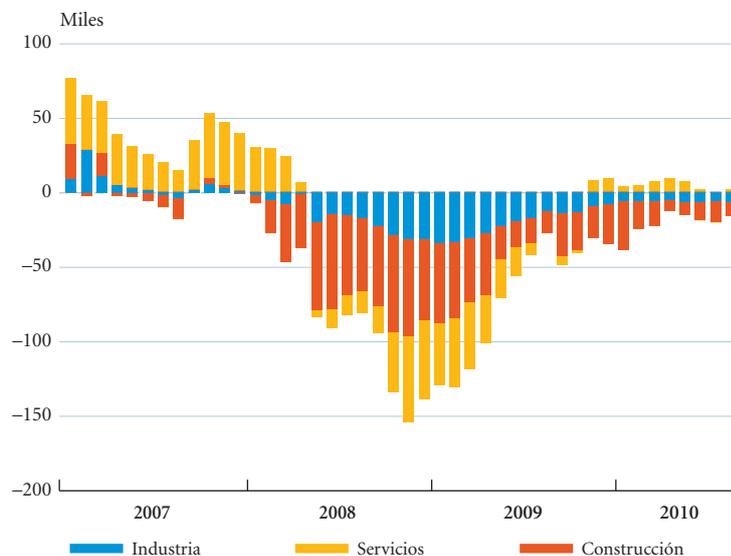
Por sexos, en el último año la caída de la afiliación de los varones, del 2,7%, fue muy superior al de las féminas, del 0,1%, en parte gracias al buen comportamiento de la ocupación en el servicio doméstico. De este modo, la participación de las mu-

**Se pierden empleos en todos los sectores en agosto.**

**Los hombres experimentan mayores descensos de la afiliación.**

### LA RECUPERACIÓN DEL EMPLEO SE ESTANCA

Variación mensual del número de afiliados a la Seguridad Social (\*)



NOTA: (\*) Series corregidas de estacionalidad.

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

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009		2010			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Afiliados a la Seguridad Social (1)</b>								
Sectores de actividad								
<i>Industria</i>	-2,1	-10,6	-11,5	-10,0	-7,2	-4,9	-4,0	-3,8
<i>Construcción</i>	-10,3	-23,1	-22,0	-18,9	-16,4	-13,1	-12,7	-12,5
<i>Servicios</i>	1,7	-2,6	-3,0	-2,1	-0,8	0,1	0,4	0,3
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	-0,7	-6,0	-6,2	-4,6	-2,8	-1,8	-1,5	-1,4
<i>No asalariados</i>	0,4	-4,8	-5,3	-4,9	-4,0	-3,0	-2,4	-2,4
<b>Total</b>	<b>-0,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>
<b>Población ocupada (2)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-7,3</b>	<b>-6,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,5</b>	-	-
<b>Puestos de trabajo (3)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-6,0</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,5</b>	-	-
<b>Contratos registrados (4)</b>								
Indefinidos	-14,3	-31,0	-28,6	-22,5	-11,9	-5,6	-13,8	-2,7
Temporales	-10,4	-13,5	-9,4	-2,1	3,7	5,2	0,7	7,7
<b>Total</b>	<b>-10,9</b>	<b>-15,5</b>	<b>-11,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,9</b>

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el INEM.

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

eres se colocó en el 44,6% del total, dos puntos por encima de la cifra de junio de 2008 cuando se registró la primera caída de la ocupación. Por tanto, se aprecia que desde su inicio, esta crisis ha afectado más a los hombres que a las mujeres. Por nacionalidades, los afiliados españoles se redujeron el 1,5% en el último año, mientras que los extranjeros disminuyeron el 2,0%.

Los contratos registrados en el Servicio Público de Empleo en agosto crecieron el 6,9% en relación con el mismo mes del año anterior. En este periodo, únicamente aumentaron los contratos de carácter temporal, un 7,7%, ya que los indefinidos cayeron el 2,7%. Así, la proporción de contratos indefinidos con respecto al total continuó su tendencia decreciente y se situó en agosto en el 6,6%. Por el momento, no parece que la recién aprobada reforma laboral haya incidido sobre el volumen de

contratación indefinida, aunque es muy pronto para calibrar los efectos de la misma sobre el comportamiento contractual de las empresas.

### Repunte del paro registrado en agosto

Después de cuatro meses de descensos, el número de parados registrados en el Servicio Público de Empleo volvió a aumentar en agosto, en 61.083 personas, situando el total en 3.969.661. Este ascenso fue debido en parte a razones estacionales como la terminación de contratos de temporada y nuevas incorporaciones al mercado de trabajo y, por tanto, la subida en términos desestacionalizados fue bastante inferior (de unos 12.000). Este incremento del total de parados en agosto situó la tasa de variación interanual en el 9,4%, una tasa bastante inferior al 43,4% anotado en agos-

**La contratación se concentra en los temporales.**

## España lidera el desempleo de la Unión Europea en julio.

to del año pasado. Aunque se aprecia un acercamiento al fin de la escalada del paro, la tímida mejora de la situación económica no permite prever una corrección del paro en el próximo trimestre.

De este modo, la subida del desempleo en España motivó que la tasa de paro desestacionalizada se situase en el 20,3% en julio, según cálculos de Eurostat. Esta tasa es la mayor de la Unión Europea y dobla a la media.

Según el Observatorio Laboral de la Crisis del mes de julio de Fedea, la duración del desempleo se manifiesta como el factor más importante para conseguir un trabajo. Los parados que llevan más de 6 meses en este estado tienen más dificultades para encontrar un empleo que los que llevan menos tiempo. Además, el mismo informe estima que el cobro del subsidio actúa como freno a la salida del desempleo porque este hecho está relacionado con la intensidad de búsqueda, que decrece claramente con la existencia del subsidio. En este marco, el Gobierno aprobó el pasado mes de agosto la ampliación del programa temporal de protección por desempleo e inserción, que proporciona ayudas de 426 euros a los parados de larga duración. No obstante, de esta prórroga se excluyeron los desempleados de 30 a 45 años sin cargas familiares. Asimismo, el Gobierno anunció que estudia endurecer las penalizaciones a los desempleados que rechacen ofertas de trabajo.

### Fuerte desaceleración de los costes laborales

Según la encuesta trimestral de coste laboral elaborada por el Instituto Nacional de Estadística, el coste laboral total por trabajador y mes de las empresas aumentó el

1,2% en el segundo trimestre de 2010 respecto al mismo periodo del año anterior. Esta tasa es muy inferior al crecimiento interanual del 4,0% registrado en el segundo trimestre de 2009 y confirma la tendencia bajista de los costes laborales iniciada, aunque con notable demora, como consecuencia de la crisis. La desaceleración de los costes laborales está motivada, sobre todo, por el freno en el incremento salarial, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 1,8%, por debajo del 4,1% de hace un año. También contribuyó el componente no salarial, que cayó un 0,6%, principalmente gracias al descenso de los costes de las indemnizaciones por despido.

En cuanto al coste laboral por hora, éste creció un 0,8% en el segundo trimestre de 2010, inferior al coste por trabajador debido al aumento en el número de horas efectivas de trabajo, del 0,3%. Este incremento es sustancialmente menor al promedio de la Unión Europea, cuya tasa interanual aumentó un 1,6%. Este descenso relativo de los costes laborales puede contribuir a paliar el problema de competitividad en España.

Por sectores, la construcción es el que registró un menor incremento del coste laboral total, del 0,4% interanual, gracias al decrecimiento de los salarios ordinarios y a la caída de las indemnizaciones por despido. La industria y los servicios experimentaron una subida interanual del 2,5% y del 1,1%, respectivamente.

Cabe notar que la ganancia media por trabajador y mes en el segundo trimestre de 2010, del 1,8% en tasa interanual, se aproximó a la inflación registrada en el mismo periodo, del 1,6%. De esta forma, el crecimiento del poder adquisitivo de los trabajadores se desaceleró rompiendo la tendencia de los últimos cuatro años.

**El Gobierno prorroga la ayuda extraordinaria para los trabajadores que hayan agotado las prestaciones por desempleo.**

**Los costes salariales crecen el 1,8% en el segundo trimestre.**

## INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	I	II
<b>Incremento pactado en convenios (*)</b>	3,6	2,5	2,7	2,7	2,6	2,5	1,4	1,3
<b>Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)</b>	6,4	4,1	4,8	4,5	3,9	3,2	1,8	1,4
<b>Encuesta trimestral de coste laboral</b>								
Costes salariales								
Total	5,1	3,2	2,9	4,1	3,1	2,7	1,9	1,8
<i>Industria</i>	4,8	2,1	1,2	2,4	2,0	2,5	2,8	3,0
<i>Construcción</i>	6,3	5,2	4,6	5,8	4,9	5,3	1,9	1,4
<i>Servicios</i>	5,0	3,2	3,0	4,3	3,2	2,5	1,6	1,6
Ganancia media por hora trabajada	4,9	5,3	2,4	9,8	3,9	5,3	2,9	1,4
Otros costes laborales	4,1	4,3	7,8	3,5	3,9	1,9	-1,1	-0,6
Jornada laboral (***)	0,2	-2,1	0,4	-5,1	-0,9	-2,4	-1,0	0,3
<b>Jornales agrarios</b>	5,1	2,6	3,2	4,0	0,3	2,8	3,3	-
<b>Coste laboral en la construcción</b>	5,7	4,7	7,5	4,3	3,7	3,6	3,1	0,7

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

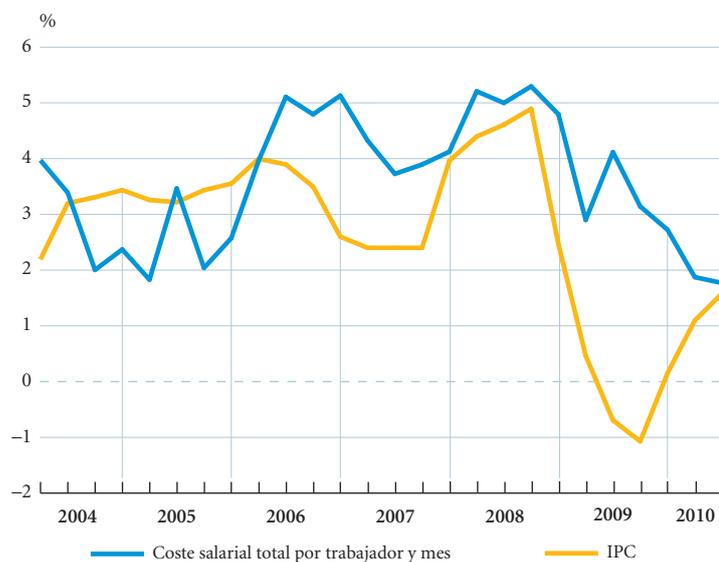
(\*\*) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

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

## TRAS DOS AÑOS DE CRISIS LAS SUBIDAS SALARIALES CONVERGEN CON LA INFLACIÓN

Variación interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## Precios

### La inflación cede levemente hasta el 1,8% interanual en agosto

A pesar de la subida de los tipos de gravamen general y reducido del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en el mes de julio de 2010, la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) bajó una décima en agosto hasta el 1,8%. De hecho, el alza del IVA se puede estimar que provocó un aumento de unas 4 décimas en la variación interanual del IPC en julio y otra más en agosto. No obstante, las cinco décimas estimadas del efecto real del IVA sobre la inflación hasta agosto representan menos de la mitad del impacto teórico si se hubiese repercutido la subida del impuesto total e inmediatamente.

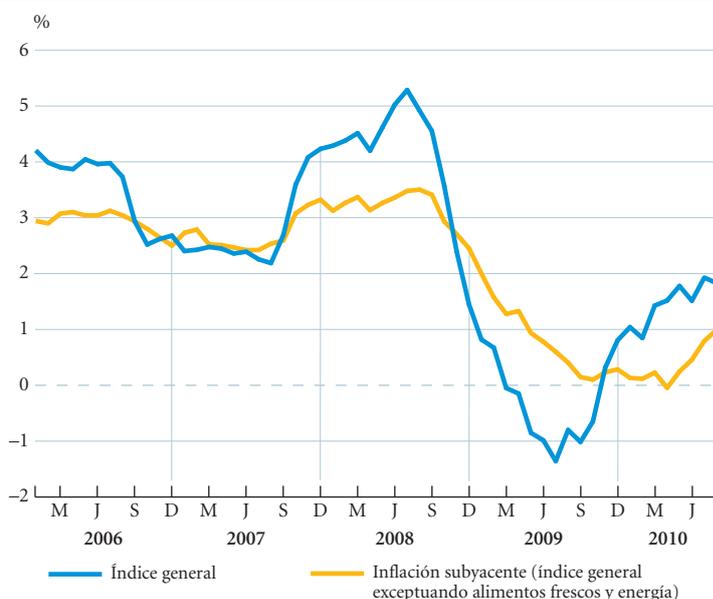
El resto ha sido absorbido por los márgenes empresariales, de los distribuidores o de los productores, dada la fragilidad del consumo.

El ligero descenso de la inflación interanual en agosto se debió básicamente a la aportación de los carburantes y combustibles, ya que el precio de los carburantes se mantuvo en agosto y el del gasóleo para calefacción bajó, mientras que en agosto de 2009 estos precios registraron elevaciones. La tasa de variación interanual del precio de los carburantes y combustibles se colocaba en el 10,9% en agosto de 2010, frente al -15,6% de doce meses antes, lo que explica en buena parte el incremento de la inflación en 2,6 puntos en

**El impacto de la subida del IVA sobre la inflación se puede estimar en 4 décimas en julio y otra más en agosto, habiéndose absorbido en gran parte por los márgenes empresariales.**

### LA INFLACIÓN SUBYACENTE CONTINÚA ASCIENDIENDO SUAVEMENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2009			2010		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2008	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2009	% variación anual
Enero	-1,2	-1,2	0,8	-1,0	-1,0	1,0
Febrero	0,0	-1,2	0,7	-0,2	-1,2	0,8
Marzo	0,2	-1,1	-0,1	0,7	-0,5	1,4
Abril	1,0	-0,1	-0,2	1,1	0,6	1,5
Mayo	0,0	-0,1	-0,9	0,2	0,8	1,8
Junio	0,4	0,3	-1,0	0,2	1,0	1,5
Julio	-0,9	-0,5	-1,4	-0,4	0,6	1,9
Agosto	0,3	-0,2	-0,8	0,3	0,8	1,8
Septiembre	-0,2	-0,4	-1,0			
Octubre	0,7	0,3	-0,7			
Noviembre	0,5	0,8	0,3			
Diciembre	0,0	0,8	0,8			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

este periodo. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios de los carburantes y combustibles de agosto de 2010 fue 3,9 puntos inferior a la anotada un mes antes, con lo que contribuyó con más de dos décimas al descenso de la in-

flación en agosto y contrarrestó los impulsos positivos.

En efecto, la inflación subyacente, considerada como el núcleo más estable, ya que excluye a los componentes más volátiles,

**El leve descenso de la inflación en agosto se debe al comportamiento de los precios de los carburantes y combustibles.**

## LA DESACELERACIÓN DE LOS CARBURANTES Y COMBUSTIBLES FRENA LA INFLACIÓN

Variación interanual del índice de precios de los carburantes y combustibles



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Agosto

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	107,9	0,2	0,4	-2,4	-0,1	-2,1	-0,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	136,8	0,1	0,0	12,7	8,6	13,0	8,6
Vestido y calzado	92,1	-0,8	-0,8	-15,3	-14,7	-2,2	-0,1
Vivienda	116,4	0,2	-0,1	0,4	3,4	-0,2	3,9
Menaje	107,2	0,1	0,1	-0,1	-0,3	1,3	0,7
Medicina	96,9	0,0	0,0	-1,5	-0,6	-1,3	-0,4
Transporte	109,5	1,1	0,1	4,8	6,0	-6,4	5,1
Comunicaciones	98,8	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,6
Ocio y cultura	100,3	0,6	1,2	0,7	1,7	-1,1	-0,1
Enseñanza	114,6	0,0	0,0	0,2	0,1	3,8	2,6
Hoteles, cafés y restaurantes	115,1	0,9	0,9	2,9	2,9	1,5	1,2
Otros	112,2	0,1	0,2	1,6	2,1	2,2	2,6
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	112,7	0,1	0,2	0,7	0,8	0,8	0,8
Alimentos sin elaboración	108,4	0,2	0,7	-3,1	1,5	-2,5	1,6
Conjunto no alimentario	107,7	0,4	0,2	-0,1	0,8	-1,0	2,0
Bienes industriales	102,5	0,4	-0,2	-2,4	-0,7	-3,8	2,4
<i>Productos energéticos</i>	117,3	2,5	-0,1	8,0	9,4	-10,2	8,9
<i>Carburantes y combustibles</i>	114,2	3,3	-0,2	8,5	11,6	-15,6	10,9
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	97,2	-0,5	-0,2	-6,0	-4,2	-1,8	0,2
Servicios	113,2	0,5	0,6	2,3	2,2	1,9	1,5
Inflación subyacente (**)	107,4	0,1	0,3	-1,0	-0,3	0,4	1,0
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>108,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,8</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

aumentó 2 décimas hasta el 1,0%, con un incremento por cuarto mes consecutivo, alejando el fantasma de una deflación. Los tres principales componentes de la inflación subyacente se elevaron en agosto, si bien la mayor aportación alcista correspondió a los productos industriales no energéticos, que contribuyeron con casi una décima. A pesar del aumento de la tasa de variación interanual de los productos manufactureros en 3 décimas en agosto, sólo se colocaba en el 0,2%, gracias a la

fuerte competencia en los mercados internacionales.

Los servicios aportaron más de media décima a la inflación interanual de agosto. Destacó la subida de los precios del viaje organizado, mayor que la experimentada un año antes. Por su parte, la tasa de variación anual de los alimentos elaborados subió una décima hasta el 0,8%. Entre ellos, cabe mencionar la subida de los precios de los productos lácteos en el mes, si

bien su nivel se hallaba el 1,0% por debajo del de agosto de 2009.

Mayor fue el alza de los alimentos no elaborados, cuya tasa de variación interanual se elevó en 5 décimas hasta el 1,6%. El mayor impacto provino de las frutas frescas y las patatas.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea también se elevó el 1,8% en los últimos doce meses hasta agosto. De este modo, el diferencial de precios con la eurozona se mantuvo en una décima.

La repercusión de la subida del IVA ya está prácticamente concluida. No obstante, probablemente en los próximos meses la inflación reemprenderá la senda alcista con suavidad y cerrará el ejercicio alrededor del 2%.

## Fuerte repunte de los precios agrarios

En julio, los precios industriales mantuvieron su tasa de variación interanual en el 3,2%, ya que un mayor ascenso de los precios energéticos, y en menor medida de los de equipo, fue compensado por la moderación de los bienes intermedios. Por su parte, los precios de importación continuaron desacelerándose, aunque presentaban un incremento interanual del 9,2%.

Los precios agrarios en origen experimentaron un fuerte repunte en el mes de mayo, último disponible, y se elevaron el 13,7% en relación con doce meses antes. El impulso provino principalmente de los productos agrícolas, que anotaron un aumento anual del 24,9% después de haber registrado persistentes caídas en 2009.

**En los próximos meses probablemente la inflación reemprenderá una subida suave hasta alrededor del 2% al final del año.**

**Los productos agrícolas suben el 25% interanual en mayo después de persistentes caídas en 2009.**

## INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación				Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios (**)	
<b>2009</b>											
Mayo	-15,1	-4,4	-1,1	1,1	-6,3	-9,8	-9,9	1,8	2,5	-5,5	0,8
Junio	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,9	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-
Julio	-17,9	-6,7	-1,3	0,5	-7,8	-16,0	-11,5	2,0	2,2	-7,1	-
Agosto	-14,8	-5,5	-0,9	0,3	-7,7	-11,5	-9,9	0,6	2,0	-7,4	0,1
Septiembre	-14,0	-5,4	-0,7	0,4	-7,6	-11,5	-9,3	-0,5	1,7	-7,6	-
Octubre	-12,2	-4,3	-0,7	0,2	-6,3	-8,4	-7,2	-2,1	1,0	-6,7	-
Noviembre	-9,3	-1,8	-0,6	0,2	-4,6	-0,7	-3,2	-3,1	0,5	-5,4	0,3
Diciembre	-5,5	0,4	-0,5	0,1	-2,7	6,3	1,9	-1,0	0,7	-1,9	-
<b>2010</b>											
Enero	-5,5	0,9	-0,5	-0,3	-0,9	6,3	3,4	-0,9	0,1	0,2	-
Febrero	1,0	1,1	-0,6	0,0	-0,4	6,8	4,7	-0,4	-0,1	1,5	0,5
Marzo	5,6	2,3	-0,1	0,0	0,4	10,1	7,2	1,2	0,0	4,3	-
Abril	2,8	3,7	0,1	-0,1	2,4	13,1	8,3	2,1	0,3	6,6	-
Mayo	13,7	3,8	0,2	-0,1	3,5	12,0	10,2	4,2	1,1	9,9	0,3
Junio	...	3,2	0,3	0,1	3,7	8,5	9,9	5,3	1,5	10,9	-
Julio	...	3,2	0,3	0,2	3,1	9,2	9,2	4,9	1,6	10,5	-

NOTAS: (\*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(\*\*) Excepto energía.

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

## Sector exterior

**El déficit comercial crece un 11,5% interanual en los siete primeros meses del año.**

**El incremento del IVA anticipa el consumo de bienes duraderos.**

### Comercio exterior: nuevo aumento del déficit comercial

El déficit comercial de julio registró un incremento interanual por sexto mes consecutivo, esta vez del 32,7% interanual, confirmando el fin de la corrección del desequilibrio comercial de 2009. Este nuevo incremento elevó el déficit acumulado en los siete primeros meses del año hasta los 30.532 millones de euros, un 11,5% por encima del registrado en el mismo periodo del año anterior. La fuerte reactivación de las importaciones a partir de enero, superior a las exportaciones, explica este deterioro del saldo comercial.

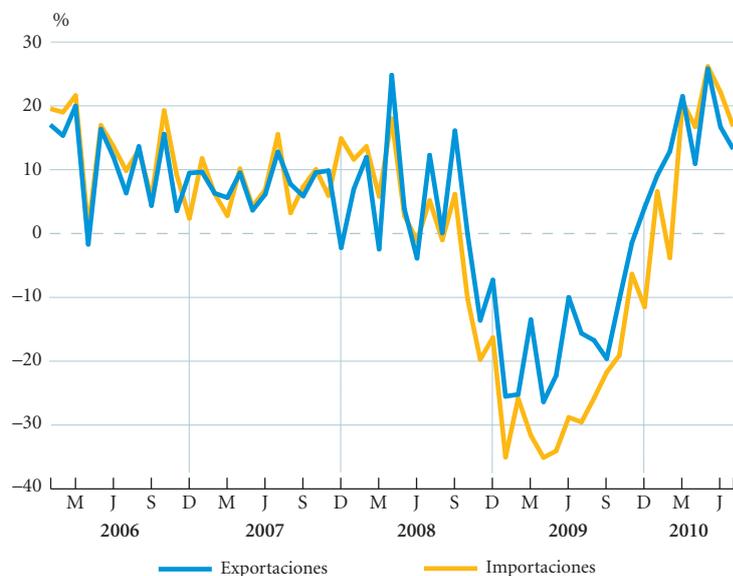
El intenso repunte de las importaciones responde principalmente a varios factores.

Por un lado, el fuerte incremento del precio de las importaciones energéticas, del 26,3% durante los siete primeros meses del año aumentó el valor de éstas en un 30,8% en este periodo. Como consecuencia, el déficit energético se ensanchó un 34,0% respecto al del año anterior.

Por otro lado, el componente no energético también contribuyó al aumento de las importaciones durante los siete primeros meses del año. La recuperación paulatina de la demanda interna y el anticipo del consumo generado por el incremento del impuesto sobre el valor añadido (IVA) avivaron el ritmo de las importaciones no energéticas. Este último factor se refleja, en gran medida, sobre el crecimiento interanual de las importaciones de bienes

### MAYOR DINAMISMO DE LAS IMPORTACIONES EN LOS ÚLTIMOS MESES

Variación interanual de los datos mensuales



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-julio 2010

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	25.294	30,8	18,5	4.539	17,8	4,3	-20.755	17,9
Bienes de consumo	33.905	-9,4	24,8	36.380	-2,6	34,3	2.474	107,3
<i>Alimenticios</i>	8.552	2,9	6,3	13.772	7,3	13,0	5.219	161,0
<i>No alimenticios</i>	25.353	-13,0	18,5	22.608	-7,8	21,3	-2.745	89,2
Bienes de capital	10.117	4,6	7,4	9.001	17,1	8,5	-1.116	89,0
Bienes intermedios no energéticos	67.364	28,0	49,3	56.229	31,5	53,0	-11.135	83,5
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	76.025	9,1	55,6	72.254	13,6	68,1	-3.770	95,0
<i>Zona del euro</i>	61.134	5,0	44,7	59.585	13,8	56,1	-1.550	97,5
Otros países	60.656	22,9	44,4	33.895	20,7	31,9	-26.761	55,9
<i>Rusia</i>	3.422	37,6	2,5	1.021	21,6	1,0	-2.402	29,8
<i>EEUU</i>	5.357	2,6	3,9	3.767	3,1	3,5	-1.590	70,3
<i>Japón</i>	2.099	20,8	1,5	841	22,4	0,8	-1.258	40,1
<i>América Latina</i>	7.858	30,0	5,7	5.554	23,6	5,2	-2.304	70,7
<i>OPEP</i>	13.060	36,4	9,6	3.808	-0,9	3,6	-9.251	29,2
<i>Resto</i>	28.861	18,7	21,1	18.904	29,8	17,8	-9.957	65,5
<b>TOTAL</b>	<b>136.681</b>	<b>14,8</b>	<b>100,0</b>	<b>106.149</b>	<b>15,8</b>	<b>100,0</b>	<b>-30.532</b>	<b>77,7</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

duraderos, del 33,1% entre enero y julio de 2010.

Sin embargo, la entrada en vigor del aumento impositivo y el fin de las ayudas a las compras de automóviles en julio suavizaron esta tendencia. Así, los bienes duraderos aumentaron en este mes solamente un 7,9% respecto a julio de 2009. Más importante fue el efecto sobre las compras de vehículos terminados extranjeros, que en julio cayeron un 30,3% interanual.

Por lo que se refiere a las exportaciones, destaca el menor dinamismo de las ventas de productos españoles a los países de la Unión Europea, con un crecimiento del 13,6% interanual en lo que va de año, frente al 20,7% en el resto de mercados exteriores. Contrariamente, las exportacio-

nes hacia China continuaron con el buen ritmo de los últimos meses, con un crecimiento del 48,3% en julio respecto al mismo mes del año anterior. Ante este escenario, se espera que el déficit comercial disminuya ligeramente en los próximos meses, debido a la reversión del anticipo del consumo registrado en el segundo trimestre. Ello, sin embargo, dependerá también de la evolución de la economía europea, que sigue siendo principal destino de los productos españoles.

### Balanza de pagos: el déficit corriente crece después de dos años

El déficit corriente de junio registró su tercer crecimiento interanual consecutivo, del 3,1%. Como consecuencia, el saldo

### La Unión Europea pierde peso como destino de las exportaciones.

El déficit corriente del segundo trimestre aumenta un 12,9% interanual.

## BALANZA DE PAGOS

Junio 2010

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-22.893	6,8	-46.576	13.819	-22,9
Servicios					
<i>Turismo</i>	11.141	-1,0	25.931	-1.439	-5,3
<i>Otros servicios</i>	-606	45,7	-901	143	-13,7
<b>Total</b>	10.535	-2,8	25.030	-1.296	-4,9
Rentas	-11.536	-36,8	-23.807	14.411	-37,7
Transferencias	-5.686	9,0	-8.450	-202	2,4
<b>Total</b>	<b>-29.580</b>	<b>-13,2</b>	<b>-53.803</b>	<b>26.732</b>	<b>-33,2</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>3.768</b>	<b>70,1</b>	<b>5.610</b>	<b>1.627</b>	<b>40,9</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	7.935	-	6.272	18.009	-
Inversiones de cartera	-13.210	-	32.580	33.431	-
Otras inversiones	-34.026	-	-57.187	-111.469	-
<b>Total</b>	<b>-39.301</b>	<b>-</b>	<b>-18.335</b>	<b>-60.029</b>	<b>-</b>
Errores y omisiones	-6.034	-	-9.481	-8.814	-
Variación de activos del Banco de España	71.147	-	75.711	41.164	119,2

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### El déficit puede volver a reducirse en la segunda mitad del año.

acumulado en el segundo trimestre se incrementó un 12,9% respecto al mismo periodo del año anterior, hasta los 13.575 millones de euros, cifra equivalente al 5,0% del producto interior bruto (PIB) entre marzo y junio. Este crecimiento significó un cambio de tendencia en la evolución del déficit, poniendo fin a siete trimestres consecutivos de correcciones.

Los dos responsables principales de la ampliación del desequilibrio en este segundo trimestre fueron los aumentos del déficit de la balanza comercial y la reducción del superávit de la balanza de servicios. Por su parte, tanto la balanza de rentas como la de transferencias redujeron sus déficits, aunque sin poder compensar el efecto negativo de las dos anteriores. Como consecuencia, la necesidad de financiación

de la economía española aumentó en este periodo, situándose en el 4,3% del PIB.

Ante el aún elevado desequilibrio corriente español, es necesario preguntarse por su evolución futura. Los datos disponibles hasta el momento no muestran una clara mejora de sus distintos componentes, especialmente de la balanza comercial, que aumentó su déficit en julio. Sin embargo, se prevé que la reversión del anticipo del consumo provocado por el aumento del IVA y la mejora del saldo de servicios, con un mayor número de turistas internacionales, generen una ligera reducción del déficit a finales de 2010.

En el ámbito financiero el elemento más destacado del mes de junio, sin duda alguna, volvió a ser el papel del Eurosistema

## IMPORTANTE AUMENTO DE LA FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA DESDE MAYO

Financiación extranjera a través del Banco de España



FUENTE: Banco de España.

como principal fuente de financiación de la economía española. Así, como se observa en el gráfico anterior, el estallido de la crisis de la deuda soberana elevó la captación de fondos del Eurosistema a través del Banco de España hasta los 27.477 millones de euros. Ello contrasta con el resto de transacciones financieras entre España y el resto del mundo, que generaron salidas netas de fondos, principalmente de la in-

versión a corto plazo (fundamentalmente préstamos, depósitos y repos). Por su lado, los componentes de inversión en cartera y directa registraron fuertes desinversiones en junio. La normalización de la situación en los mercados de deuda durante el tercer trimestre permite prever que España vuelva a cubrir sus necesidades de financiación a través de los canales habituales.

**El Eurosistema vuelve a ser la principal fuente de financiación.**

## Sector público

**Apreciable reducción del déficit del Estado por las medidas de consolidación presupuestaria y la mejora de la coyuntura.**

**Gran impulso de la recaudación del IVA, en parte por el adelanto de las compras ante el alza del tipo de gravamen en julio.**

### El déficit del Estado se reduce casi a la mitad

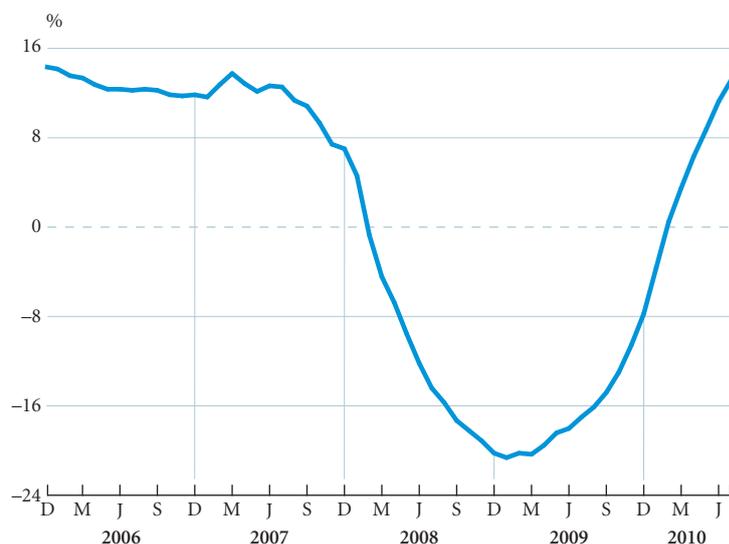
Las medidas de consolidación presupuestaria adoptadas en el pasado ejercicio y en el actual, junto a la mejora de la coyuntura económica, ya se plasman apreciablemente en las cuentas públicas de la administración del Estado. Así, los ingresos no financieros del Estado, incluyendo las cesiones a las administraciones territoriales según el sistema de financiación vigente, se elevaron el 10,4% en enero-julio, en relación con el mismo periodo de 2009 hasta 104.166 millones de euros. La recaudación impositiva, que constituye el 92% del total, subió el 14,0% en términos interanuales acumulados. La tasa de variación anual

de los ingresos tributarios netos se sitúa en el 6,9% una vez ajustada de los impactos normativos y del distinto grado de ejecución de las devoluciones, pero duplica la acumulada hasta junio.

La recuperación de los ingresos fue debida sobre todo a la subida de los impuestos indirectos, en particular del impuesto sobre el valor añadido (IVA), que se elevó el 42,2% hasta julio. Esta tasa resulta del 31,4% una vez corregida del diferente grado de ejecución de las devoluciones. Este aumento se debió al impulso de las ventas interiores, pero también de las importaciones. Ambas reflejaron en parte el adelanto de compras ante la subida del tipo de gravamen general del IVA del 16% al 18%

### RECUPERACIÓN DE LOS INGRESOS TRIBUTARIOS

Variación interanual de los ingresos tributarios (\*)



NOTA: (\*) Tasa homogénea de variación interanual de la media móvil de doce meses centrada.  
FUENTE: Agencia Tributaria.

y del 7% al 8% del reducido a partir del 1 de julio.

La recaudación acumulada de los impuestos especiales se incrementó el 5,7% en términos interanuales hasta 11.471 millones de euros. Las principales partidas, los hidrocarburos y las labores del tabaco, ascendieron el 4,4% y el 7,9%, respectivamente, gracias a la subida de los tipos impositivos de junio de 2009, ya que las bases gravadas se contrajeron. En cambio, parte del alza del impuesto sobre la electricidad, del 7,5%, fue debida a un mayor consumo.

No obstante, los impuestos directos, que se elevaron el 3,3% con relación al mismo periodo del año anterior, siguieron constituyendo la mayoría de las entradas tributarias. La principal figura, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), aumentó el 5,3% hasta 41.856 millones de euros. Las retenciones del trabajo se incrementaron el 5,2%, fundamentalmente por la eliminación parcial de la deducción de los 400 euros. Por su parte, las retenciones sobre el capital mobiliario, los arrendamientos y los fondos de inversión moderaron su descenso. Por otro lado, los ingresos del impuesto de sociedades bajaron el 9,8% respecto a los siete primeros meses del pasado ejercicio, el 12,0% en términos homogéneos ajustados de devoluciones.

Desde el otro lado del balance, los pagos también contribuyeron al control de las cuentas del Estado. Así, los gastos acumulados hasta julio bajaron el 2,5% interanual, la primera reducción desde enero de 2009. De esta manera, se empezó a reflejar el impacto de las medidas de austeridad implementadas. Esta disminución se debió principalmente a las operaciones de capital, si bien las corrientes se contrajeron ligeramente.

El retroceso de los pagos corrientes es atribuible sobre todo a las transferencias corrientes, que bajaron el 4,4% en relación con el mismo periodo del año anterior. Por su parte, los gastos acumulados en bienes y servicios bajaron el 1,9% interanual, la mayor disminución desde marzo de 2009. Los gastos de personal crecían el 3,1% con relación al mismo periodo del año anterior a pesar del recorte salarial medio a los empleados públicos del 5% a partir de junio. El mayor crecimiento correspondió a los gastos financieros, que se elevaban el 12,0% por el aumento de la deuda.

A consecuencia de la evolución de los ingresos y de los pagos se registró un déficit de caja no financiero del Estado de 29.681 millones de euros en los siete primeros meses del ejercicio, con una reducción del 41,7% en relación con el mismo periodo del año previo. En términos de contabilidad nacional, según los derechos y obligaciones reconocidos, la necesidad de financiación del Estado se cifró en 25.774 millones de euros, con una reducción interanual del 48,2%. Esta cantidad supone el 2,44% del producto interior bruto, 2,29 puntos menos que en el mismo periodo del año precedente.

Por otra parte, los ingresos de la Seguridad Social acumulados hasta julio sufrieron una liviana disminución interanual. Los gastos registraron un crecimiento anual del 3,8%. De esta forma, se anotó un superávit de 6.135 millones de euros, pero que representó un descenso interanual del 28,8%. En este marco del deterioro de las cuentas de la Seguridad Social y atendiendo a las recomendaciones de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Gobierno se ha mostrado dispuesto a impulsar la reforma del sistema de pensiones.

**Los gastos acumulados hasta julio registran la primera reducción interanual desde enero de 2009.**

**La necesidad de financiación del Estado hasta julio baja el 48% en relación con el mismo periodo de 2009.**

**Disminuye el superávit de la Seguridad Social y el Gobierno se muestra dispuesto a impulsar la reforma del sistema de pensiones.**

## Bajo el signo de la austeridad

Después de una larga etapa de prosperidad la economía española fue acumulando desequilibrios que, junto con la crisis financiera internacional, desembocaron a partir de 2008 en la recesión más fuerte de las últimas décadas. Para hacerle frente, el Gobierno español, de acuerdo con el Plan Europeo de Recuperación Económica con que se dotó la Unión Europea ante la crisis financiera de octubre de 2008, respondió con la adopción de medidas discrecionales con impacto en los ingresos y en los gastos públicos. Esta actuación, junto con los llamados estabilizadores automáticos, que comportaron menores ingresos impositivos al reducirse las bases imponibles con la recesión y con el aumento de los gastos de subsidios de desempleo al elevarse el paro, provocó un déficit público del 4,1% del producto interior bruto (PIB) en 2008, después de tres años de superávits presupuestarios.

Al superarse el límite del 3% del PIB establecido en el Tratado de la Unión Europea, en abril de 2009 la Comisión Europea inició el Procedimiento de Déficit Excesivo, según la normativa comunitaria, para poner fin a la situación en un plazo preciso. No obstante, dada la persistencia de la recesión y en línea con el Plan Europeo de Recuperación Económica, las autoridades españolas continuaron adoptando medidas discrecionales de estímulo económico hasta un importe del 2,25% del PIB en 2009. De este modo, en ese ejercicio se alcanzó un déficit público

### MEDIDAS PRESUPUESTARIAS RESTRICTIVAS

	en % del PIB	
	2010	2011
<b>Ingresos</b>		
Eliminación parcial de la deducción de 400 euros en el IRPF	0,4	
Subidas de los tipos de gravamen del IVA , impuestos especiales y sobre el ahorro	0,3	0,2
Retirada de avances de devoluciones y liquidaciones de impuestos	0,5	0,1
Supresión parcial de la deducción fiscal por compra de vivienda		0,4
<b>Gastos</b>		
Recortes en el presupuesto para 2010	0,8	
Retirada de fondos extraordinarios de inversión (local, sostenible)	0,6	0,5
<b>Plan de Acción Inmediata</b>		
Compras de bienes y servicios	0,2	
Subvenciones e inversiones	0,1	
Transferencias de capital	0,2	
<b>Paquete de medidas de 20 de mayo de 2010</b>		
Recorte en gastos de personal	0,2	0,2
Congelación de pensiones		0,1
Reducción de gasto farmacéutico, eliminación del cheque bebé y otras	0,1	0,2
Recorte de gastos en administraciones territoriales		0,1
Recorte en inversiones	0,2	0,3
Límite de gasto en el Presupuesto General del Estado para 2011 (28 de mayo de 2010)		1,0
<b>Impacto total</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>

NOTA: No se incluyen en la lista otras medidas no concretadas.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea y elaboración propia.

del 11,1% del PIB, el mayor de las últimas décadas. Dado que en su mayor parte tenía un componente estructural, es decir, no cíclico, que era claramente insostenible y que la economía se empezaba a estabilizar, se comenzó a trazar una estrategia de salida que comportase una reducción del déficit.

De hecho, en junio de 2009 ya se elevaron los tipos de gravamen de los impuestos especiales de los hidrocarburos y del tabaco, si bien la posición fiscal del conjunto del ejercicio fue claramente expansiva. El signo ha cambiado en 2010, pasando la posición fiscal a restrictiva. En efecto, en los Presupuestos Generales del Estado para 2010 se decidieron una serie de medidas de ajuste, tanto del lado de los ingresos como sobre todo de los gastos. Así, se eliminó, excepto para las rentas bajas, la deducción de los 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas. Asimismo, se elevó el tipo de gravamen sobre el ahorro a partir de enero de 2010 y los tipos general (del 16% al 18%) y reducido (del 7% al 8%) del impuesto sobre el valor añadido a partir del 1 de julio de 2010. Por el lado del gasto, los fondos extraordinarios de inversión fueron sustituidos por otro de menor importe, de 5.000 millones de euros. Además, se acordaron recortes por valor del 0,8% del PIB.

Adicionalmente, en enero de 2010 se lanzó el Plan de Acción Inmediata, que comportaba recortes de compras de bienes y servicios, subvenciones e inversiones y transferencias de capital por un total de 5.000 millones de euros. Además, se adoptó el Plan de Austeridad 2011-2013. Con estas medidas, el Gobierno presentó una actualización del Programa de Estabilidad 2009-2013, documento que se debe someter anualmente a la aprobación comunitaria, que diseñaba una senda de reducción del déficit público hasta el 3% del PIB en 2013 de acuerdo con las directrices de Bruselas.

La recomendación al respecto de la Comisión Europea en marzo de 2010 señalaba que existían riesgos para la consecución del objetivo previsto de reducción del déficit público. En primer lugar, las previsiones de crecimiento del escenario macroeconómico parecían optimistas. Además, algunos recortes previstos no estaban concretados suficientemente. Por todo ello, apuntaba que el Gobierno debía estar dispuesto a tomar medidas adicionales si la situación lo requería.

A ello se añadió la presión de los mercados. La prima de riesgo de la deuda pública española, que había llegado a ser ligeramente negativa en 2006 en una situación de superávits presupuestarios, se fue deteriorando. La aversión al riesgo fue aumentando en los mercados internacionales, partiendo de niveles anormalmente bajos con el inicio de la crisis de las hipotecas de alto riesgo estadounidenses. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 significó otra escalada de la aversión al riesgo. En este marco, la entrada de la economía española en recesión y el rápido aumento del déficit público comportaron que la prima de riesgo de la deuda pública española a largo plazo se elevase hasta 123 puntos básicos a principios de 2009. Posteriormente, la mejora de la situación internacional gracias a los planes coordinados y a la moderación de la recesión española motivaron que la prima de riesgo de la deuda española disminuyese hasta unos 50 puntos básicos hacia el final de 2009. No obstante, el contagio de la crisis fiscal griega provocó bruscos incrementos de la prima de riesgo española en la primavera de 2010.

En este entorno, el Gobierno español aprobó un nuevo paquete de medidas económicas el 20 de mayo de 2010 que comportaba un adelanto en la senda prevista de consolidación fiscal, de modo que el déficit objetivo para 2011 pasaba al 6% del PIB, frente al 7,5% anterior. Este paquete supuso un duro ajuste, el mayor de las últimas décadas. Entre otras medidas, las retribuciones de personal del sector público se recortaron un 5% de media a partir de junio de 2010 y se congelarán en 2011, las pensiones no se revalorizarán en general en 2011, se eliminará el cheque bebé a partir de enero de 2011, se reducirá el gasto farmacéutico y se han recortado las inversiones.

## LOS MERCADOS SIGUEN VIGILANTES

Diferencial de rendimiento entre las obligaciones del Estado españolas y alemanas a diez años



NOTA: Hasta el 29 de septiembre de 2010.

FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Con ello, y también gracias a los planes de apoyo europeos a los países en posibles dificultades, la prima de riesgo de la deuda española retrocedió, pero la persistencia de la incertidumbre en los mercados internacionales propició que a mediados de junio alcanzase los 221 puntos básicos. El anuncio de que se publicarían las pruebas de resistencia de la banca europea, con una mayor transparencia de las instituciones financieras españolas, posibilitó una relajación de las tensiones, aunque la prima de riesgo se ha mantenido en niveles relativamente altos, si bien se ha situado sensiblemente por debajo de los registrados por otros países periféricos como Grecia o Portugal.

Por otra parte, los posibles efectos de las medidas fiscales restrictivas sobre el PIB y consiguientemente la ocupación no son despreciables. Por ello, si bien son necesarias, se debe calibrar con prudencia su dosis a fin de no poner en peligro la recuperación económica en marcha. No obstante, su impacto negativo sobre el PIB podría ser compensado en parte por un aumento de la confianza de los agentes económicos, que comportaría por un lado una mejora de la inversión y por otro, menores tipos de interés de la deuda al reducirse la prima de riesgo (véase el recuadro «Ajuste fiscal y recuperación: ¿diferencias reconciliables?» de la página 18).

Por todo ello, tal como ha avanzado ya el Gobierno, es probable que en los Presupuestos Generales del Estado para 2011 se introduzcan nuevas medidas fiscales restrictivas para afianzar la credibilidad del proceso de consolidación fiscal. Aparte de la contención del gasto, se barajan subidas de impuestos y la revisión de beneficios fiscales.

¿Hasta cuándo será necesaria una política fiscal restrictiva? La senda de reducción del déficit público hasta el 3% del PIB en 2013, de acuerdo con los compromisos adquiridos, debe ser creíble y para ello probablemente será necesaria una posición fiscal restrictiva hasta entonces, aunque a partir de 2011 podría disminuir su intensidad. Por otra parte, lo que preocupa a los mercados no es el nivel de la deuda pública española, que partía de una posición

relativamente baja del 36,2% del PIB en 2007, sino su veloz ritmo de crecimiento, puesto que superará el límite comunitario del 60% del PIB ya en 2010. Además, también se tiene en cuenta que en los próximos años el rápido envejecimiento de la población, a consecuencia de la brusca caída de la natalidad en las últimas décadas, presionará cada vez más el gasto presupuestario.

En consecuencia, a medio plazo se debería alcanzar una senda de consolidación de las cuentas públicas que implique una reducción del nivel de la deuda pública hasta situarlo por debajo del 60% del PIB de modo sostenible. Para ello sería conveniente lograr superávits públicos primarios, es decir, sin tener en cuenta los intereses del pago de la deuda y que el crecimiento nominal del PIB superase el tipo de interés. A este respecto, es importante que la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB continúe siendo positiva. Por eso, aun reforzando la credibilidad presupuestaria, no se debe perder de vista la necesidad de poner las bases para aumentar la competitividad, a través de la implementación de las reformas estructurales adecuadas, lo que incrementará el crecimiento potencial de la economía.

*Este recuadro ha sido elaborado por Pere Miret  
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

## Ahorro y financiación

### Prosigue el desapalancamiento del sector privado

Después de los altos niveles de endeudamiento alcanzados por el sector privado a lo largo de la etapa expansiva, en los últimos meses ha proseguido el proceso de desapalancamiento. Así, la financiación a las empresas y las familias descendió el 0,9% en el último año hasta julio de 2010, cuando en el mismo mes de 2009 todavía presentaba una tasa de crecimiento interanual del 1,5%. Esta evolución ha obedecido tanto a la debilidad de la demanda, como a un endurecimiento de las condiciones de la oferta.

El saldo de la financiación a las empresas no financieras bajó el 1,9% en julio en

relación con el mismo mes del año anterior, una décima más que en junio, y en contraste con un aumento anual del 2,4% en julio de 2009. Esta caída se debió sobre todo al descenso de los préstamos y créditos de las entidades residentes, que bajaron el 2,5% en el último año. No obstante, en los últimos meses se aprecia una moderación de esta contracción. Mayor fue el retroceso de los préstamos del exterior, del 4,4% en el último año hasta julio. En cambio, el saldo de las emisiones de renta fija se elevó el 25,8% respecto a julio de 2009.

Por sectores, y con datos que alcanzan hasta el final del primer semestre, se observa que la bajada del crédito a todos los grandes sectores tendió a frenarse en el segundo trimestre de 2010, hasta el punto

**La financiación al sector privado baja el 1% en el último año hasta julio por la debilidad de la demanda y el endurecimiento de la oferta.**

**El crédito dirigido a la promoción inmobiliaria continúa desacelerándose y baja el 1% en los últimos doce meses hasta junio.**

### FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Julio 2010

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	%
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	participación
Sector privado	2.214.645	-718	-0,9	78,7
Empresas no financieras	1.310.046	-2.303	-1,9	46,6
Préstamos de entidades residentes (3)	907.121	-9.240	-2,5	32,2
Valores distintos de acciones	62.617	6.358	25,8	2,2
Préstamos del exterior	340.308	579	-4,4	12,1
Hogares (4)	904.598	1.585	0,5	32,2
Préstamos para la vivienda (3)	680.862	2.310	1,0	24,2
Otros (3)	221.019	-805	-0,9	7,9
Préstamos del exterior	2.717	80	4,4	0,1
Administraciones públicas (5)	599.014	39.367	18,8	21,3
<b>TOTAL</b>	<b>2.813.659</b>	<b>38.649</b>	<b>2,7</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

(2) Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo/saldo al principio de periodo.

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

(4) Incluyen las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

(5) Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre administraciones públicas.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Segundo trimestre de 2010

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
<b>Financiación de actividades productivas</b>						
Agricultura, ganadería y pesca	23.347	225	1,0	-385	-1,6	
Industria	152.301	102	0,1	-6.498	-4,1	
Construcción	123.948	-6.490	-5,0	-10.742	-8,0	
Servicios	694.745	9.142	1,3	4.474	0,6	
<b>Total</b>	<b>994.341</b>	<b>2.979</b>	<b>0,3</b>	<b>-13.151</b>	<b>-1,3</b>	
<b>Financiación a personas físicas</b>						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	660.436	5.870	0,9	8.873	1,4	
Adquisición de bienes de consumo duradero	44.812	-4.460	-9,1	-4.771	-9,6	
Otras financiaciones	116.459	6.359	5,8	2.538	2,2	
<b>Total</b>	<b>821.708</b>	<b>7.769</b>	<b>1,0</b>	<b>6.640</b>	<b>0,8</b>	
<b>Otros</b>	<b>34.180</b>	<b>2.445</b>	<b>7,7</b>	<b>-4.264</b>	<b>-11,1</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.850.230</b>	<b>13.192</b>	<b>0,7</b>	<b>-10.776</b>	<b>-0,6</b>	
<i>Adquisición de viviendas y actividades inmobiliarias</i>	<i>952.789</i>	<i>5.051</i>	<i>0,5</i>	<i>7.206</i>	<i>0,8</i>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

de que los servicios pasaron a registrar un crecimiento interanual del 0,6% al final de junio. No obstante, la evolución fue contrastada entre las ramas de los servicios. Así, mientras que el crédito para la hostelería subió el 7,2%, el destinado al comercio y reparaciones bajó el 3,7% y el dirigido a la promoción inmobiliaria continuó desacelerándose hasta anotar un descenso anual del 0,6%. Entre los otros sectores, la construcción registraba la mayor caída interanual, del 8,0%, seguida de la industria, con el 4,1%.

En cuanto a la financiación a los hogares, en julio mostraba un ligero incremento interanual del 0,5% gracias a un aumento del 1,0% de los préstamos para la vivienda. Este crecimiento fue debido a una cierta animación de la demanda en un entorno de menores precios de la vivienda y bajos tipos de interés. Así, el euríbor a un año se colocó en el 1,42% en promedio mensual en agosto, 5 puntos básicos más que en julio, pero inferior a la tasa de in-

flación, lo que supone un tipo de interés real negativo. En las primeras semanas de septiembre el euríbor a doce meses siguió elevándose muy livianamente. Al repunte de la demanda de hipotecas también contribuye un efecto de adelanto ante la supresión parcial de la desgravación fiscal a partir de enero de 2011.

Por otro lado, el crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero continuó acusando la flojedad de la demanda y un control más riguroso del riesgo. De este modo, su saldo continuó descendiendo en el segundo trimestre hasta una variación interanual del -9,6%.

La evolución de la morosidad siguió mostrando el impacto negativo del ciclo económico. Así, en julio la tasa de morosidad continuó su trayectoria ascendente hasta el 5,5% después de una pausa en junio. De esta forma, se colocó en los niveles de 1996. Con más detalle, y con datos que llegan hasta junio, se aprecia que la tasa de moro-

### Disminución de la tasa de morosidad hipotecaria de las viviendas.

## La nueva regulación Basilea III endurecerá los requisitos de capital bancario.

sidad hipotecaria de la vivienda se sitúa en un nivel sensiblemente inferior, del 2,6%, y menor que en los últimos trimestres. En cambio, la tasa de morosidad de las compras de bienes de consumo duradero siguió subiendo hasta el 7,8%. Por otro lado, la tasa de dudosa de las actividades inmobiliarias ascendió hasta el 11,2%.

Por otra parte, por lo referente a las reformas acometidas a consecuencia de la crisis financiera de 2007-2008, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria aprobó nuevas reglas, conocidas como Basilea III, que suponen un endurecimiento de los requisitos de capital sobre los actuales y tienen por objetivo garantizar la estabilidad financiera y hacer frente a una eventual crisis. Estas nuevas normas, que está previsto que se empiecen a aplicar gradualmente desde 2013 hasta 2018, implican que el porcentaje mínimo de capital de mayor calidad pase del 2% al 4,5% del total de activos ponderados por riesgos. Adicionalmente, se crea un nuevo «colchón» cuya ratio deberá superar el 2,5%. En caso de incumplimiento se prevén restricciones en

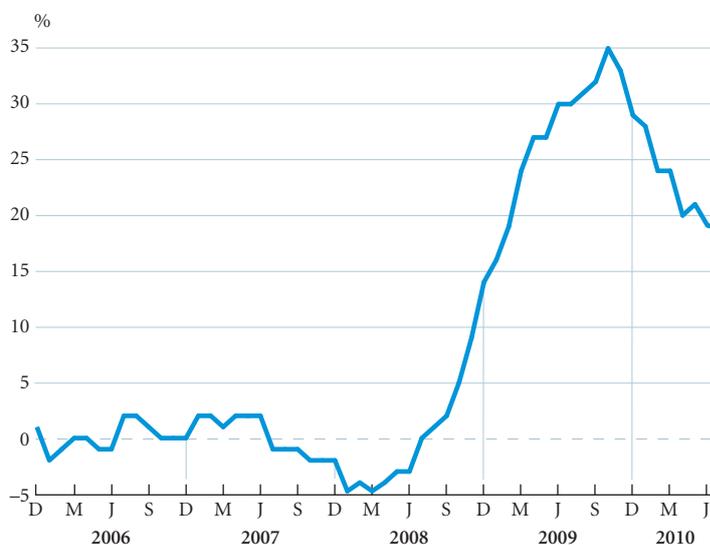
los pagos de dividendos y de la retribución variable a los ejecutivos. Además, el llamado *Tier 1* pasa del 4% al 6%. El agregado más amplio deberá superar una ratio del 10,5%.

En Europa también se han producido novedades últimamente en cuanto a la supervisión financiera. En la Unión Europea está previsto que a partir de enero de 2011 operen tres nuevas entidades supranacionales de supervisión de la banca, los seguros y los mercados de valores, con sede en Londres, Fráncfort y París, respectivamente.

Asimismo, el Consejo Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional decidió el 21 de septiembre que los veinticinco sectores financieros nacionales con mayor impacto en la estabilidad financiera global tendrán que someterse a exámenes exhaustivos de su salud financiera por este organismo internacional cada cinco años. De esta forma, la parte de estabilidad del programa voluntario de evaluación del sector financiero será obligatoria a partir de ahora para estos sectores financieros.

### SE FRENA LA FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Variación interanual de la financiación bruta a las administraciones públicas



FUENTE: Banco de España.

Respecto a la financiación a las administraciones públicas, en los últimos meses ha proseguido la desaceleración. Así, en julio su tasa de crecimiento interanual se situó en el 18,8%, casi la mitad del 35,2% registrada en octubre de 2009. De esta manera, la tasa de variación de la financiación al conjunto de los sectores residentes se colocó en el 2,7% en julio, frente al 4,0% de diciembre de 2009.

### Estancamiento de los depósitos bancarios

La remuneración de los depósitos bancarios siguió elevándose en el mes de julio a consecuencia principalmente del aumento de la retribución de las cuentas a plazo, que se colocó en el nivel más alto desde marzo de 2009. El incremento del tipo de interés de los depósitos a plazo está en concordancia con la tendencia del euríbor a un año, pero también manifestaba el interés de las entidades en financiarse con depósitos de los clientes para aumentar su base de liquidez. Así, los depósitos del sec-

tor privado se cifraban en 1.213.056 millones de euros al final de julio, situándose en el mismo nivel que doce meses antes.

La competencia de los depósitos bancarios continuó incidiendo negativamente en los fondos de inversión mobiliaria. No obstante, los reembolsos netos registrados en agosto, de 553 millones de euros, fueron los menores desde enero. La rentabilidad anual promedio se situó en el 1,2%, si bien se apreciaba una amplia dispersión: desde el 29,2% de la renta variable de los mercados emergentes hasta el -6,7% de la renta variable nacional.

Por lo referente al seguro directo, su volumen de primas bajó el 5,2% en el primer semestre en relación con el mismo periodo del año anterior. Las primas de los ramos de vida se contrajeron el 10,0%, si bien el ahorro gestionado se elevó el 2,9%. Las primas de los ramos de no vida descendieron el 1,0%, si bien el ramo de la salud se elevó el 4,2% y los multirriesgos el 2,0%.

**En agosto, los fondos de inversión mobiliaria registran los menores reembolsos netos desde enero.**

**El ahorro gestionado por los ramos de vida del seguro directo sube el 3% interanual en el primer semestre.**

## PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Julio 2010

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	259.240	-3.494	-1,3	3.859	1,5	18,4
De ahorro	214.944	7.152	3,4	16.730	8,4	15,3
A plazo	719.263	-748	-0,1	-14.994	-2,0	51,1
En moneda extranjera	19.608	-2.407	-10,9	-5.408	-21,6	1,4
<b>Total depósitos</b>	<b>1.213.056</b>	<b>503</b>	<b>0,0</b>	<b>187</b>	<b>0,0</b>	<b>86,2</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>194.710</b>	<b>-18.419</b>	<b>-8,6</b>	<b>-14.782</b>	<b>-7,1</b>	<b>13,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.407.766</b>	<b>-17.916</b>	<b>-1,3</b>	<b>-14.595</b>	<b>-1,0</b>	<b>100,0</b>

NOTA: (\*) Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros híbridos, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)  
Correo electrónico: [publicacioneseestudios@lacaixa.es](mailto:publicacioneseestudios@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010

Selección de indicadores  
Edición completa disponible en Internet

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico
2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico
3. La economía de Andalucía: diagnóstico estratégico
4. La economía de la Región de Murcia: diagnóstico estratégico
5. La economía del País Vasco: diagnóstico estratégico

### ■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

### ■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer
10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández
11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero María Gutiérrez-Domènech
12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons
13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual
14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual
15. Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña María Gutiérrez-Domènech
16. ¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes Àlex Ruiz
17. El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático? Claudia Canals

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal
3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals and Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual
5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

### ■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

- 01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals
- 02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal
- 03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta
- 01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà
- 02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal
- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department

### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
36. El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho
37. Europa, como América: Los desafíos de construir una federación continental Josep M. Colomer

## Consejo Asesor

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

- Manuel Castells  
Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- Antonio Ciccone  
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano  
London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza  
Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén  
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler  
Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta  
Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus  
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell  
ESADE Business School
- Jaume Ventura  
CREI-Universitat Pompeu Fabra

## Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual  
Subdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias  
Director de Economía Europea
- Enric Fernández  
Director de Economía Internacional
- Avelino Hernández  
Director de Mercados Financieros
- Matthias Bulach  
Director de Análisis Económico

## INFORME MENSUAL

Octubre 2010

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Estudios y Análisis Económico

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

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

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

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2009

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	237.799
Créditos sobre clientes	178.026
Resultado atribuido al Grupo	1.510

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	27.505
Oficinas	5.326
Terminales de autoservicio	7.951
Tarjetas (millones)	10,3

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2010	Millones €
Sociales	356
Ciencia y medio ambiente	62
Culturales	55
Educativas e investigación	27
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>

**CICLO DE CONFERENCIAS**, Auditorio de "la Caixa" en Madrid

**El gobierno de la economía: experiencias personales**

**Cátedra "la Caixa"**

*Economía y Sociedad*

**LOS PACTOS  
DE LA MONCLOA  
Y LA RECUPERACIÓN  
DE LA ECONOMÍA**

*José Luis Leal*  
27 de octubre de 2010

**EL SEGUNDO AJUSTE  
DE LA DEMOCRACIA**

*Miguel Boyer*  
4 de noviembre de 2010

**LA SUPERACIÓN DE LA  
CRISIS DE LOS AÑOS  
NOVENTA DESDE  
LA PERSPECTIVA  
DE LOS PROBLEMAS  
ACTUALES**

*Pedro Solbes*  
15 de noviembre de 2010

**EL RETO DE LA UNIÓN  
EUROPEA: LECCIONES  
PARA LA CRISIS ACTUAL**

*Carlos Solchaga*  
13 de diciembre de 2010

Auditorio de "la Caixa", Paseo de la Castellana, 51, Madrid, a las 19.30 horas

Se ruega confirmar al tel. 902 100 419

Plazas limitadas

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