

# Informe Mensual



NÚMERO 324

*¿Provoca la globalización los desequilibrios de las balanzas de pagos?* Pág. 12

La globalización de las últimas décadas presenta rasgos peculiares respecto a episodios anteriores

*Ajustes globales: el papel de la flexibilidad cambiaria* Pág. 18

Para que el ajuste continúe, China y las economías asiáticas deben colaborar

*Desequilibrios globales, tipos de interés y crisis financiera* Pág. 44

¿Cuál es la interacción entre los flujos financieros y los desequilibrios globales?

*El ajuste del déficit español: ¿Dónde escondimos la hucha?* Pág. 64

La corrección del elevado desequilibrio exterior provocará el desendeudamiento del sector privado



# Previsiones

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

|   | 2007       | 2008       | 2009        | 2008       |            |            |             | 2009        |             |
|---|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|   |            |            |             | I          | II         | III        | IV          | I           | II          |
| <b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>             |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| <b>Previsiones</b>                        |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| <b>Producto interior bruto</b>            |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| Estados Unidos                            | 2,0        | 1,1        | -2,4        | 2,5        | 2,1        | 0,7        | -0,8        | -2,6        | -3,0        |
| Japón                                     | 2,4        | -0,7       | -5,9        | 1,4        | 0,5        | -0,2       | -4,3        | -6,8        | -6,7        |
| Reino Unido                               | 3,0        | 0,7        | -2,9        | 2,6        | 1,7        | 0,3        | -1,8        | -2,9        | -3,2        |
| Zona del euro                             | 2,6        | 0,9        | -2,8        | 2,1        | 1,4        | 0,6        | -0,5        | -3,2        | -3,3        |
| <i>Alemania</i>                           | 2,6        | 1,0        | -3,1        | 2,8        | 2,0        | 0,8        | -1,6        | -4,0        | -3,8        |
| <i>Francia</i>                            | 2,1        | 0,7        | -2,1        | 2,0        | 1,2        | 0,6        | -1,0        | -2,2        | -2,5        |
| <b>Precios de consumo</b>                 |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| Estados Unidos                            | 2,9        | 3,8        | -1,0        | 4,1        | 4,4        | 5,3        | 1,6         | -0,1        | -2,0        |
| Japón                                     | 0,1        | 1,4        | -1,5        | 1,0        | 1,4        | 2,2        | 1,0         | -0,3        | -1,3        |
| Reino Unido                               | 2,1        | 3,6        | 1,8         | 2,4        | 3,3        | 4,9        | 3,9         | 3,0         | 1,7         |
| Zona del euro                             | 2,1        | 3,3        | 0,4         | 3,4        | 3,6        | 3,8        | 2,3         | 0,7         | 0,4         |
| <i>Alemania</i>                           | 2,3        | 2,6        | 0,8         | 2,9        | 2,9        | 3,1        | 1,6         | 0,9         | 0,4         |
| <i>Francia</i>                            | 1,5        | 2,8        | 0,4         | 2,9        | 3,3        | 3,3        | 1,8         | 0,6         | 0,0         |
| <b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>                  |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| <b>Previsiones</b>                        |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| <b>Agregados macroeconómicos</b>          |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| Consumo de los hogares                    | 3,4        | 0,1        | -2,6        | 2,0        | 0,8        | -0,2       | -2,3        | -4,3        | -2,8        |
| Consumo de las AAPP                       | 4,9        | 5,3        | 4,3         | 3,7        | 5,0        | 6,1        | 6,3         | 5,2         | 4,8         |
| Formación bruta de capital fijo           | 5,3        | -3,0       | -12,3       | 2,4        | -0,8       | -4,1       | -9,3        | -12,4       | -15,5       |
| <i>Bienes de equipo</i>                   | 10,0       | -1,1       | -13,0       | 5,2        | 1,8        | -1,3       | -9,7        | -13,0       | -13,0       |
| <i>Construcción</i>                       | 3,8        | -5,3       | -14,5       | 0,2        | -3,1       | -7,3       | -10,9       | -14,1       | -19,6       |
| Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB) | 4,4        | 0,1        | -4,2        | 2,6        | 1,2        | -0,2       | -3,0        | -5,2        | -5,2        |
| Exportación de bienes y servicios         | 4,9        | 0,7        | -6,2        | 4,8        | 4,4        | 1,5        | -7,9        | -11,6       | -6,9        |
| Importación de bienes y servicios         | 6,2        | -2,5       | -11,2       | 3,6        | 1,8        | -2,0       | -13,2       | -18,4       | -13,2       |
| <b>Producto interior bruto</b>            | <b>3,7</b> | <b>1,2</b> | <b>-2,3</b> | <b>2,7</b> | <b>1,8</b> | <b>0,9</b> | <b>-0,7</b> | <b>-2,2</b> | <b>-2,8</b> |
| <b>Otras variables</b>                    |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| Empleo                                    | 2,9        | -0,6       | -5,0        | 1,6        | 0,1        | -0,9       | -3,1        | -5,1        | -5,6        |
| Tasa de paro (% población activa)         | 8,3        | 11,3       | 17,6        | 9,6        | 10,4       | 11,3       | 13,9        | 17,4        | 17,4        |
| Índice de precios de consumo              | 2,8        | 4,1        | 0,1         | 4,4        | 4,6        | 4,9        | 2,5         | 0,5         | -0,4        |
| Costes laborales unitarios                | 2,9        | 3,4        | -0,3        | 4,2        | 3,6        | 3,4        | 2,6         |             |             |
| Saldo operaciones corrientes (% PIB)      | -10,1      | -9,5       | -7,1        | -12,1      | -9,5       | -8,7       | -7,9        |             |             |
| Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)   | -9,7       | -9,1       | -6,5        | -11,2      | -9,0       | -8,4       | -7,6        |             |             |
| Saldo público (% PIB)                     | 2,2        | -3,8       | -7,8        |            |            |            |             |             |             |
| <b>MERCADOS FINANCIEROS</b>               |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| <b>Previsiones</b>                        |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| <b>Tipos de interés internacionales</b>   |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| Fed Funds                                 | 5,0        | 2,0        | 0,3         | 3,2        | 2,1        | 2,0        | 0,9         | 0,3         | 0,3         |
| Repo BCE                                  | 3,8        | 3,9        | 1,2         | 4,0        | 4,0        | 4,2        | 3,4         | 1,8         | 1,1         |
| Bonos EEUU 10 años                        | 4,6        | 3,6        | 2,9         | 3,6        | 3,9        | 3,8        | 3,2         | 2,6         | 2,9         |
| Bonos alemanes 10 años                    | 4,2        | 4,0        | 3,0         | 3,9        | 4,3        | 4,3        | 3,5         | 3,1         | 3,1         |
| <b>Tipos de cambio</b>                    |            |            |             |            |            |            |             |             |             |
| \$/Euro                                   | 1,37       | 1,48       | 1,28        | 1,50       | 1,56       | 1,51       | 1,34        | 1,30        | 1,29        |



## Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Previsiones FMI
  - 8 Estados Unidos
- 12 **¿Provoca la globalización los desequilibrios de las balanzas de pagos?**
- 14 Japón
- 16 China
- 18 **Ajustes globales: el papel de la flexibilidad cambiaria**
- 20 Brasil
- 21 México
- 22 Materias primas
- 24 **Unión Europea**
  - 24 Zona del euro
  - 27 Alemania
  - 29 Francia
  - 30 Italia
  - 31 Reino Unido
  - 33 Europa emergente
- 36 **Mercados financieros**
  - 36 Mercados monetarios y de capital
- 44 **Desequilibrios globales, tipos de interés y crisis financiera**
- 48 **Coyuntura española**
  - 48 Actividad económica
  - 54 Mercado de trabajo
  - 57 Precios
  - 61 Sector exterior
- 64 **El ajuste del déficit español: ¿Dónde escondimos la hucha?**
- 67 Sector público
- 69 Ahorro y financiación

## ¿Fin de la era de los excesos?

Una peculiaridad de la actual recesión económica mundial es su alta sincronización, es decir, el elevado número de países que sufren un retroceso de la actividad prácticamente al mismo tiempo. Una recesión muy sincronizada internacionalmente es un fenómeno poco habitual, cuyos precedentes se remontan a los años 1975, 1980 y 1992, años de *shocks* petrolíferos. Aplicando el criterio de número de países en recesión, el Fondo Monetario Internacional calcula que la actual es la peor en 50 años.

A pocos debe sorprender esta propagación de las corrientes recesivas. Durante años hemos asistido a la acumulación de importantes desequilibrios a nivel global. Economías como las de Alemania, Japón, China y otros países asiáticos han registrado persistentes superávits debido a su orientación exportadora y a un relativamente bajo nivel de consumo interior, con la consiguiente mayor capacidad de ahorro. En el otro extremo se han situado economías como las de Estados Unidos, Australia, España, Nueva Zelanda o Reino Unido, cuyas balanzas de pagos han sufrido pertinaces déficits comerciales derivados de sus elevados ritmos de gasto que resultaban en bajos niveles de ahorro. Además, están los exportadores de materias primas, cuyas boyantes ventas les han proporcionado, hasta no hace mucho, un elevado superávit comercial y abundantes reservas. La creciente interconexión comercial de las economías, sin importar apenas la distancia, constituye un fenómeno distintivo de la ola globalizadora que irrumpió con fuerza a partir de los años ochenta.

La aceleración de los flujos comerciales ha sido posible y se ha sustentado en la globalización financiera, consecuencia a su vez de la liberalización de los movimientos de capitales y de la sofisticación de los sistemas financieros. Igual que en el ámbito comercial, el mundo se había dividido en dos partes: los ahorradores, a saber, los exportadores de materias primas junto con los exportadores netos de manufacturas; y los «gastadores», encabezados por Estados Unidos. La potencia americana ha estado absorbiendo buena parte del ahorro mundial en los últimos años a base de emitir deuda pública y otros activos denominados en dólares. Se trata de una situación que rompe el esquema tradicional según el cual los países en déficit son los emergentes y los que disfrutaban de superávit son los desarrollados. Así fue en la anterior oleada globalizadora, entre finales del siglo XIX y principios del XX, cuando Inglaterra, la primera potencia mundial, llegó a anotar un superávit del 9% del producto interior bruto.

Los desajustes geográficos de las cuentas corrientes y de los flujos de ahorro, en un entorno de tipos de interés muy bajos, la reducción de primas de riesgo, el aumento de los precios de los activos y la asunción de inversiones de mayor riesgo han preocupado desde hace largo tiempo. Los intentos de explicación del fenómeno abrieron un interesante debate sobre su naturaleza y su persistencia, sus causas y sus consecuencias. Con el estallido de la recesión, se han puesto de manifiesto los riesgos en los que incurría la economía mundial. Cuando, a partir de la segunda mitad de 2007, las turbulencias atrapan a los sistemas financieros y los flujos de capital internacionales se frenan, las economías con déficit corriente se ven obligadas a ajustar rápidamente sus niveles de gasto al ahorro nacional. A su vez, el colapso en el comercio internacional a partir de finales de 2008 tiene unas nefastas consecuencias directas sobre los exportadores netos, que se ven obligados a ajustar bruscamente su nivel de actividad. En definitiva, los desequilibrios globales han exacerbado la actual recesión económica, de manera que parece éste un buen momento para reflexionar por qué estamos donde estamos y cuáles son las perspectivas futuras.

## RESUMEN EJECUTIVO

**Probablemente atravesamos el momento de mayor debilidad de la actual recesión...**

**...pero los riesgos siguen estando a la baja y la salida de la crisis será lenta.**

**Las previsiones de crecimiento siguen recortándose, tanto para 2009 como para 2010.**

### En el fondo

El primer semestre de 2009 constituye el punto más bajo de la recesión más profunda desde la Segunda Guerra Mundial. Así parecen apuntarlo algunos indicadores, que a la vez muestran que el deterioro de la situación económica empieza a atenuarse y que la salud del sistema financiero internacional da discretas señales de mejora. Sin embargo, a nadie se le escapa que los riesgos son a la baja y que la salida de esta crisis será lenta y prolongada.

En su informe de perspectivas de la economía mundial de abril, el Fondo Monetario Internacional (FMI) vuelve a rebajar sus previsiones de crecimiento al constatar que la economía global se encuentra inmersa en una severa recesión. Así, la economía global se contraerá un 1,3% en 2009, mientras que las medidas de política macroeconómica y los intentos por restablecer la normalidad en el sector financiero pueden facilitar una recuperación en 2010 que será más lenta que en otras ocasiones, con un crecimiento del 1,9%. Garantizar el acceso a la liquidez de las entidades financieras, limpiar las pérdidas derivadas de los activos de dudosa calidad y recapitalizar las entidades más débiles pero aún viables son las condiciones necesarias para el éxito de los estímulos fiscales y monetarios.

La recesión está siendo más intensa en las economías avanzadas, que en conjunto se contrajeron un inédito 7,5% intertrimestral anualizado en el último trimestre de 2008. Por su parte, las economías emergentes cedieron un más moderado 4,0%. Por países, se empeoran las perspectivas para Estados Unidos, con una contracción prevista del 2,8% para 2009, a la que segui-

ría un 2010 con crecimiento nulo. Entre las economías avanzadas, Japón es la que tiene un peor panorama para 2009, con un descenso esperado del 6,2%. Sin embargo, mejora la previsión para 2010, con un avance del 0,5%. China, si bien sufre una clara desaceleración respecto a años anteriores, escapa a los retrocesos generalizados de los exportadores asiáticos.

En Europa también se revisan a la baja las previsiones de casi todos los países. Para la zona del euro se esperan retrocesos del 4,2% en 2009 y del 0,4% en 2010. Pero es Alemania el país que sale peor parado, con contracciones de su economía del 5,6% y del 1,0% para 2009 y 2010, respectivamente.

En este contexto de expectativas pesimistas, el flujo de indicadores económicos sigue marcando la intensidad del desplome, que parece algo atenuado respecto a la intensidad de finales de 2008.

En Estados Unidos, la confianza de los consumidores sigue débil, pero algo por encima del mínimo histórico. Las ventas minoristas interrumpieron en marzo su incipiente recuperación, pero la media del primer trimestre apunta a la estabilización. El índice de actividad y sentimiento empresarial del Institute for Supply Management, aunque sigue en niveles propios de recesión profunda, se mantuvo en marzo por encima de los mínimos históricos. Pero la producción industrial retrocede a ritmo de dos dígitos y la utilización de la capacidad productiva ha alcanzado un nuevo mínimo histórico. Desde enero de 2008 se llevan destruidos 5 millones de puestos de trabajo y la tasa de paro llega al 8,5% de la población activa, su nivel máximo desde 1983.

En Japón, los indicadores son irreparablemente negativos. Así, las ventas minoristas de febrero retrocedieron un 5,7% interanual, el peor registro desde 2002, con una confianza del consumidor que, aunque se recuperó levemente de su mínimo histórico, sigue estando en niveles excepcionalmente bajos. El mercado laboral también tuvo en febrero un mal comportamiento, con una tasa de paro que se encaramó hasta el 4,4% de la población activa y la pérdida de 380.000 empleos. Pero es el sector exterior el que ha pasado a ser el punto más débil de la economía nipona. El mayor problema sigue estando en el descenso de las exportaciones, que cedieron un 45,8% interanual.

También el sector exterior se ha revelado como el tendón de Aquiles de la eurozona. El peso de la exportaciones, similar al de la economía japonesa y superior al de Estados Unidos, hace que el retroceso de las mismas en términos interanuales, un 24,6% en el mes de enero, signifique un dato muy negativo. Además, la demanda interna no toma el relevo. Las ventas al por menor, por ejemplo, cayeron en febrero por quinto mes consecutivo. La confianza del consumidor de marzo tampoco halló suelo alguno y sigue en caída libre. Por el lado de la oferta, el descenso de la producción industrial anotó un nuevo mínimo histórico y ya alcanza el 18,4%. La tasa de paro de la zona del euro ha subido hasta el 8,5% en febrero, 1,3 puntos porcentuales por encima del mínimo registrado en marzo de 2008. Sin embargo, en la mayoría de países, incluyendo las tres principales potencias, Alemania, Francia e Italia, el aumento está siendo muy tímido, especialmente si lo comparamos con los fuertes descensos de la producción y la demanda. Ello hace pensar que el deterioro del mercado laboral aún tiene un amplio recorrido en los próximos trimestres, lo que mantendría la debilidad del consumo.

Ante el deterioro de la situación económica, en abril el Banco Central Europeo

(BCE) decidió recortar el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta dejarlo en el 1,25%. El presidente del BCE insinuó la posibilidad de un nuevo recorte en la próxima reunión del Comité Ejecutivo el 7 de mayo, y anunció que presentará una batería de medidas de expansión cuantitativa en la misma reunión. Tras el recorte del BCE, los tipos de interés del mercado interbancario en la zona del euro han mantenido la tendencia bajista, marcando mínimos históricos. Así, por ejemplo, el tipo de interés euríbor a 12 meses, una de las principales referencias para operaciones crediticias, cotizó un 1,76% el mismo día.

En cambio, las rentabilidades ofrecidas por la deuda pública a medio y a largo plazo han tendido a subir. El movimiento se debe a que se ha deshecho una parte de la «huida hacia la calidad». Desde el inicio de la crisis, y ante el aumento de la aversión al riesgo, los inversores redujeron en sus carteras el peso de los activos de mayor riesgo en beneficio de activos como la deuda pública de máxima calidad crediticia. Ahora, ante la mejora de las expectativas de los inversores respecto a la economía y el comportamiento positivo de otros mercados, como el de renta variable, en abril se ha producido un ordenado proceso de venta en los mercados de deuda pública.

En España, el rápido deterioro de los indicadores ha motivado una notable revisión a la baja de las previsiones de crecimiento. El Banco de España y el FMI coinciden en anticipar una caída del producto interior bruto (PIB) del 3% en 2009 y un nuevo retroceso de entre el 0,7% y el 1,0% en 2010. Se trata de un escenario impensable hasta no hace mucho y que pone de manifiesto la gravedad del momento económico. Además, el FMI piensa que la salida de la crisis será muy lenta, con un bajo crecimiento del PIB en el medio plazo.

Si estas previsiones podían parecer excesivamente pesimistas, los datos de la encuesta de población activa correspondientes al

**La eurozona presenta un deterioro muy claro, pero el aumento del desempleo en general está siendo todavía tímido.**

**El BCE volverá a bajar los tipos de interés y podrá adoptar medidas de expansión cuantitativa.**

**Las previsiones de descenso de la actividad de la economía española ya se sitúan en el 3% para 2009.**

**En el primer trimestre, el paro aumenta en 800.000 personas y supera el 17% de la población activa.**

**Los indicadores de producción y consumo siguen trayendo malas noticias.**

**La nueva titular del Ministerio de Economía y Hacienda anuncia más gasto público y confía en el diálogo entre sindicatos y organizaciones empresariales.**

primer trimestre de 2009 han desbordado los pronósticos y dibujan un panorama laboral muy preocupante. Así, el número de parados superó los 4 millones, un récord histórico que hasta no hace mucho se consideraba difícil de alcanzar. En los tres primeros meses del año, más de 800.000 personas pasaron a engrosar las filas del paro, alcanzando una tasa del 17,4% sobre la población activa, una cifra superior a la esperada por las citadas previsiones del Banco de España para la media del año 2009. La tasa de paro es la más elevada de la Unión Europea y de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. Hay que matizar, con todo, que casi tres cuartas partes de los parados registrados en las oficinas de empleo reciben prestaciones por desempleo.

Antes de la publicación de las cifras de la encuesta de población activa, a finales de abril, los indicadores de actividad ya daban cuenta del deterioro progresivo de la situación económica. En el ámbito productivo, el índice de producción industrial cayó un 22,0% en febrero con relación al mismo mes del año anterior. Además, el retroceso del consumo de electricidad, un 10,2% interanual en marzo, la mayor bajada de las últimas décadas, se explica por el fuerte retroceso de la actividad industrial. La debilidad se prolongará en los próximos meses, a tenor de una disminución de las entradas de pedidos del 31,9% en febrero y de la caída del indicador de confianza de la industria en marzo hasta la cota mínima desde 1993.

La construcción sigue inmersa en un intenso proceso de ajuste por la crisis inmobiliaria. En febrero se realizaron 34.669 compraventas de viviendas, el 37,5% menos que en el mismo mes de 2008, y los precios se redujeron el 6,8% en el primer trimestre respecto a doce meses antes.

La recesión también afecta a las empresas de servicios, cuya cifra de negocios bajó el 18,7% en febrero con relación al mismo mes de 2008. Todos los subsectores resul-

taron afectados, especialmente el comercio y el transporte. Por su parte, el turismo anotó un descenso del 12,3%.

Desde la óptica de la demanda, el consumo sigue estando deprimido. La producción de bienes de consumo presentó un descenso interanual superior al 10% en volumen. Las ventas minoristas también se mostraron flojas en febrero, con una disminución anual del 7,6%, especialmente visible en equipamiento del hogar y electrodomésticos. Por su parte, las matriculaciones de automóviles bajaron el 43,1% interanual en el primer trimestre. Con todo, cabe señalar que en marzo el indicador de confianza de los consumidores registró una mejora.

Por lo referente al sector exterior, los primeros datos conocidos de enero y febrero indican que continúa su aportación positiva al crecimiento del PIB. En efecto, a pesar de que tanto las exportaciones como las importaciones se ralentizaron, éstas lo hicieron en mayor medida.

En este entorno, el Gobierno aprobó a finales de marzo un nuevo lote de medidas para hacer frente a la situación económica. Así, flexibilizó la ley concursal, reactivó los seguros de crédito y puso en marcha la transposición de la Directiva de Servicios comunitaria. En abril tuvo lugar una remodelación ministerial, y las líneas de actuación apuntadas por la nueva ministra señalan un mayor impulso del gasto público y la potenciación del diálogo con los sindicatos y las organizaciones empresariales. También se ha anunciado la creación de un fondo público para ayudar a las entidades financieras con problemas. Las últimas medidas puestas en marcha por el Gobierno se han dirigido a paliar los efectos del retraso en los pagos de las administraciones locales a las empresas. Todas estas medidas se suman a las adoptadas en meses anteriores, cuyo alcance y resultados es aún pronto para calibrar.

27 de abril de 2009



## CRONOLOGÍA

### 2008

- abril** 18 El Gobierno aprueba un **Plan de medidas de estímulo económico**.  
30 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,00%.
- julio** 3 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 4,25%.  
11 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 146,6 dólares por barril.  
15 El **euro** cotiza a 1,599 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.
- agosto** 14 El Gobierno pone en marcha un **programa de 24 reformas económicas** para 2008 y 2009.
- septiembre** 19 El gobierno de Estados Unidos presenta un **plan de rescate del sistema bancario estadounidense** por un importe de 700.000 millones de dólares.
- octubre** 7 El Gobierno anuncia la creación de un **fondo para la compra de activos financieros** a las entidades de crédito hasta un máximo de 50.000 millones de euros y eleva la garantía de los depósitos e inversiones a 100.000 euros.  
8 El **Banco Central Europeo**, la **Reserva Federal** y el **Banco de Inglaterra** recortan sus tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos, en una acción concertada con otros bancos centrales.  
12 Los países de la eurozona acuerdan una **acción concertada** para reforzar el sistema financiero hasta el final de 2009.  
13 El Gobierno autoriza el otorgamiento de **avales del Estado** hasta 100.000 millones de euros en 2008 a operaciones de financiación nuevas de las entidades financieras, con posible ampliación a 2009.  
28 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota su nivel más bajo (7.905,4) desde 2004.  
29 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 1,00%.
- noviembre** 6 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 3,25%.  
15 Reunión del G-20 en Washington para la **reforma del sistema financiero internacional**.  
20 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra su nivel más bajo (7.552,3) desde 2003.  
28 El Gobierno anuncia un **plan de inversión pública** de 8.000 millones de euros en obras municipales y de 3.000 millones en diversos sectores y ámbitos de la economía.
- diciembre** 4 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 2,50%.  
16 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta una banda del 0%-0,25%.  
24 El precio del **petróleo** calidad *Brent* cae hasta su nivel más bajo (37,23 dólares por barril) desde julio de 2004.

### 2009

- enero** 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Eslovaquia, hasta dieciséis estados miembros.  
15 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 2,00%.  
20 Barack Obama toma posesión como **presidente de Estados Unidos**.
- marzo** 5 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,50%.  
6 El Gobierno anuncia medidas para **facilitar la financiación del circulante de las empresas medianas** y para **reactivar el empleo** y paliar los efectos del **paro**.  
27 El Gobierno español aprueba un conjunto de **medidas para impulsar la actividad** con una reforma de la ley concursal, reactivación de los seguros de crédito y transposición de la Directiva de Servicios comunitaria.
- abril** 2 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,25%.  
Reunión del G-20 en Londres para la **reforma del sistema financiero internacional**.

## AGENDA

### Mayo

- 5 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 6 Índice de producción industrial (marzo).
- 7 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 IPC (abril). IPC armonizado de la UE (abril).
- 14 Avance del PIB (primer trimestre).
- 20 Contabilidad Nacional Trimestral (primer trimestre). Comercio exterior (marzo).
- 25 Precios industriales (abril).
- 26 Ingresos y pagos del estado (abril).
- 28 Avance IPCA (mayo).
- 29 Balanza de pagos (marzo).

### Junio

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 5 Índice de producción industrial (abril).
- 10 IPC (mayo).
- 16 IPC armonizado de la UE (mayo).
- 18 Coste laboral (primer trimestre).
- 23 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 24 Comercio exterior (abril).
- 25 Precios industriales (mayo).
- 29 Avance IPCA (junio).
- 30 Ingresos y pagos del Estado (mayo). Balanza de pagos (abril).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**El FMI espera una contracción global del 1,3% en 2009 y un avance del 1,9% en 2010.**

**Se espera que en 2009 Estados Unidos y Japón se contraigan un 2,8% y un 6,2% mientras que China crecerá un 6,5%.**

### Previsiones del FMI: un recesión global de salida complicada

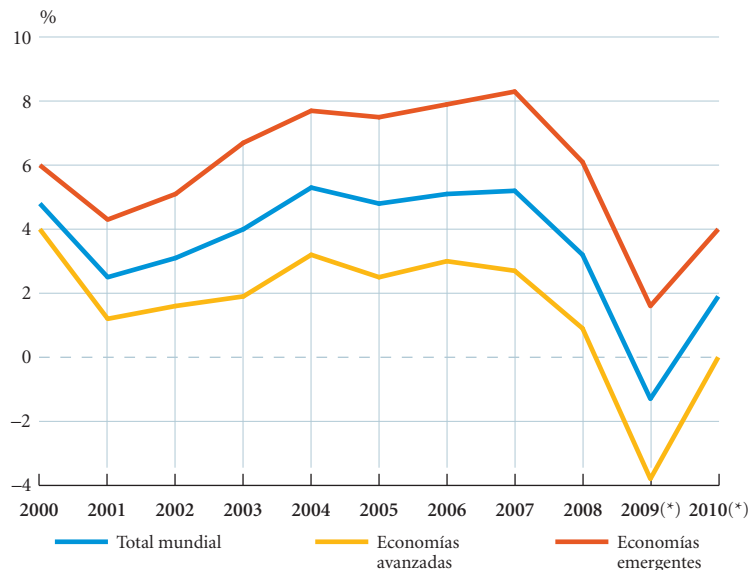
En su informe de perspectivas de la economía mundial de abril, el Fondo Monetario Internacional (FMI), vuelve a rebajar sus previsiones de crecimiento respecto a su documento de marzo para la reunión del G-20. El Fondo constata que la economía global se encuentra inmersa en una severa recesión. Su causa fundamental está en una crisis financiera que ha provocado unas pérdidas de activos que en el periodo 2007-2010 pueden llegar hasta 4,0 billones de dólares, de los que 2,7 corresponden a activos originados en Estados Unidos. La primera consecuencia ha sido una aguda pérdida de confianza ge-

neralizada que atenaza la actividad económica. Así, según el FMI, la economía global se contraerá un 1,3% en 2009, mientras que las medidas de política macroeconómica y los intentos por restablecer la normalidad en el sector financiero pueden facilitar en 2010 una recuperación que será más lenta que en otras ocasiones. Garantizar el acceso a la liquidez de las entidades financieras, determinar las pérdidas derivadas de los activos de dudosa calidad y recapitalizar las entidades más débiles pero aún viables serán condiciones necesarias para el éxito de los estímulos fiscales y monetarios.

Por países, empeoran las perspectivas para Estados Unidos, con una contracción pre-

### UNA RECESIÓN COORDINADA

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: (\*) 2009 y 2010 son previsiones.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

vista del 2,8% para 2009 a la que seguiría un 2010 con crecimiento nulo. En los últimos meses, las economías exportadoras son las que sufren un mayor deterioro debido a la importante contracción del volumen de los flujos comerciales. Así, entre las economías avanzadas, Japón es la que tiene un peor panorama para 2009, con un descenso esperado del 6,2%. Por su parte, China, si bien sufre una clara desaceleración respecto a años anteriores, escapa a los retrocesos generalizados de los exportadores asiáticos. Un importante estímulo fiscal, con fuertes inversiones en infraestructuras, contribuirá a un crecimiento esperado del 6,5% para 2009 y del 7,5% para 2010.

En Europa también se revisan a la baja las previsiones de casi todos los países. Para la zona del euro se esperan retrocesos del 4,2% en 2009 y del 0,4% en 2010. Pero es

Alemania, el principal exportador de la región, el país que sale peor parado, con contracciones de su economía del 5,6% y del 1,0% para 2009 y 2010, respectivamente. Italia y Reino Unido siguen una evolución similar al conjunto de la zona del euro, mientras que Francia espera retrocesos algo más moderados. Para la economía española, el FMI espera un relativamente contenido retroceso del 3,0% en 2009, pero para 2010 prevé un decrecimiento del 0,7% que apunta a que la recuperación se hará esperar.

Entre las economías emergentes, contrasta el buen comportamiento de Asia emergente, que espera crecer un 4,8% en 2009, con el rápido deterioro de las economías de Europa del Este y Central, que sufren una contracción del 3,7%. América Latina quedará en un lugar intermedio con un descenso previsto del 1,5%.

**En 2009, la zona del euro retrocede un 4,2%, Alemania un 5,6% y España un 3,0%.**

**La incertidumbre es alta con los riesgos sesgados a la baja.**

## PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje (\*)

|  | PIB          |             | Precios al consumo |            | Tasa de paro (**) |             |
|--|--------------|-------------|--------------------|------------|-------------------|-------------|
|  | 2009         | 2010        | 2009               | 2010       | 2009              | 2010        |
| Estados Unidos                           | -2,8         | 0,0         | -0,9               | -0,1       | 8,9               | 10,1        |
| Japón                                    | -6,2         | 0,5         | -1,0               | -0,6       | 4,6               | 5,6         |
| Alemania                                 | -5,6         | -1,0        | 0,1                | -0,4       | 9,0               | 10,8        |
| Francia                                  | -3,0         | 0,4         | 0,5                | 1,0        | 9,6               | 10,3        |
| Italia                                   | -4,4         | -0,4        | 0,7                | 0,6        | 8,9               | 10,5        |
| Reino Unido                              | -4,1         | -0,4        | 1,5                | 0,8        | 7,4               | 9,2         |
| España                                   | -3,0         | -0,7        | 0,0                | 0,9        | 17,7              | 19,3        |
| <b>Zona del euro</b>                     | <b>-4,2</b>  | <b>-0,4</b> | <b>0,4</b>         | <b>0,6</b> | <b>10,1</b>       | <b>11,5</b> |
| <b>Economías avanzadas</b>               | <b>-3,8</b>  | <b>0,0</b>  | <b>-0,2</b>        | <b>0,3</b> | <b>8,1</b>        | <b>9,2</b>  |
| <b>Países en desarrollo</b>              | <b>1,6</b>   | <b>4,0</b>  | <b>5,7</b>         | <b>4,7</b> | ...               | ...         |
| <i>América Latina</i>                    | -1,5         | 1,6         | 6,6                | 6,2        | ...               | ...         |
| <i>Europa del Este y Central</i>         | -3,7         | 0,8         | 4,6                | 4,2        | ...               | ...         |
| <i>Asia emergente</i>                    | 4,8          | 6,1         | 9,3                | 5,7        | ...               | ...         |
| <b>Total mundial</b>                     | <b>-1,3</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,5</b>         | <b>2,4</b> | ...               | ...         |
| <b>Comercio mundial en volumen (***)</b> | <b>-11,0</b> | <b>0,6</b>  |                    |            |                   |             |

NOTAS: (\*) Previsiones de octubre 2008.

(\*\*) Porcentaje de población activa.

(\*\*\*) Bienes y servicios.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

## Estados Unidos: la debilidad económica se alargará.

## La crisis financiera y la sincronización internacional de la recesión dificultarán la recuperación.

## Estados Unidos: la recuperación será lenta

El producto interior bruto (PIB) estadounidense acumuló un retroceso del 1,8% en la segunda mitad de 2008, iniciando una recesión caracterizada por la extrema debilidad del consumo privado. Pese a que los indicadores de los primeros meses de 2009 apuntan a una moderación del ritmo de deterioro que podría tener también su reflejo en el producto interior bruto (PIB) del primer trimestre, la tendencia bajista continuará. La recesión actual es fruto de una crisis financiera y tiene un alcance global, afectando de forma sincronizada a la mayoría de las economías. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), esto podría prolongar el periodo de descensos hasta dos años, reducir el PIB en un 4,8%, y hacer que la posterior recuperación sea modesta.

La fuerte expansión del crédito en los últimos años había llevado al consumo pri-

vado a crecer por encima de su tendencia secular, con un marcado deterioro del ahorro de los hogares, con una deuda bruta que, a finales de 2007, llegó al 98,1% del PIB nominal y con un fuerte aumento del precio de los activos. La reversión de estas tendencias llevará a los consumidores a un proceso de reducción del endeudamiento que, hoy por hoy, todavía es incipiente. Así, una gran parte de los ingresos futuros de los hogares, bien provenientes de actividades privadas o de ayudas públicas, irán a reponer el ahorro, dejando para más adelante la recuperación del consumo privado. Mientras, al ser una crisis sincronizada internacionalmente, el crecimiento vía exportaciones quedará limitado por la débil demanda global.

¿Qué hacer en estas condiciones? La efectividad de la política monetaria convencional queda muy mermada. Pero la recuperación de los mercados de crédito es una condición necesaria para la recuperación. De ahí la importancia del éxito

### ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|   | 2007   | 2008   | 2008   |        |        |        | 2009   |         |       |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|
|   |        |        | I      | II     | III    | IV     | Enero  | Febrero | Marzo |
| PIB real                                  | 2,0    | 1,1    | 2,5    | 2,1    | 0,7    | -0,8   | -      | ...     | -     |
| Ventas al por menor                       | 4,2    | -0,5   | 3,1    | 2,6    | 0,6    | -8,0   | -8,9   | -7,9    | -9,4  |
| Confianza del consumidor (1)              | 103,4  | 58,0   | 76,5   | 57,3   | 57,3   | 40,7   | 37,4   | 25,3    | 26,0  |
| Producción industrial                     | 1,5    | -2,2   | 1,4    | -0,4   | -3,2   | -6,7   | -10,7  | -11,8   | -12,8 |
| Índice actividad manufacturera (ISM) (1)  | 51,1   | 45,5   | 49,5   | 49,1   | 47,4   | 36,1   | 35,6   | 35,8    | 36,3  |
| Venta de viviendas unifamiliares          | -26,8  | -37,2  | -33,1  | -39,1  | -36,7  | -40,5  | -46,1  | -41,1   | ...   |
| Tasa de paro (2)                          | 4,6    | 5,8    | 4,9    | 5,4    | 6,1    | 6,9    | 7,6    | 8,1     | 8,5   |
| Precios de consumo                        | 2,9    | 3,8    | 4,1    | 4,4    | 5,3    | 1,6    | 0,0    | 0,2     | -0,4  |
| Balanza comercial (3)                     | -700,3 | -681,1 | -699,2 | -701,8 | -714,5 | -681,1 | -658,2 | -622,3  | ...   |
| Tipo de interés interbancario 3 meses (1) | 5,3    | 2,8    | 3,0    | 2,8    | 3,2    | 2,2    | 1,2    | 1,3     | 1,2   |
| Tipo de cambio efectivo nominal (4)       | 77,9   | 74,4   | 72,0   | 70,9   | 73,5   | 81,3   | 81,0   | 83,1    | 83,9  |

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

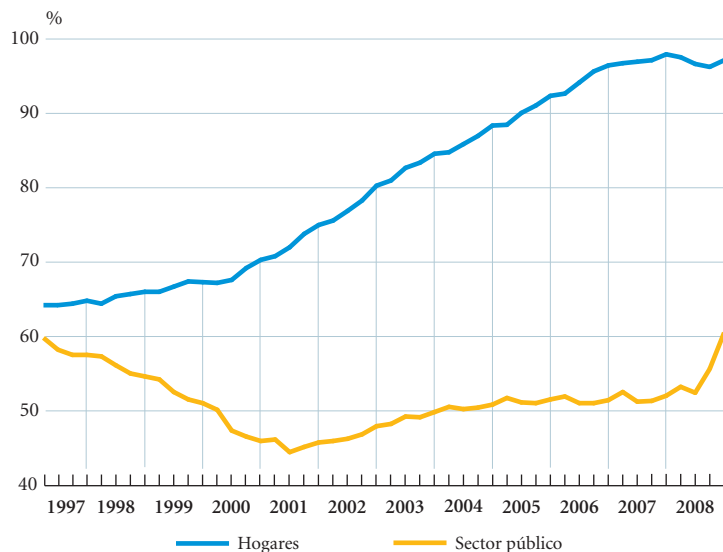
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

(4) 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.

## ESTADOS UNIDOS: UN ENDEUDAMIENTO ENGORROSO

Deuda bruta de los hogares y del sector público en porcentaje del PIB nominal



FUENTES: Federal Reserve y elaboración propia.

del plan Geithner de compra de los activos dudosos del sistema bancario. Para apoyar la demanda agregada también debe tener un papel fundamental la política fiscal. El FMI espera que el déficit fiscal de la economía estadounidense para 2009 alcance el 7,7% del PIB, 4,8 puntos porcentuales por encima del de 2007. Pero aquí el límite viene dado por el grado de endeudamiento de las finanzas públicas, que durante 2008 pasaron de un relativamente bajo 52,1% al 60,6% del PIB, nivel a partir del cual la efectividad de las políticas de expansión fiscal empieza a verse reducida.

Por el lado de la demanda, los últimos indicadores apuntan a este posible final de las caídas drásticas de la segunda mitad de 2008, aunque hay una clara persistencia de la tendencia bajista. Así, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de marzo quedó instalado en los 26,0 puntos, muy cerca del mínimo histórico de febrero. Las ventas minoristas interrumpieron en marzo su incipiente recuperación y, sin automóviles ni ga-

solina, cedieron un 3,9% respecto al mismo periodo del año anterior, en términos reales, aunque los datos de febrero fueron revisados ligeramente al alza.

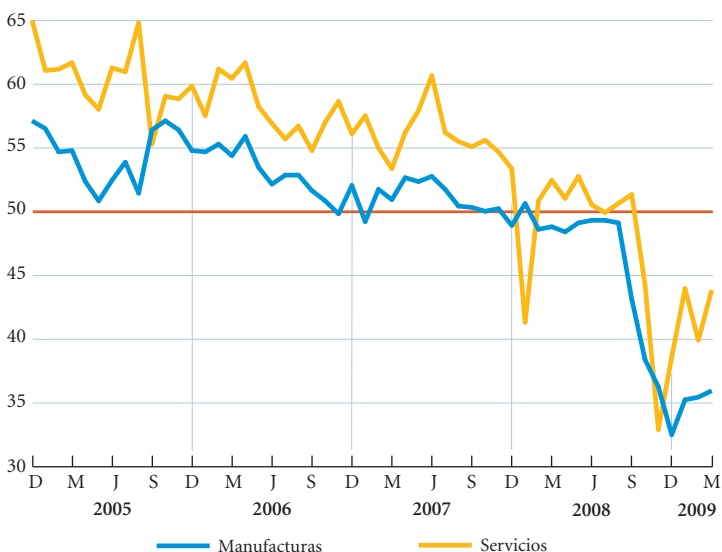
Entre los indicadores de la oferta, el índice de actividad y sentimiento empresarial del Institute for Supply Management, aunque sigue en niveles propios de recesión profunda, se mantuvo en marzo por encima de los mínimos históricos apuntando también a menores retrocesos. El índice de manufacturas tuvo su tercer mes consecutivo de avances, aunque moderados, y alcanzó el nivel de los 36,3 puntos, aún muy por debajo del equilibrio de los 50,0 puntos, que se considera el umbral que señala riesgos de recesión. Por su parte, el índice de servicios se recuperó hasta los 44,1 puntos. El contrapunto negativo estuvo, sin embargo, en la producción industrial, que en marzo tuvo un retroceso del 12,8% interanual mientras que la utilización de la capacidad productiva del mismo periodo bajó hasta el 69,3%, alcanzando un nuevo mínimo histórico desde el inicio del indicador en 1967.

**La confianza de los consumidores sigue cerca de mínimos históricos pero las ventas estabilizan sus descensos.**

**Los empresarios son un poco menos pesimistas, pero la actividad industrial sigue en mínimos.**

## ESTADOS UNIDOS: LA VISIÓN EMPRESARIAL ABANDONA MÍNIMOS

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.

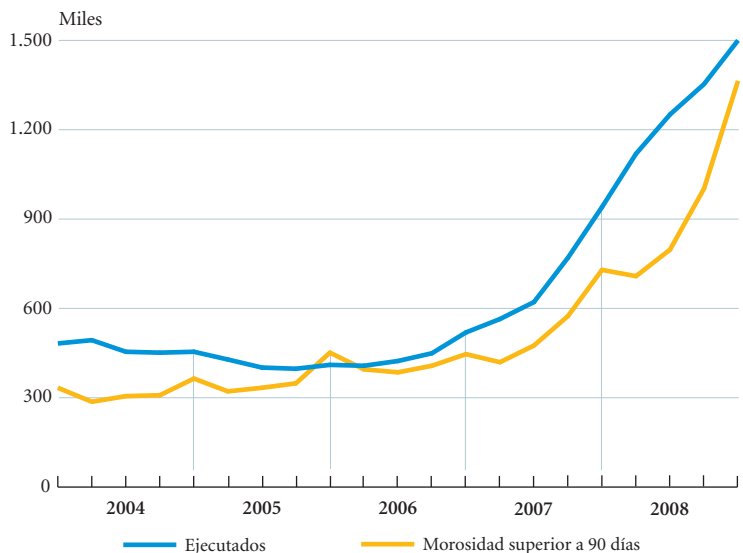
**Con el precio de los inmuebles a la baja y los impagados al alza, se inician muy pocas viviendas.**

La vivienda sigue sin dar señales de recuperación. El precio de los inmuebles sigue empeorando la situación patrimonial de los hogares con un índice

Case-Shiller que en enero acumulaba un retroceso del 28,3% respecto al máximo de junio de 2006. Con la crisis de crédito, a finales de 2008, las ejecuciones por im-

## ESTADOS UNIDOS: CADA VEZ MÁS MOROSOS

Número de contratos hipotecarios ejecutados y de contratos con morosidad superior a 90 días



FUENTES: Mortgage Bankers Association y elaboración propia.

pago de hipotecas pendientes de subasta llegaron a 1,5 millones, incluyendo una proporción cada vez mayor de los contratos que no son considerados *subprime*, de mala calidad crediticia. Esta cifra debería evolucionar al alza en los próximos meses, ya que el número de préstamos que llevan 90 días de impago creció hasta 1,4 millones, el doble que a finales de 2007. El comportamiento de la oferta es coherente con estas cifras y las viviendas iniciadas en marzo volvieron a descender hasta las 510.000, en términos anuales, perdiendo así la totalidad de la recuperación del mes pasado y quedando lejos de los 2.200.000, nivel típico de 2006.

Si la vivienda determina la riqueza de los hogares, el mercado de trabajo determina los ingresos y, aquí, el deterioro siguió ganando intensidad. En marzo se perdieron 663.000 empleos no agrícolas. Así, desde enero de 2008, el mes cuando empezaron los descensos, se llevan destruidos 5.133.000 puestos de trabajo, un des-

censo que representa un 3,9% del total de empleos no agrícolas. La tasa de paro también reflejó esta situación alcanzando el 8,5% de la población activa, su nivel máximo desde 1983.

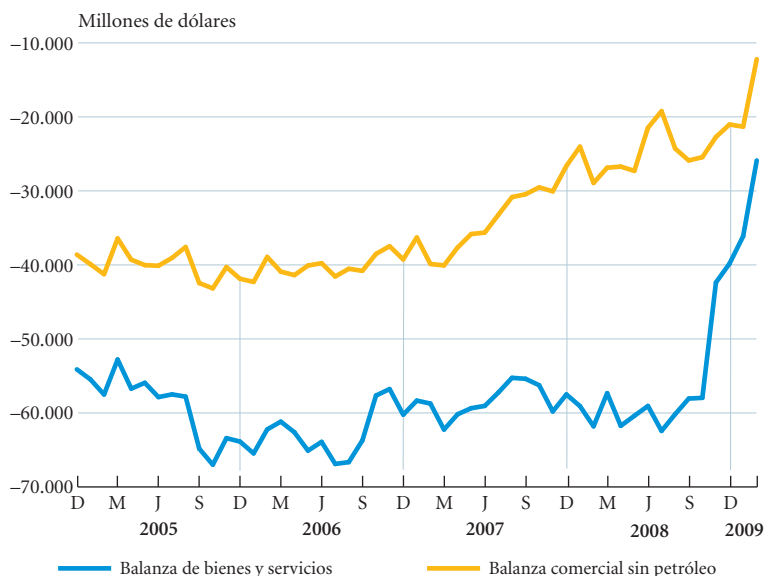
En el apartado de los precios, sigue con las espadas en alto la pugna entre riesgos inflacionistas y deflacionistas, aunque estos últimos se reducen. El índice general de precios al consumo (IPC) de marzo retrocedió un 0,4% interanual, lo que constituye el primer descenso en 55 años, mientras que el precio del petróleo y la debilidad de la actividad harán que en 2009 continúen los retrocesos. Sin embargo, pese a la efemérides histórica y reconociendo que la deflación puede suponer un mal mayor que la inflación, los riesgos de un escenario deflacionista, entendido como caídas continuadas y generalizadas de precios, son menores que a finales de 2008. Pese a la debilidad del consumo y a la baja utilización de la capacidad productiva, el índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, sumó

**El mercado laboral lleva 5,1 millones de empleos perdidos desde enero de 2008.**

**Los precios descienden un 0,4% a causa del petróleo.**

### ESTADOS UNIDOS: AHORA LA BALANZA COMERCIAL SE CORRIGE CON RAPIDEZ

Saldo mensual de la balanza de bienes y servicios



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

**El déficit comercial se corrige por el petróleo, la debilidad del consumo y el menor volumen de comercio.**

en marzo su tercer mes consecutivo de subidas intermensuales que lo llevó a mantener un incremento del 1,8% interanual, lo que aleja momentáneamente los vientos deflacionistas.

El sector exterior sigue siendo una preocupación, no por la persistencia del déficit sino por la reducción de los flujos comerciales. El déficit comercial de bienes y servicios siguió reduciéndose, llegando en febrero hasta los 25.965 millones de

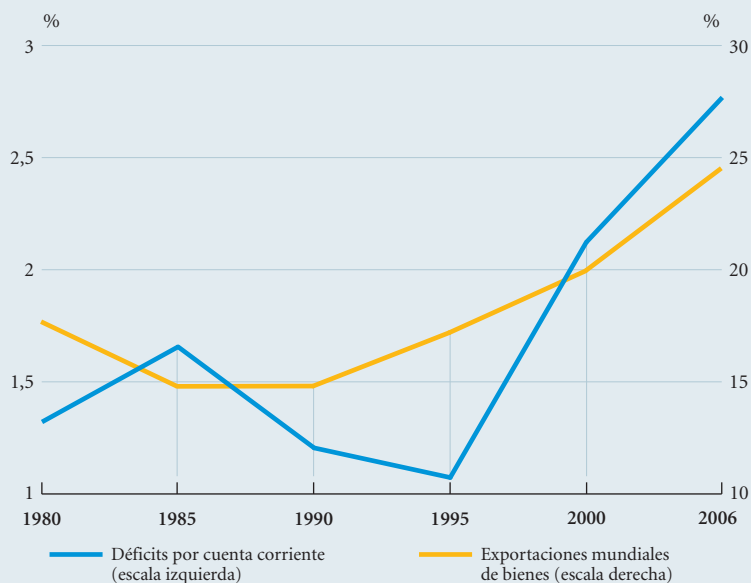
dólares. Así, desde agosto de 2008, el déficit exterior acumuló una reducción de unos 34.000 millones de dólares, de los que 22.000 millones fueron por la bajada del precio del petróleo mientras que los restantes 12.000 se debieron principalmente a una disminución de los flujos comerciales. Esto pone en tela de juicio la continuidad de la corrección del desequilibrio exterior una vez que se recuperen la demanda interna estadounidense y los flujos del comercio global.

## ¿Provoca la globalización los desequilibrios de las balanzas de pagos?

Desde los años noventa los desequilibrios mundiales de las balanzas de pagos fueron aumentando hasta alcanzar los niveles más altos de las últimas décadas, no sólo en términos absolutos sino también con relación al producto interior bruto (PIB). Así, el conjunto global de los déficits por cuenta corriente pasó de representar el 1,3% del producto mundial en 1980 hasta más del doble, el 2,8% en 2006. Este desequilibrio preocupaba, además de por su magnitud, porque mostraba signos de persistencia y representaba riesgos para la economía mundial.

### AUMENTO DE LOS DESEQUILIBRIOS MUNDIALES DE BALANZA DE PAGOS HASTA LA CRISIS

Porcentaje sobre el producto mundial en dólares corrientes



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y elaboración propia.



El mayor déficit por cuenta corriente en valores absolutos correspondía a Estados Unidos, suponiendo el 60% del total mundial en 2006. Desde otro punto de vista, esto significa que absorbía esta proporción de la capacidad de financiación global, lo que pone de manifiesto el bajo nivel de ahorro de este país. Asimismo, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos representaba el 6% de su PIB. Pero también era elevado en términos relativos y persistente en otros países como Islandia, Letonia, Bulgaria, Estonia, Lituania, Rumania, Grecia, Portugal, España, Nueva Zelanda, Hungría, Eslovaquia, Croacia, Turquía y Australia. En contrapartida, los mayores superávits se concentraban en países como China, Japón y Alemania.

El aumento de los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente en el último periodo coincidió con una nueva ola de globalización, caracterizada entre otros fenómenos por una aceleración de los flujos de comercio mundiales, tal como se puede observar en el gráfico adjunto. Esta nueva ola globalizadora comenzó hacia 1980 y, al igual que las anteriores, fue impulsada por el descenso de los costes de los transportes y por la reducción de los aranceles y de otras barreras al comercio internacional. Como características destacadas cabe mencionar el fuerte incremento del comercio intraindustrial, que tiene lugar en gran medida entre países avanzados, y el importante papel de las organizaciones multilaterales en el logro de una mayor integración económica.

El auge del comercio internacional llevó aparejado en general la globalización financiera, que lo facilitó. La caída de los costes de las telecomunicaciones y el desarrollo tecnológico de éstas, junto con la progresiva liberalización de los movimientos de capitales, impulsaron enormemente los flujos internacionales de los mismos. Por su parte, los inversores pudieron diversificar más sus carteras. Con ello, los déficits por cuenta corriente se pudieron financiar más fácilmente y alcanzar niveles relativamente elevados.

También en la época de la primera gran globalización, en el periodo 1870-1913, años igualmente de gran expansión económica, se produjo un gran incremento de los flujos de capitales en un contexto de libertad de movimientos de éstos. Asimismo, entonces los desequilibrios de las cuentas corrientes registraron niveles relativamente altos. Así, Inglaterra llegó a alcanzar un superávit del 9% del PIB y otros países, déficits de más del 5% del PIB.

No obstante, a diferencia de la primera globalización, en el último periodo los flujos de capitales tuvieron un marcado carácter bidireccional, con importes brutos significativos. Por otro lado, la distribución de los desequilibrios fue muy distinta, pues en el periodo 1870-1913 los principales países avanzados presentaban importantes superávits por cuenta corriente, mientras que los nuevos países como Argentina, Australia o Canadá, que corresponderían a los mercados emergentes actuales, mostraban déficits.

Además, el mecanismo de ajuste, si bien se basaba en el fondo, como hoy en día, en el tipo de cambio real era diferente. En los tiempos del patrón oro clásico, los tipos de cambio nominales eran fijos y los precios y salarios flexibles, en un marco social y político diferente del actual. Ahora los tipos de cambio son generalmente flexibles. Sin embargo, algunos países intervienen en los mercados de cambios para impedir la flotación de sus monedas, dificultando los ajustes. Además, los precios y salarios internos muchas veces se ajustan lentamente.

El caso de China, a pesar de la reforma hacia una mayor flexibilidad cambiaria en julio de 2005, es paradigmático. El coloso asiático, con su modelo de crecimiento económico impulsado por las exportaciones, consiguió un superávit por cuenta corriente del 11% del PIB en 2007. En buena parte, esto fue la consecuencia del mantenimiento del tipo de cambio del yuan infravalorado, lo cual, a su vez, sólo es posible con el control de los movimientos de capitales. De esta forma, China ha acumulado una ingente cantidad de reservas de divisas, que invierte en gran parte financiando el endeudamiento de Estados Unidos. Por otro lado, se ve obligada a es-

terilizar el efecto del aumento de las reservas de divisas extranjeras en la masa monetaria interna para evitar una elevación indeseada de la inflación. Hasta el momento esto no ha representado demasiados problemas para la autoridad monetaria china.

En los últimos meses se ha acelerado la corrección de los desequilibrios por cuenta corriente, siendo destacado el caso de Estados Unidos, que en 2008 redujo su déficit por cuenta corriente hasta el 4,7% del PIB. Pero ello ha sido a costa de una fuerte recesión económica global desencadenada por la crisis financiera internacional. En definitiva, se trata de temas complejos en los que intervienen muchos factores. Sin embargo, se puede afirmar que la globalización financiera contribuyó al aumento de los desequilibrios de las balanzas de pagos al actuar de vehículo necesario para la misma. El interrogante es en qué medida la crisis financiera mundial comportará un retroceso de la globalización. A corto plazo, se ha reducido drásticamente el nivel del comercio internacional, y resta por ver si las tendencias previas se recuperarán una vez superada la crisis.

*Este recuadro ha sido elaborado por Pere Miret  
Departamento de Economía Europea, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

### **Japón retrocede un 4,3% a causa del sector exterior y la inversión.**

#### **Japón: al borde de un abismo**

2009 será un año muy difícil para la economía japonesa, con un retroceso que puede superar el 5%. El PIB del cuarto trimestre de 2008 ya retrocedió un 4,3% interanual, un 12,1% en términos intertrimestrales anualizados, a causa del descenso de las exportaciones y del de la inversión en equipo, que en una gran parte es realizado por las empresas exportadoras. El comercio global se ha visto afectado por la sincronización de la recesión, que ha reducido la demanda agregada mundial y que, al subir los costes del seguro de crédito y caución, ha roto una parte importante de las cadenas de proveedores. Japón queda afectado doblemente por la reducción de los flujos comerciales ya que, con unas exportaciones que se caracterizan por un alto valor añadido y que incluyen a los sectores más productivos de la economía, Japón pierde en donde lo venía haciendo mejor. No es extraño que al déficit fiscal previsto para 2009 del 8,1% del PIB nominal, el gobierno haya decidido añadir un estímulo adicional del 3%

del PIB que incluye la ayuda para la compra de bienes duraderos y de acciones.

Japón es una economía donde predominan los productores sobre los consumidores y, en consecuencia, son los indicadores de oferta los que más evidencian esta situación. La producción industrial de febrero continuó su espiral bajista, con un retroceso del 36,9% interanual que se concentra en los últimos cuatro meses. Esta corrección, la más intensa desde 1945, es comparable a la bajada de la producción industrial estadounidense en la recesión de los años treinta, con la diferencia de que en el caso japonés el proceso ha sido mucho más rápido. También es intenso el retroceso de los pedidos de maquinaria, indicador adelantado de la inversión, que en febrero fue del 50,4% interanual. Los descensos más acusados volvieron a darse en el sector exportador, la práctica mitad del total, que cedió un 74,5% interanual. A esta debilidad se añadió la publicación del índice Tankan de actividad empresarial elaborado por el Banco de Japón correspondiente al pri-

## JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SE HUNDE

Índice de producción industrial



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

mer trimestre, cuyo índice para grandes empresas manufactureras descendió de menos 24 hasta el nivel de menos 58 puntos, defraudando a unas expectativas previas ya de por sí pesimistas.

La demanda, aun sin haber incurrido en excesos antes de la crisis de crédito, se añade también a la tendencia bajista, con unas ventas minoristas que en febrero retrocedieron un 5,7% interanual, el peor

**La producción industrial baja un 37% y el Tankan baja a menos 58 puntos.**

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|  | 2007  | 2008 | 2008 |       |      |       | 2009  |         |       |
|--|-------|------|------|-------|------|-------|-------|---------|-------|
|  |       |      | I    | II    | III  | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| PIB real                                     | 2,4   | -0,7 | 1,4  | 0,5   | -0,2 | -4,3  | -     | ...     | -     |
| Producción industrial                        | 2,9   | -3,4 | 3,5  | 1,6   | -3,3 | -15,0 | -30,0 | -36,9   | ...   |
| Índice de actividad empresarial (Tankan) (1) | 22,0  | -2,8 | 11,0 | 5,0   | -3,0 | -24,0 | -     | -58,0   | -     |
| Viviendas iniciadas                          | -17,2 | 2,4  | -8,8 | -11,1 | 40,3 | 3,9   | -18,7 | -24,9   | ...   |
| Tasa de paro (2)                             | 3,9   | 4,0  | 3,8  | 4,0   | 4,0  | 4,0   | 4,1   | 4,4     | ...   |
| Precios de consumo                           | 0,1   | 1,4  | 1,0  | 1,4   | 2,2  | 1,0   | 0,0   | -0,1    | ...   |
| Balanza comercial (3)                        | 12,6  | 4,0  | 11,7 | 10,3  | 7,4  | 4,0   | 2,7   | 2,2     | ...   |
| Tipo interbancario 3 meses (4)               | 0,7   | 0,8  | 0,8  | 0,8   | 0,9  | 0,8   | 0,7   | 0,7     | 0,7   |
| Tipo de cambio efectivo nominal (5)          | 77,1  | 86,6 | 83,4 | 82,6  | 81,9 | 98,5  | 105,1 | 103,5   | 97,7  |

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

**La demanda interna cae y el IPC subyacente sigue en terreno negativo.**

**Las exportaciones ceden un 46% y las importaciones, un 40%.**

**China se desacelera y crece un 6,1%, con menos exportaciones pero más inversión.**

registro desde 2002 y con una confianza del consumidor que, aunque se recuperó levemente de su mínimo histórico, sigue estando en niveles excepcionalmente bajos. Esta debilidad se acabó trasladando a los precios, donde el peligro de la deflación es real. El IPC de febrero registró un avance nulo respecto al mismo periodo del año anterior, cuando hace cuatro meses rozaba el 2,1%, mientras que el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, retrocedió un 0,1% interanual. La continuidad de la debilidad de la demanda en los próximos meses y el descenso de marzo en el IPC de Tokio apuntan unas perspectivas bajistas que deben dejar el IPC de 2009 en el terreno negativo. El mercado laboral también tuvo en febrero un mal comportamiento, con una tasa de paro que se encaramó hasta el 4,4% de la población activa y la pérdida de 380.000 empleos.

El sector exterior ha pasado a ser el punto más débil de la economía nipona y siguió a la baja en febrero. El saldo comercial fue prácticamente nulo, aunque sumó su séptimo déficit consecutivo. Pero el mayor problema sigue estando en el descenso de las exportaciones, que cedieron un 45,8% interanual. Las importaciones, por su parte, bajaron un 39,9%.

La balanza por cuenta corriente de febrero volvió al terreno positivo después del déficit de enero, pero esta recuperación podría volver a revertirse a causa de los menores ingresos de las inversiones en el exterior y de la tendencia bajista de las exportaciones.

### La desaceleración china toca fondo

El PIB de China creció un 6,1% interanual en el primer trimestre, una clara desaceleración respecto al 9,1% de 2008 y al 13,0% de 2007 que debería llevar al crecimiento de 2009 hacia ritmos inferiores al 7%, claramente por debajo del objetivo gubernamental del 8%. Es por eso que, con unos estabilizadores automáticos relativamente pequeños, el estímulo fiscal chino es especialmente intenso, con unos gastos adicionales en infraestructuras del 4,5% del PIB nominal tanto para 2009 como para 2010.

Sin descartar los importantes riesgos de la economía china, existen signos de estabilización más convincentes que a principios de año. Para empezar, la desaceleración del crecimiento respecto al cuarto trimestre de 2008 es menos intensa que en periodos previos. Además, en el capí-

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                                 | 2007  | 2008  | 2008  |       |       |       | 2009  |         |       |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
|                                 |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| PIB real                        | 13,0  | 9,1   | 10,6  | 10,1  | 9,0   | 6,8   | -     | 6,1     | -     |
| Producción industrial           | 17,1  | 13,0  | 16,5  | 15,9  | 13,0  | 6,4   | 8,4   | 11,0    | 8,3   |
| Producción eléctrica            | 15,7  | 6,7   | 16,0  | 11,9  | 6,7   | -6,0  | -14,1 | 4,8     | 0,6   |
| Precios de consumo              | 4,8   | 5,9   | 8,0   | 7,8   | 5,3   | 2,5   | 1,0   | -1,6    | -1,2  |
| Balanza comercial (*)           | 262,4 | 295,2 | 256,5 | 247,3 | 257,0 | 295,2 | 314,9 | 311,5   | 316,9 |
| Tipo interbancario 3 meses (**) | 3,6   | 4,2   | 4,6   | 4,6   | 4,4   | 3,2   | 2,5   | 1,3     | 1,5   |
| Renminbi por dólar              | 7,6   | 6,9   | 7,1   | 6,9   | 6,8   | 6,8   | 6,8   | 6,8     | 6,8   |

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

(\*\*) Porcentaje.

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

tulo inversor, la formación de capital fijo en términos corrientes se aceleró hasta crecer un 28,8% interanual, gracias en parte a un fuerte impulso gubernamental en los ámbitos rurales.

Los indicadores más recientes también apuntan a que podría haberse tocado fondo. La producción industrial creció en marzo un 8,3% interanual y, tras el hiato del Año Nuevo Lunar, confirma cierta tendencia de recuperación. También la producción nacional de energía eléctrica tuvo cierto repunte en marzo, si bien el crecimiento del conjunto de los últimos doce meses queda muy por debajo de lo que era habitual en 2007. En precios, persisten los riesgos de deflación pero no va a más. El IPC general de marzo bajó un 1,2% interanual, mientras que el precio de los alimentos cedió un mínimo 0,7%.

La debilidad del sector exterior podría estar perjudicando a la economía china menos de lo esperado. Aunque las exporta-

ciones constituyen más de un 30% del total del PIB, a diferencia de Japón, la contribución china al valor añadido de los productos importados que se transforman para luego ser exportados es mucho menor. Así, los efectos de una reducción exportadora son más limitados y pueden compensarse con menores importaciones, como lo demuestra el superávit comercial que, en los últimos doce meses hasta marzo, se encaramó hasta los 316.891 millones de dólares, un nuevo récord histórico. Los flujos comerciales también estabilizaron sus retrocesos, con las exportaciones de marzo disminuyendo un 17,1% interanual y las importaciones un 25,1%. China modera sus riesgos, pero la estabilización de la economía no implica una recuperación sostenida porque su asignatura pendiente sigue siendo la consolidación del consumo interno, que apenas alcanza el 40% del PIB. Respecto a la economía global, hay que recordar que el motor chino no puede, hoy por hoy, compensar la debilidad de la demanda estadounidense.

**La producción industrial se recupera y crece al 8%.**

**El IPC modera sus retrocesos, bajando un 1,2%.**

**Las exportaciones bajan un 17% y las importaciones, un 25%.**

## CHINA: LA INDUSTRIA TOCA FONDO Y SE RECUPERA

Variación interanual de la producción industrial (\*)



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

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

## Ajustes globales: el papel de la flexibilidad cambiaria

En la última década se han acumulado importantes desequilibrios a nivel global que representan un riesgo para la estabilidad financiera y económica mundial. Economías como Alemania, Japón, China y otros países asiáticos (véase gráfico siguiente) han registrado persistentes superávits debido a su mayor propensión al ahorro. Este ahorro se ha canalizado hacia economías con déficit, principalmente Estados Unidos, pero también a Australia, España, Nueva Zelanda o el Reino Unido.

En décadas anteriores, el déficit por cuenta corriente era una seña característica de las economías emergentes. A menudo, este déficit se financiaba con deuda a corto plazo en moneda extranjera. Cuando el acceso a la refinanciación se cortaba, los tipos de cambio sufrían fuertes depreciaciones y el país difícilmente podía hacer frente a la devolución de la deuda. Era el momento en el que el FMI entraba en escena. Esta situación cambió radicalmente a raíz de la crisis asiática de 1997.

La traumática experiencia de la crisis de 1997 hizo que varias economías asiáticas decidieran mantener unos tipos de cambio muy competitivos para estimular el crecimiento y acumular reservas para evitar una nueva crisis. Esto permitió generar importantes superávits en la balanza exterior, lo que se tradujo en una vertiginosa acumulación de reservas internacionales, principalmente en dólares de Estados Unidos (véase recuadro «¿Provoca la globalización los desequilibrios de las balanzas de pagos?»). Más recientemente, desde 2004, los países exportadores de petróleo contribuyeron notablemente a la ampliación de los desequilibrios globales. Estos países han ahorrado buena parte del aumento de ingresos derivados de la espectacular alza del precio del petróleo.

El alto nivel de ahorro de las economías emergentes y los exportadores de petróleo han tenido importantes repercusiones sobre los países avanzados. Ha contribuido, por ejemplo, a que los tipos de interés y las primas de riesgo de los mercados corporativos se mantuvieran en niveles excesivamente bajos, especialmente entre 2004 y 2006, lo que a su vez permitió que se formaran burbujas en el precio de algunos activos como la vivienda. Otra consecuencia negativa de los desequilibrios globales es el riesgo que representan para la estabilidad de la economía mundial si se produce un parón súbito de los flujos de financiación hacia las economías con mayores déficit, en concreto Estados Unidos. La materialización de este riesgo provocaría una fuerte depreciación del dólar y un aumento de los tipos de interés a largo plazo.

¿Cómo se deben reducir estos desequilibrios? La respuesta no es sencilla e inevitablemente suscita controversia. La solución a un problema tan complicado pasa seguramente por alcanzar un consenso global en materia de política económica. Los gobiernos de las economías emergentes son conscientes de que deben formular políticas que estimulen el crecimiento de la inversión y el consumo interno. En definitiva, que impulsen el crecimiento de la demanda interna y reduzcan la dependencia del crecimiento de la demanda externa. Además, las autoridades saben que es importante flexibilizar los regímenes de tipo de cambio, aunque prefieren que los cambios sean graduales. China, por ejemplo, ha permitido una apreciación del yuan frente al dólar del 16% desde que flexibilizó su régimen cambiario en julio de 2005. Por otro lado, es importante que las economías desarrolladas que presentan importantes déficit fomenten el ahorro a largo plazo, aunque es lógico que en la coyuntura actual la preocupación central sea evitar un ajuste excesivo del ahorro privado en muy poco tiempo. En este sentido, el ajuste presupuestario de Estados Unidos a medio-largo plazo, crucial para aumentar el ahorro del conjunto de la economía, se adivina como una de las claves para reducir el déficit estadounidense y, por lo tanto, los desequilibrios globales.

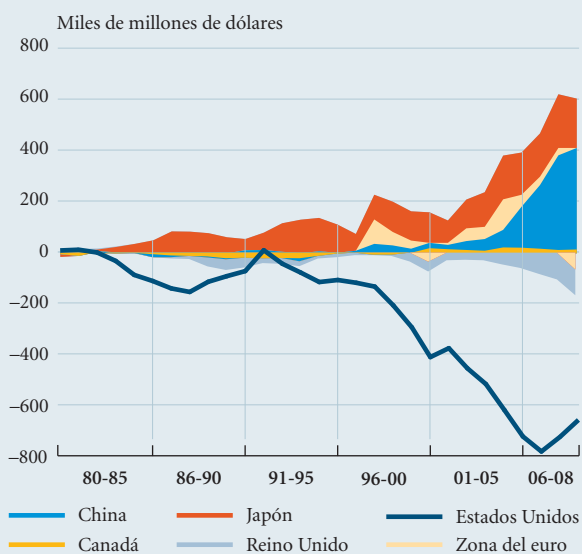
No se puede negar, de todas maneras, que el proceso de reducción del déficit comercial de Estados Unidos ya se ha puesto en marcha en los últimos años. Así, desde su punto máximo en el tercer trimestre de 2006 hasta el cuarto trimestre de 2008, el déficit ha caído en un punto porcentual, hasta alcanzar el 3,5% del PIB, a pesar de la escalada del precio del petróleo. Excluyendo las importaciones de petróleo, el déficit se ha reducido desde el 3,7% hasta el 2,1% del PIB. A ello ha contribuido la depreciación del dólar, que perdió un 18% en términos efectivos reales entre 2003 y 2006-2008. Dado el impacto retardado de los tipos de cambio sobre el déficit comercial, el déficit de 2008 está relacionado básicamente con el tipo de cambio del dólar de los dos años precedentes.

¿Debe el dólar seguir depreciándose para culminar el ajuste del déficit exterior de Estados Unidos? No necesariamente. Según las estimaciones de algunos economistas,<sup>(1)</sup> la depreciación experimentada por el dólar desde 2004 ya sería suficiente para que el déficit comercial en Estados Unidos siga reduciéndose gradualmente hasta un nivel sostenible del 1,5%-3% del PIB. En términos bilaterales, podemos esperar que a medio-largo plazo el dólar continúe debilitándose frente a las monedas asiáticas (especialmente el renminbi) y que se aprecie ligeramente frente al euro. Ello mantendría la cotización del dólar a un nivel similar al actual en términos efectivos (en promedio) y conduciría a un ajuste gradual del déficit de Estados Unidos y, por ende, de los desequilibrios globales.

¿Qué observaremos en el corto plazo? En los próximos trimestres, el ritmo del ajuste de los desequilibrios globales podría intensificarse temporalmente. Esta aceleración tendría un fuerte componente cíclico, relacionado

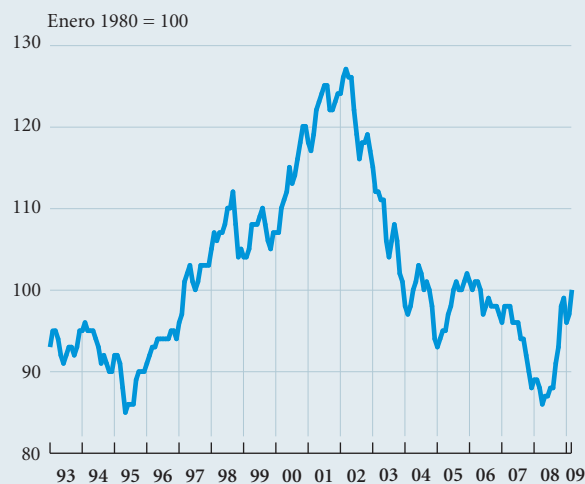
### LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES CRECIERON... Y EL DÓLAR CEDIÓ PARA CORREGIRLOS

Saldo por cuenta corriente



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

Índice de tipo de cambio efectivo real del dólar frente a las principales divisas



FUENTE: Reserva Federal.

(1) Véase Enric Fernández, «La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos», Documentos de Economía "la Caixa", abril de 2007 o Maurice Obstfeld y Kenneth Rogoff, «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments», Brookings Papers on Economic Activity, volumen 1 de 2005, páginas 67-146.

con la recesión económica actual, la acusada debilidad de la demanda interna en Estados Unidos y la contracción del comercio internacional. Sin embargo, una vez que se atenúen los factores cíclicos, y para que el proceso de ajuste gradual continúe, es fundamental que China y las principales economías asiáticas sigan facilitando la apreciación de sus divisas. Se trata de un ingrediente fundamental para acabar con los desequilibrios globales y sentar las bases de un crecimiento mundial más sostenible que el de los últimos años.

*Este recuadro ha sido elaborado por Eduardo Pedreira  
Departamento de Economía Internacional, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

**La debilidad del consumo, la inversión y el mercado laboral indican que Brasil ha empezado 2009 contrayéndose.**

### **Brasil: las señales no generan esperanza**

Los indicadores económicos dejan entrever que Brasil habría vuelto a contraerse en el primer trimestre de 2009, aunque la caída será inferior al 3,6% intertrimestral del cuarto trimestre de 2008. La debilidad del consumo interno debido a la mala evolución del mercado laboral y a las perspectivas de un mayor deterioro de los ingresos de los hogares será clave para fijar el fondo de la contracción. La inversión continúa en su tendencia de ajuste, mientras que la demanda externa está ofreciendo un ligero soporte para el crecimiento gracias a la depreciación del real brasileño.

El consumo interno continúa desacelerándose. En febrero, la tasa de crecimiento interanual de las ventas minoristas cayó hasta el 3,8%, muy por debajo de las tasas en torno al 9% que eran comunes en 2008. En cambio, las ventas de coches repuntaron en marzo, elevando su tasa de crecimiento hasta el 8,7%, gracias a los incentivos fiscales que el gobierno introdujo a principios de año.

El mercado laboral continúa empeorando, y el desempleo de febrero ya se sitúa en el 12,3%, más de un punto porcentual por encima de la tasa registrada en enero.

**Superávit comercial gracias a la mayor caída de las importaciones.**

Dado que la tasa de desempleo crece de forma retardada (primero se ajusta la actividad, después el paro) en los próximos meses el número de desempleados continuará creciendo. Esta situación afectará negativamente el ingreso de los hogares y, por tanto, el consumo tenderá a contraerse aún más.

La inversión también presenta un horizonte sombrío. A pesar del repunte de actividad en la industria automotriz, la producción industrial cayó un 13,5% en febrero respecto al mismo periodo del año anterior. La caída de la utilización de la capacidad instalada asociada a este hecho apunta a un retraimiento de la demanda de inversión en los próximos trimestres. En febrero, la producción industrial de bienes de equipo ya evidenciaba una contracción del 24,4%.

La demanda externa aporta un tono levemente optimista y el saldo mensual de la balanza comercial volvió a ser positivo en marzo, alcanzando los 1.771 millones de dólares. A pesar de que las exportaciones cayeron un 6,4% interanual, el descenso de las importaciones, del 13,7%, fue mucho mayor. El cambio en los precios relativos que se produjo por la depreciación del real brasileño (superior al 45% frente al dólar entre agosto de 2008 y febrero de 2009) ha sido uno de los factores que han hecho disminuir el ritmo de caída de las exportaciones.



## BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                              | 2007  | 2008  | 2008  |       |       |       | 2009  |         |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
|                              |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| PIB real                     | 5,7   | 5,1   | 6,1   | 6,3   | 6,8   | 1,2   | ...   | ...     | ...   |
| Producción industrial        | 5,9   | 2,9   | 6,7   | 5,2   | 6,4   | -6,2  | -15,3 | -13,5   | ...   |
| Confianza del consumidor (*) | 132,3 | 140,4 | 146,0 | 146,5 | 136,3 | 132,9 | 124,4 | 132,9   | 128,2 |
| Tasa de paro São Paulo (**)  | 15,0  | 13,0  | 13,8  | 13,7  | 12,7  | 11,6  | 11,2  | 12,3    | ...   |
| Precios de consumo           | 3,6   | 5,7   | 3,7   | 4,6   | 5,1   | 4,5   | 5,8   | 5,9     | 5,6   |
| Balanza comercial (***)      | 40,0  | 24,7  | 34,1  | 30,8  | 28,7  | 24,7  | 23,3  | 24,2    | 25,0  |
| Tipo de interés SELIC (%)    | 12,75 | 11,25 | 11,25 | 12,25 | 13,75 | 13,75 | 12,75 | 12,75   | 11,25 |
| Reales por dólar             | 2,1   | 1,8   | 1,8   | 1,6   | 1,9   | 2,3   | 2,3   | 2,4     | 2,3   |

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.

La debilidad de la demanda ha contrarrestado las presiones inflacionistas que se podrían haber derivado de la depreciación del real. En marzo, la inflación disminuyó tres décimas hasta el 5,9%. La inflación subyacente se mantuvo por tercer mes consecutivo en el 4,9%.

En este contexto, es muy probable que el primer trimestre de 2009 sea el punto mínimo del ciclo, momento en el cual la economía brasileña comenzará a revertir su tendencia negativa. La recuperación, sin embargo, no se consolidará hasta finales de 2009, a medida que la demanda mundial recupere su pulso. Como en otros países, la recuperación se atisba lenta y prolongada.

### México: crecimiento débil con finanzas blindadas

La fuerte contracción en las exportaciones hacia Estados Unidos y la caída en las remesas continúan afectando a la economía mexicana. La demanda interna se está viendo debilitada por las restricciones crediticias, la baja confianza de los consu-

midores y el empeoramiento del mercado laboral. Desde la perspectiva financiera, la concesión de una línea de crédito por parte del FMI se debe valorar muy positivamente.

El consumo interno no da señales de mejoría, lo que se refleja en la caída del 8,6% interanual de las ventas minoristas en marzo, la mayor contracción desde 1996. Tres factores están haciendo mella en las finanzas de las familias mexicanas: el aumento en la tasa de desempleo hasta el 5,3% en febrero (3,9% en febrero de 2008); la caída de las remesas, que fueron en febrero un 5% inferiores a las recibidas un año atrás; y, por último, las dificultades para acceder al crédito. Para completar el mal panorama del consumo interno, la confianza de los consumidores ha vuelto a caer hasta los 78,9 puntos, mínimo desde abril de 2001.

En materia de inflación, el IPC general ha moderado su tasa interanual durante los tres primeros meses de 2009 (del 6,5% en diciembre de 2008 al 6,0% de marzo 2009). Por su parte, el IPC subyacente presenta cierta resistencia a bajar y fluctúa en torno al 5,7% interanual.

**El consumo y el comercio lastran el crecimiento del PIB mexicano en el primer trimestre de 2009.**

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|  | 2007  | 2008  | 2008  |      |       |       | 2009  |         |       |
|--|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|---------|-------|
|  |       |       | I     | II   | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| PIB real                               | 3,3   | 1,4   | 3,3   | 2,3  | 1,7   | -1,7  | ...   | ...     | ...   |
| Producción industrial                  | 2,4   | -1,0  | 2,0   | 0,0  | -1,5  | -4,4  | -10,1 | -9,6    | ...   |
| Confianza del consumidor (*)           | 104,9 | 92,2  | 102,4 | 94,2 | 88,9  | 83,3  | 81,9  | 78,9    | ...   |
| Tasa de paro general (**)              | 3,7   | 4,0   | 3,9   | 3,5  | 4,2   | 4,3   | 5,0   | 5,3     | ...   |
| Precios de consumo                     | -22,7 | -11,8 | 4,0   | 4,0  | 3,8   | 4,7   | 6,3   | 6,2     | 6,0   |
| Balanza comercial (***)                | -10,1 | -17,3 | -9,3  | -7,8 | -11,9 | -17,3 | -17,1 | -16,4   | ...   |
| Tasa de interés oficial de Banxico (%) | 7,00  | 7,50  | 7,50  | 7,75 | 8,25  | 8,25  | 7,75  | 7,50    | 6,75  |
| Pesos mexicanos por dólar (*)          | 11,0  | 10,6  | 10,6  | 10,3 | 11,0  | 13,9  | 14,4  | 15,1    | 14,2  |

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

### El acuerdo con el FMI otorga tranquilidad y estabilidad financiera.

Por el lado del sector exterior, el déficit comercial de México empeoró hasta alcanzar 16.400 millones de dólares en febrero, muy por encima de los 11.000 millones del promedio de 2008. Esta cifra responde a una contracción de las importaciones del 30,7% interanual, mayor que la caída de las exportaciones. Específicamente, las exportaciones de productos no petroleros de México, componente con gran peso en el crecimiento del PIB, cayeron en febrero un 24,1% interanual, debido a la debilidad de la demanda de Estados Unidos.

Con la aprobación de una línea de crédito por parte del FMI el 17 de abril de 2009, el gobierno mexicano dio un paso fundamental para estabilizar y fortalecer su capacidad de financiación. La cuantía del crédito –de carácter preventivo– asciende a 47.000 millones de dólares. Esto, junto con los 30.000 millones disponibles a través de la línea *swap* con la Reserva Federal de Estados Unidos, otorga a México un colchón de financiación externa equivalente al 9,6% del PIB. Además, México cuenta con 85.000 millones de dólares en reservas internacionales.

### El precio del petróleo mantiene en abril la mayor parte de lo ganado en marzo.

En conclusión, a pesar de que el crecimiento de México a lo largo de 2009 será negativo, el gobierno –a través de los instrumentos arriba expuestos– ha logrado disponer de una cobertura más que holgada para las necesidades de financiamiento de la economía. Esta solidez financiera contribuirá a moderar las presiones sobre el peso mexicano.

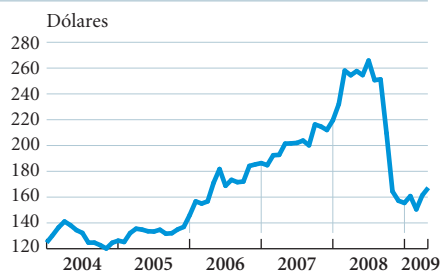
### El petróleo baja y China hace subir los metales

El precio del petróleo mantuvo la mayor parte de las ganancias del mes anterior. Así, entre el 20 de marzo y el 22 de abril el crudo cedió un mínimo 2,2% hasta los 49,79 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes), haciendo que la subida acumulada en el año corriente llegase hasta el 27,4%.

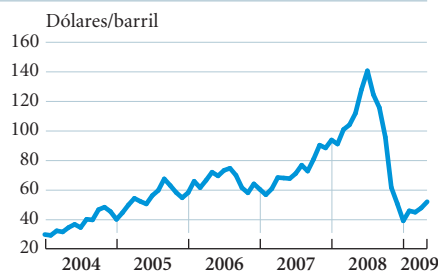
La disminución de las existencias de petróleo fue mayor de lo esperado, pero fue compensada por una caída más importante de la demanda. Así, si bien la senda bajista predominó durante el último mes, también hay que constatar la relati-

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

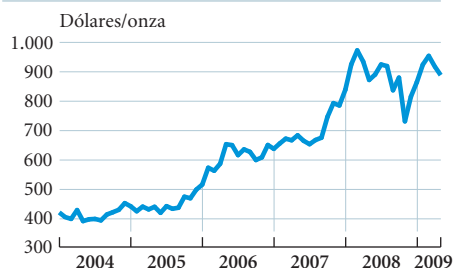
Índice «The Economist»



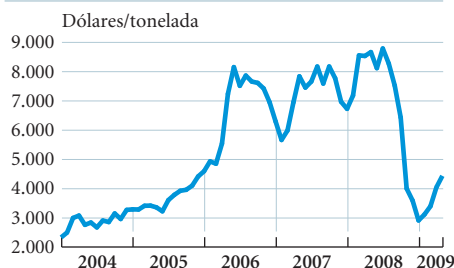
Petróleo Brent



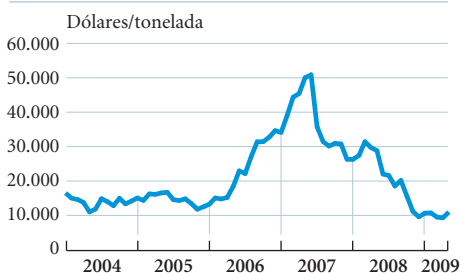
Oro



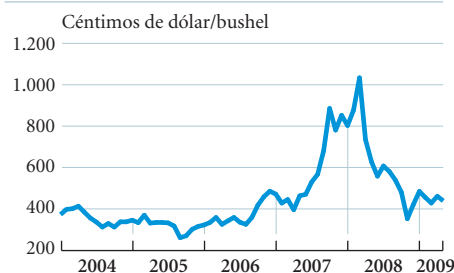
Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 23 de abril).  
FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

va estabilidad del precio del crudo que podría evolucionar al alza con los primeros signos de recuperación en Estados Unidos.

Durante los primeros veinte días de abril, los metales básicos fueron al alza al apostar los mercados de materias primas por la recuperación de la economía china. Una apuesta que siguió encontrando sustento en la acumulación de reservas de cobre y níquel por el gobierno de Beijing. Así, el índice *The Economist* de materias primas subió un 7,8% entre el 20 de mar-

zo y el 22 de abril, con el cobre que, al ganar un 12,6% en el mismo periodo, acumula ya una subida del 51,7% en el año corriente. La continuidad de la subida del precio de los metales dependerá de la evolución de la economía china aunque, al haberse descontado tan pronto la recuperación del gigante asiático, los incrementos de los próximos meses deberían ser limitados. El oro, por su parte, recogió beneficios y perdió un 7,5% pero sin mostrar una dirección clara ante las incertidumbres que existen respecto a la recuperación global.

**La demanda china sigue apoyando los metales básicos, mientras que el oro recoge beneficios.**

## UNIÓN EUROPEA

**La economía europea no ofrece ningún síntoma convincente de recuperación.**

### Zona del euro: sin señales de recuperación

En el Informe Mensual del mes de abril analizamos la evolución de los distintos componentes del producto interior bruto (PIB) en el cuarto trimestre de 2008. La conclusión a la que llegamos no podía ser más pesimista: la tendencia bajista había alcanzado todos los componentes y sectores de la economía del viejo continente. Además, los indicadores de más alta frecuencia apuntaban que en el primer trimestre de 2009 continuaría la misma tendencia. Desafortunadamente, un mes después la tónica sigue siendo idéntica. Mientras otras economías como la estadounidense han empezado a ofrecer algunas noticias positivas, la economía de la

zona del euro no ofrece ningún síntoma convincente de recuperación. Más bien lo contrario, todo indica que el retroceso que ha experimentado en el primer trimestre de 2009 ha sido muy severo.

La virulencia con la que se está desacelerando la economía del viejo continente ha cogido por sorpresa la mayoría de analistas. El efecto de la crisis financiera internacional en los países que habían experimentado un *boom* en el sector inmobiliario, como Irlanda, España o el Reino Unido, se pudo anticipar con relativa rapidez. Pero fueron pocos los que acertaron en predecir que las economías más vulnerables acabarían siendo las más dependientes del sector exterior. La reducción del consumo en las principales eco-

### ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|  | 2007  | 2008  | 2008  |       |       |       | 2009  |         |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
|  |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| PIB  | 2,7   | 0,7   | 2,2   | 1,5   | 0,6   | -1,4  | -     | ...     | -     |
| Ventas al por menor                          | 1,3   | -0,2  | 1,0   | 0,6   | -0,2  | -1,9  | -2,2  | -4,2    | ...   |
| Confianza del consumidor (1)                 | -4,9  | -17,9 | -11,9 | -14,6 | -19,2 | -26,1 | -30,5 | -32,5   | -33,7 |
| Producción industrial                        | 3,5   | -1,7  | 2,5   | 1,1   | -1,4  | -8,8  | -15,9 | -18,4   | ...   |
| Sentimiento económico (1)                    | 108,9 | 91,1  | 101,4 | 97,5  | 89,9  | 75,8  | 67,2  | 65,3    | 64,6  |
| Tasa de paro (2)                             | 7,4   | 7,5   | 7,2   | 7,4   | 7,5   | 8,0   | 8,3   | 8,5     | ...   |
| Precios de consumo                           | 2,1   | 3,3   | 3,4   | 3,6   | 3,8   | 2,3   | 1,1   | 1,2     | 0,6   |
| Balanza comercial (3)                        | 20,1  | -1,2  | 24,4  | 13,8  | -11,4 | -31,7 | -33,5 | -37,5   | ...   |
| Tipo de interés Euríbor 3 meses              | 4,3   | 4,6   | 4,5   | 4,9   | 5,0   | 4,2   | 2,9   | 2,1     | 1,8   |
| Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4) | 107,9 | 113,0 | 113,0 | 116,0 | 114,0 | 109,1 | 111,9 | 110,4   | ...   |

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.

nomías mundiales, junto con el efecto de las restricciones crediticias en la capacidad exportadora, está haciendo que el comercio mundial se desplome.

En este sentido, la economía europea tiene todas las de perder, pues las exportaciones tienen un peso muy importante en el conjunto de la economía. En 2008, la ratio de las exportaciones de bienes y servicios extracomunitarias sobre el PIB alcanzó el 16,8%, un nivel similar al de la economía japonesa y superior al de los Estados Unidos. Además, la mayor parte del comercio de los distintos países de la zona del euro se realiza entre ellos. Es especialmente conocido el caso de Alemania, para el que las exportaciones representaron el 39% del PIB en 2008. Pero otros países como Austria, Irlanda, Holanda y Bélgica tienen una ratio significativamente mayor.

Para el conjunto de la zona del euro, el retroceso de las exportaciones en términos interanuales alcanzó el 24,6% en el mes

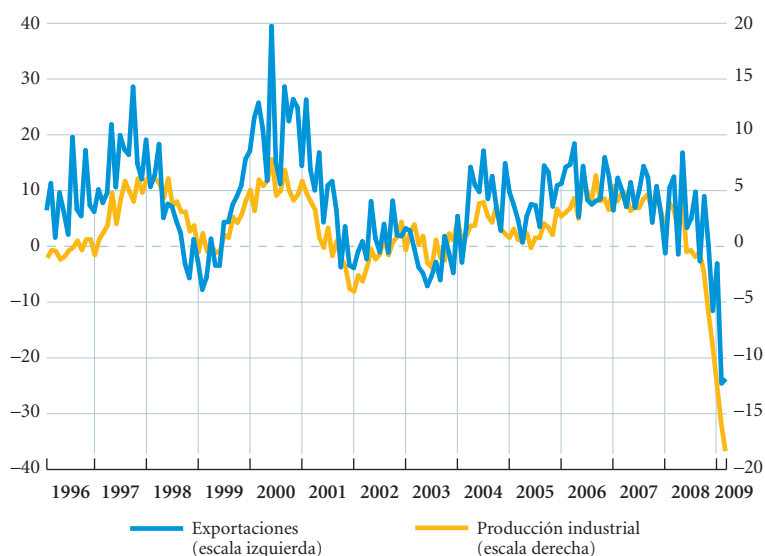
de enero (véase gráfico siguiente). Si bien en febrero la velocidad a la que estaban cayendo se moderó ligeramente, aún se mantiene por encima del 20%. Dada la volatilidad de la serie a corto plazo, aún es pronto para concluir que la caída ha encontrado un suelo. Pero sí debemos tener en cuenta que el efecto negativo de las exportaciones se ha visto compensado, en parte, por el deterioro de las importaciones. Debido a la debilidad de la demanda interna, en febrero éstas siguieron cayendo con fuerza, un 21% en términos interanuales.

El repaso de los indicadores, tanto de demanda como de oferta, no hace más que reforzar una visión pesimista del porvenir de la economía europea. Por lo que a los indicadores de demanda se refiere, todos ellos continúan mostrando síntomas de debilidad. Las ventas al por menor, por ejemplo, cayeron por quinto mes consecutivo. La tasa de variación interanual marcó un nuevo mínimo histórico en febrero alcanzando el 4,2%. La confianza

**La vulnerabilidad de la economía a la caída de las exportaciones está pasando factura...**

## EL SECTOR EXTERIOR ALIENTA EL FRENAZO EUROPEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

**...lo que hará que la fuerte  
contracción económica se  
mantenga un trimestre más.**

del consumidor, para el que ya está disponible el dato de marzo, tampoco ha hallado suelo alguno y sigue en caída libre.

Los indicadores de oferta tampoco están ofreciendo ningún síntoma de mejora. La producción industrial continúa desplomándose. En febrero, la variación interanual también anotó un nuevo mínimo histórico y ya alcanza el 18,4%. Los indicadores de sentimiento económico del mes de marzo, tanto el general como los sectoriales, tampoco dejaron de descender, aunque sí lo están haciendo a un ritmo menor.

La fuerte contracción del comercio y los descensos que están sufriendo las ventas al por menor y la producción industrial, dos buenos indicadores de la evolución del consumo y la inversión respectivamente, hacen prever que los principales componentes del PIB caerán con fuerza en el primer trimestre de 2009. Todo ello hará que, con una alta probabilidad, el conjunto de la economía de la zona del

euro registre un retroceso similar, sino superior, al que experimentó en el último trimestre de 2008.

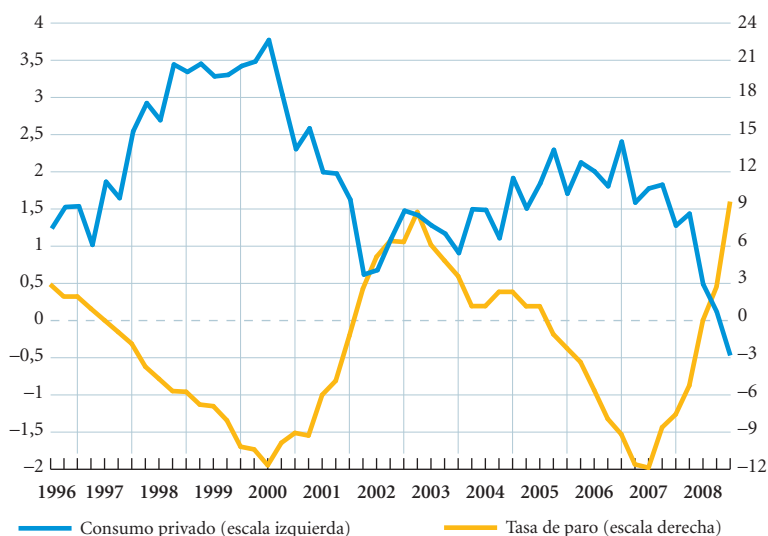
Por si ello fuera poco, las perspectivas a medio plazo también son bastante grises. De hecho, lo peor puede estar aún por venir. Este temor se fundamenta, en parte, en la futura evolución del mercado laboral. Como es lógico, existe una estrecha relación entre la evolución del consumo y la tasa de paro (véase gráfico siguiente). Pero es interesante destacar que los movimientos de ambas series han sido muy persistentes a lo largo del tiempo: las fases alcistas han perdurado durante varios años, al igual que las fases bajistas.

La fase alcista actual empezó en el segundo trimestre de 2008, y ha sido impulsada, fundamentalmente, por el deterioro del mercado laboral español e irlandés. Ello ha llevado la tasa de paro de la zona del euro hasta el 8,5% en febrero, 1,3 puntos porcentuales por encima del mínimo registrado en marzo de 2008. Sin embargo,

**Además, el deterioro del  
mercado laboral hará que  
el crecimiento a medio plazo  
sea también muy débil.**

## EL DETERIORO DEL MERCADO LABORAL DEBILITA EL CONSUMO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

en la mayoría de países, incluyendo las tres principales potencias, Alemania, Francia e Italia, el aumento está siendo muy tímido, especialmente si lo comparamos con los fuertes descensos de la producción y de la demanda. Ello hace pensar que el deterioro del mercado laboral aún puede tener un amplio recorrido en los próximos trimestres, lo que mantendría la debilidad del consumo.

De momento, el frente que se está manteniendo más activo en la lucha contra la recesión se encuentra en Frankfurt. Con la inflación claramente por debajo del 2%, en marzo ésta se situó en el 0,6%, el Banco Central Europeo (BCE) sigue utilizando el escaso margen de maniobra que le queda para estimular la economía. En la reunión de abril volvió a bajar el tipo de interés de referencia 0,25 puntos básicos, y lo dejó en el 1,25%. Como es habitual, también disminuyó el tipo de interés de la facilidad de depósito 25 puntos básicos. Ahora, éste se encuentra en el 0,25%, y ya ha agotado su recorrido. Aunque el gobernador de la máxima autoridad monetaria apuntó que no descarta más descensos en el tipo de referencia, éstos deberán ser muy moderados, pues reducirán el margen de intermediación del BCE. Sin embargo, J. C. Trichet resaltó que aún tienen a su alcance un amplio abanico de herramientas. En este sentido anunció que en la reunión del mes de mayo haría público un paquete de medidas no ortodoxas para seguir estimulando la economía.

La evolución del mercado laboral y la del sector exterior serán unas de las claves que determinarán la profundidad y la duración de la recesión. Si se confirma que la caída de las exportaciones ha encontrado un suelo se reducirían las presiones bajistas. Pero el deterioro del mercado laboral puede hacer que la recuperación económica sea más lenta de lo esperado.

De acuerdo con este escenario, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha vuelto a revisar las previsiones de crecimiento de la zona del euro sustancialmente a la baja. En 2009 prevé que la economía se contraerá el 4,2% y, sobre todo, no espera que en 2010 ésta se haya recuperado aún, pues estima que anotará un retroceso del 0,4%.

### **Alemania: la primera economía europea se encuentra en apuros**

Hace apenas medio año, cuando las consecuencias de las turbulencias financieras empezaban a causar estragos importantes en el crecimiento de las economías avanzadas, Alemania parecía presentar una solidez económica que le permitiría sufrir una recesión menos severa que la de otras economías. Esta concepción se basaba en que Alemania no presentaba los principales factores de riesgo que habían arrastrado a aquéllas hacia la crisis, como un excesivo endeudamiento privado, un déficit por cuenta corriente muy elevado y una burbuja inmobiliaria.

A pesar de las buenas expectativas pasadas, las nuevas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) sitúan a la economía germana como la segunda economía avanzada con un mayor deterioro en 2009, por detrás de Japón, y la que padecerá una mayor recesión en 2010. Ante este cambio, cabe preguntarse por las razones que lo han generado.

El crecimiento de la economía germana se sustentaba principalmente en las exportaciones y la inversión. Sin embargo, el deterioro de la economía de los principales socios comerciales durante los últimos meses propició la contracción de las exportaciones, que se redujeron un 21,5% en febrero. Como consecuencia, el superávit de la balanza comercial acumulada de los últimos doce meses disminuyó has-

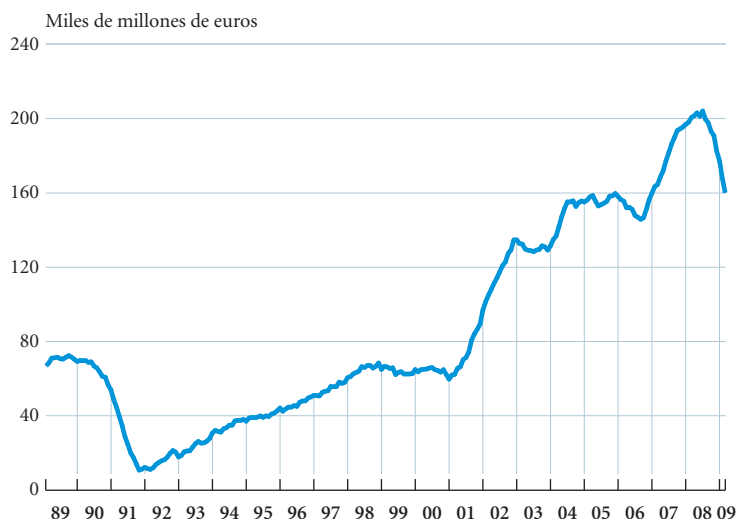
**El BCE anunciará un paquete de medidas no convencionales para seguir estimulando la economía.**

**Para este año, el FMI prevé una contracción del 4,2% en la zona del euro.**

**Las nuevas previsiones pronostican una caída del PIB alemán en los dos próximos ejercicios.**

## ALEMANIA: EL SUPERÁVIT COMERCIAL SE REDUCE RÁPIDAMENTE

Saldo acumulado de 12 meses de la balanza comercial



FUENTE: Deutsche Bundesbank.

### La actividad industrial sigue registrando nuevos mínimos.

ta alcanzar en febrero niveles similares a los de 2006. La caída en marzo de las ventas minoristas en un 6,2% refleja que esta caída de la demanda exterior no ha sido compensada por una mayor demanda por parte de los hogares, que ante la tesitura actual y la incertidumbre respecto a la situación laboral, vieron como su confianza seguía deteriorándose, registrando nuevos mínimos.

Si nos fijamos en los indicadores de oferta, las perspectivas no son más alentadoras. La reducción de la demanda provocó que la producción y los pedidos industriales mantuvieran la tendencia de los últimos meses, registrando en febrero nuevos mínimos del 20,3% y el 37,8% respectivamente. Como consecuencia, la utilización de la capacidad productiva siguió reduciéndose, mientras que la tasa de desempleo mantuvo su crecimiento moderado, alcanzando el 8,1% en marzo. El conjunto de estos indicadores permite estimar que la caída intertrimestral del PIB en el primer trimestre de 2009 fue aún mayor que la sufrida en el trimestre anterior, lo que provocará que las próxi-

mas previsiones del gobierno alemán sitúen la caída de la economía en 2009 en niveles muy elevados.

En este contexto poco halagüeño, se distinguen algunos indicios de ralentización de la contracción económica. Así, se observan unas menores reducciones intratrimestrales de los pedidos y la producción industrial, un bajo nivel de la inflación y se espera que el índice de confianza empresarial registre un aumento en el mes de abril por primera vez en lo que va de año. No obstante, estos indicios son aún muy débiles, y no permiten afirmar que el peor momento de la crisis haya quedado ya atrás.

Por el lado de la demanda, las matriculaciones de automóviles experimentaron un elevado repunte durante los meses de febrero y marzo, estimuladas por el incentivo fiscal para la renovación del parque automovilístico. Ante la buena acogida de esta medida y el elevado número de solicitudes, el gobierno alemán decidió doblar su presupuesto. Este aumento de las matriculaciones ha incidido en mayor

### Débiles indicios de moderación de la caída de la actividad.



## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|   | 2007  | 2008  | 2008  |       |       |       | 2009  |         |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
|   |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| PIB                                       | 2,6   | 1,0   | 2,8   | 2,0   | 0,8   | -1,7  | -     | ...     | -     |
| Ventas al por menor                       | -3,0  | -0,5  | -1,2  | -0,8  | 0,1   | -0,5  | -2,1  | -6,2    | ...   |
| Producción industrial                     | 5,8   | 0,0   | 4,8   | 2,8   | 0,0   | -7,5  | -17,9 | -20,3   | ...   |
| Índice de actividad empresarial (IFO) (*) | 106,1 | 96,8  | 104,0 | 102,1 | 94,8  | 86,2  | 83,1  | 82,6    | 82,1  |
| Tasa de paro (**)                         | 9,0   | 7,8   | 8,1   | 7,9   | 7,7   | 7,6   | 7,8   | 8,0     | 8,1   |
| Precios de consumo                        | 2,3   | 2,6   | 2,9   | 2,9   | 3,1   | 1,6   | 0,9   | 1,0     | 0,7   |
| Balanza comercial (***)                   | 181,5 | 195,3 | 199,5 | 202,3 | 196,3 | 183,0 | 167,3 | 159,5   | ...   |

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.

medida en la compra de los coches de gama inferior, que mayoritariamente se fabrican fuera del país, por lo que la mayor matriculación de vehículos no ha conllevado un aumento de la producción industrial de automóviles.

Las perspectivas para la economía alemana hacen cada vez más difícil mantener las reticencias del partido de Angela Merkel ante la posibilidad de aplicar un nuevo plan de estímulo fiscal, especialmente con el anuncio del SPD, el otro partido en coalición, de rebajar los impuestos a los contribuyentes de cara a las próximas elecciones que tendrán lugar en septiembre.

### Francia: lo peor de la crisis podría haber pasado

Por primera vez en meses, algunos indicadores de actividad, sobre todo de la industria, señalan que la recesión económica francesa podría haber tocado fondo en el primer trimestre de 2009. Así, aunque la producción industrial cayó en febrero un 0,4% con respecto del mes anterior, el descenso fue mucho menor al registrado en meses anteriores, situando la caída en el 15,5% interanual.

Del mismo modo, los indicadores del sentimiento económico del mes de marzo experimentaron un retroceso pequeño en comparación con el anotado en meses precedentes. Según el informe de coyuntura del Banco de Francia publicado el pasado día 8 de abril, el índice del clima de negocio industrial aumentó ligeramente en el mes de marzo, situándose en los 73 puntos. También repuntó su índice de pedidos industriales globales, pasando de 28 a 18 puntos negativos.

El «*Pacte automobile*», detallado en los presupuestos del estado francés el pasado 4 de marzo tras el consentimiento de la Comisión Europea, probablemente ha contribuido a que los resultados del mes de marzo en la industria hayan sido relativamente más favorables. Así, en dicho mes, el número de matriculaciones aumentó considerablemente, un 7,0% intermensual, y ello sugiere que la batería de medidas de estímulo al sector del automóvil está efectivamente dando su fruto.

No obstante, el resto de indicadores ofrecen una visión menos alentadora. Desde la perspectiva de la demanda, los indicadores disponibles apuntan a que la inversión continuará retrocediendo, aunque

**Las medidas fiscales han disparado la matriculación de automóviles.**

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                        | 2007  | 2008  | 2008  |       |       |       | 2009  |         |       |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
|                        |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| PIB                    | 2,1   | 0,7   | 2,0   | 1,1   | 0,6   | -0,9  | -     | ...     | -     |
| Consumo de los hogares | 4,4   | 1,1   | 2,4   | 1,5   | 0,9   | -0,2  | 1,8   | -2,0    | ...   |
| Producción industrial  | 1,5   | -2,5  | 1,6   | -0,4  | -2,2  | -8,9  | -14,5 | -15,5   | ...   |
| Tasa de paro (*)       | 8,3   | 7,8   | 7,6   | 7,6   | 7,8   | 8,2   | 8,5   | 8,6     | ...   |
| Precios de consumo     | 1,5   | 2,8   | 2,9   | 3,3   | 3,3   | 1,8   | 0,7   | 0,9     | 0,3   |
| Balanza comercial (**) | -33,3 | -48,1 | -41,5 | -45,5 | -50,4 | -54,8 | -54,2 | -55,4   | ...   |

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### En Francia, la inflación en marzo se sitúa en el 0,3% interanual.

de forma menos acentuada. Las empresas mantienen unas perspectivas de demanda débiles, así como una infrautilización de su capacidad de producción. En efecto, la tasa de utilización de la capacidad de producción disminuyó en medio punto en el mes de marzo. No obstante, cabe señalar que la caída en el último mes fue más atenuada que la de meses precedentes.

Por otro lado, el consumo de los hogares franceses se mostró débil y descendió en febrero un 2,0% interanual, y ello probablemente haya repercutido en el comportamiento moderado de la inflación. Se espera que en el mes de marzo el consumo de los hogares permanezca apagado, ya que las subidas de precios en dicho mes han sido todavía menores, del 0,3% interanual, la menor tasa desde junio de 1999.

Por su parte, la tasa de paro aumentó una décima en febrero, situándose en el 8,6%. Cabe destacar que el desempleo afecta más severamente al colectivo de jóvenes menores de 25 años. De ahí que el presidente francés, Nicolas Sarkozy, presente el próximo día 24 de abril un plan de urgencia para luchar contra el paro juvenil.

En definitiva, el conjunto de indicadores disponibles señalan que, si bien la situa-

ción no es muy favorable, la recesión en el país galo está más cercana al punto de inflexión. De igual modo, los datos también muestran que Francia probablemente resista mejor el declive económico que sus vecinos. A ello contribuye el hecho de que, por lo general, está menos expuesta al comercio internacional y a la crisis del sector inmobiliario.

### Italia no muestra signos de mejora

La economía italiana continuó sin mostrar signos de mejoría durante el primer trimestre de 2009, apuntando hacia la cuarta caída consecutiva intertrimestral del PIB. Aunque algunas de las opiniones surgidas en abril aportaban cierto optimismo, al confiar en haber dejado atrás los peores momentos de la recesión, la revisión de las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), que sitúan la caída del PIB italiano en 2009 en el 4,4%, disipan toda esperanza de pronta recuperación. Esta revisión a la baja se fundamenta en la mayor caída de la demanda, tanto interna como exterior, y de la inversión.

Desde el punto de vista de la demanda, la confianza de los consumidores sigue reduciéndose, alcanzando un nuevo mínimo en los últimos quince años, producto

### El FMI prevé una caída del PIB italiano del 4,4% en 2009.

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                        | 2007  | 2008  | 2008 |      |       |       | 2009  |         |       |
|------------------------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|---------|-------|
|                        |       |       | I    | II   | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| PIB                    | 1,5   | -1,0  | 0,4  | -0,4 | -1,3  | -2,9  | -     | ...     | -     |
| Ventas al por menor    | -4,2  | -0,3  | 1,4  | -0,7 | 0,1   | -1,7  | 0,7   | ...     | ...   |
| Producción industrial  | 2,1   | -3,4  | 0,9  | -0,2 | -4,0  | -10,5 | -16,9 | -20,0   | ...   |
| Tasa de paro (*)       | 6,2   | 6,7   | 6,6  | 6,8  | 6,7   | 6,9   | -     | ...     | -     |
| Precios de consumo     | 1,8   | 3,3   | 3,1  | 3,6  | 4,0   | 2,8   | 1,6   | 1,6     | 1,2   |
| Balanza comercial (**) | -12,8 | -10,0 | -8,5 | -8,6 | -10,8 | -12,3 | -11,0 | -11,4   | ...   |

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

de la incertidumbre de los hogares respecto al empleo. Este pesimismo, que supone una reducción del consumo, no se ha hecho patente en el sector automovilístico debido a los incentivos del Gobierno para la renovación del parque de automóviles. Así, las matriculaciones de marzo superaron en un 29,6% a las del mes anterior, después de catorce meses consecutivos de caídas. En este contexto, los precios crecieron un 1,2% en marzo, el crecimiento más bajo de los cuarenta últimos años.

La contracción de la demanda también se refleja en la evolución de las importaciones del mes de febrero, que se redujeron un 23,7% respecto al mismo mes del año anterior. Sin embargo, la mayor caída de las exportaciones, del 25,3%, supuso un aumento del déficit comercial en este mes. Ante esta situación, la producción industrial se ha reducido un 20,0%, la mayor caída de la historia, que junto a la infrautilización de la capacidad productiva, la caída de la confianza industrial y el aumento de las restricciones al crédito por parte de las entidades financieras permiten estimar que la inversión en Italia durante el primer trimestre siguió contrayéndose.

A pesar de la elevada deuda pública, que ha contenido al Gobierno de adoptar me-

didias fiscales importantes, la nueva previsión del FMI pronostica que la deuda neta del gobierno superará el 120% del PIB en el 2010, situándose a niveles de endeudamiento similares a los de 1996.

### Reino Unido: caídas más moderadas de algunos indicadores de actividad

La economía británica continúa inmersa en una profunda recesión, con la totalidad de indicadores de actividad en números rojos. No obstante, los datos más recientes muestran que las caídas son algo menos acentuadas, al menos desde la óptica de la oferta. Así, la producción industrial retrocedió un 0,1% en febrero, situando la caída en el 12,4% interanual. Este descenso, junto con el de enero, es inferior al anotado en meses precedentes. Semejante tendencia muestra el índice de pedidos industriales, que disminuyó 4 puntos en marzo, por debajo de la bajada de 16 puntos de febrero. Asimismo, aminora el declive del índice de confianza industrial.

Desde el lado de la demanda, las perspectivas son más magras. Cabe destacar el débil comportamiento de la demanda privada. De este modo, las ventas minoristas aumentaron un 0,5% interanual, muy inferior a las tasas de crecimiento de

**La producción industrial se desploma, anticipando una caída de la inversión.**

**La producción industrial británica cae un 12,4% en febrero de 2009.**

## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|   | 2007  | 2008  | 2008  |       |       |       | 2009  |         |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
|   |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| PIB   | 3,0   | 0,7   | 2,6   | 1,8   | 0,4   | -2,0  | -     | ...     | -     |
| Ventas al por menor                               | 4,4   | 3,5   | 5,3   | 4,3   | 2,3   | 2,5   | 3,7   | 0,5     | ...   |
| Producción industrial                             | 0,1   | -2,8  | 0,5   | -1,3  | -2,5  | -7,5  | -11,5 | -12,4   | ...   |
| Tasa de paro (*)                                  | 2,7   | 2,8   | 2,4   | 2,5   | 2,8   | 3,4   | 3,9   | 4,3     | 4,5   |
| Precios de consumo                                | 2,3   | 3,6   | 2,4   | 3,3   | 4,9   | 3,9   | 3,0   | 3,1     | 2,9   |
| Balanza comercial (**)                            | -83,5 | -93,2 | -91,3 | -93,4 | -94,5 | -93,4 | -92,7 | -92,2   | ...   |
| Tipo de interés Líbor 3 meses                     | 5,3   | 6,0   | 6,0   | 6,0   | 5,9   | 6,3   | 2,8   | 2,2     | 2,0   |
| Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***) | 103,9 | 97,6  | 97,6  | 92,6  | 92,8  | 89,4  | 73,7  | 77,0    | 77,8  |

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

**En el mes de marzo, la inflación se sitúa en el 2,9%, por encima de lo previsto.**

meses precedentes. Asimismo, la confianza del consumidor ha continuado a la baja en marzo, situándose en niveles negativos de 28 puntos. La misma tónica de debilidad del consumo señala la caída en el mes de marzo, del 31% interanual, en el número de matriculaciones. La demanda externa tampoco ofrece ningún respiro. A pesar de la depreciación de la libra, el déficit comercial no se corrige ya que la dimensión global de la crisis reduce la demanda externa de los productos británicos.

Bajo esta coyuntura económica tan adversa sorprende que la inflación en el mes de marzo haya descendido tan sólo tres décimas, situándose en el 2,9% interanual, claramente por encima de lo esperado. Buena parte de la explicación está en que la debilidad de la libra encarece los bienes de consumo, que contienen una proporción elevada de productos importados. En efecto, desde principios de 2008, la libra se ha depreciado un cuarto de su valor real. No obstante, las perspectivas son que la inflación continúe bajando en los próximos meses.

**Los presupuestos generales para 2009-2010 prevén un déficit del 12,4% del PIB.**

En este marco tan desfavorable, las políticas gubernamentales de estímulo económico suscitan un enorme interés. Por tanto, no sorprende que la presentación de los presupuestos generales del estado británico el 22 de abril por parte del secretario del Tesoro, Alistair Darling, se haya seguido con gran atención. Los presupuestos se han elaborado bajo el supuesto de que la actividad económica del Reino Unido decrecerá un 3,5% en 2009, su peor resultado desde el año 1945, y crecerá un 1,25% en 2010.

Según el proyecto de presupuestos de 2009-2010, el gobierno británico destinará al impulso fiscal un monto total equivalente al 4% del PIB, y ello conllevará que el déficit para este ejercicio alcance el 12,4% del PIB.

Por otra parte, los presupuestos anuncian que es necesario implementar cambios en la tributación para que el gasto fiscal sea sostenible. Por ejemplo, el impuesto sobre la renta se incrementará hasta el 50% para las rentas superiores a 150.000 libras a partir de abril de 2010. También se au-

mentan los impuestos a la bebida, al tabaco y a la gasolina. Asimismo, se plantea el ahorro de 15.000 millones de libras mediante ganancias de eficiencia en la gestión de los recursos, por ejemplo, persiguiendo la evasión fiscal.

### Europa emergente: el frente financiero da un respiro pero la actividad se ahoga

Desde marzo pasado las cotizaciones de los activos financieros de Europa emergente se han recuperado apreciablemente. Así, por ejemplo, desde sus mínimos anuales, las principales bolsas de la región han acumulado subidas superiores al 20%, y de forma similar han evolucionado las divisas que, tras largo tiempo en senda depreciatoria, han tendido a recuperarse desde finales de febrero. Asimismo, otro frente financiero que había suscitado preocupación, el del riesgo-país,

también se ha distendido en parte, como reflejan los descensos de las primas de riesgo de la deuda soberana y del riesgo de impago de la misma. ¿Qué lectura cabe extraer de todo ello? ¿Se puede dar carpe-tazo a la crisis económica?

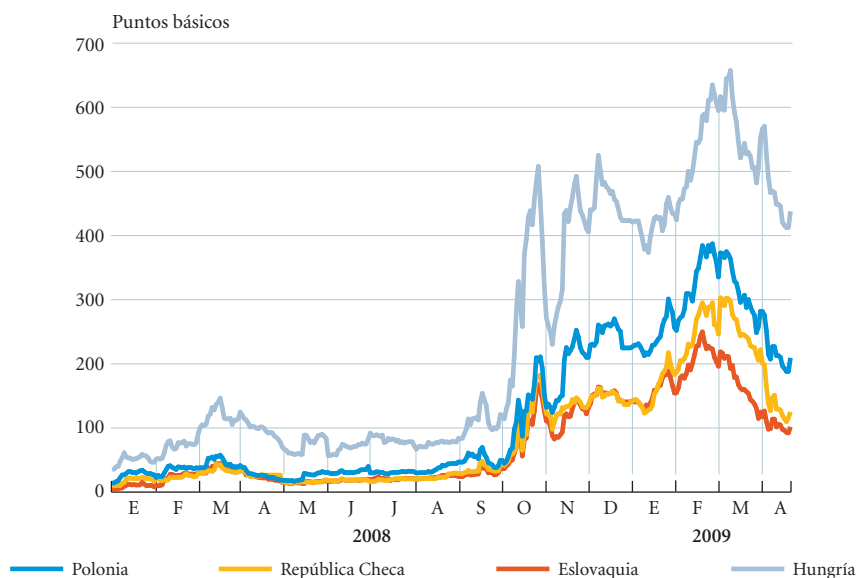
Desafortunadamente, todo apunta a que a las economías emergentes europeas todavía les queda un largo recorrido hasta que la crisis se supere. Ello explica que en abril se hayan anunciado nuevas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento para 2009 y 2010 de diferentes países de la zona. Entre las más relevantes, las publicadas por el FMI, que prevé que el PIB del conjunto de la región caerá un 3,7% en 2009, frente al descenso del 0,4% que esperaba en enero pasado. Y que no se trata de un bache de unos pocos trimestres lo atestigua que el Fondo prevé un crecimiento de sólo el 0,8% en 2010, claramente por debajo del potencial de crecimiento de estas economías.

**Buen comportamiento de los mercados financieros en Europa emergente...**

**...aunque las perspectivas de la actividad económica siguen siendo muy magras para 2009.**

#### LOS MERCADOS FINANCIEROS EMPIEZAN A PERCIBIR MENOS RIESGOS EN EUROPA EMERGENTE

Coste de asegurar el riesgo de impago de la deuda soberana (*Credit Default Swaps* de bonos públicos a tres años)



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

**Las ayudas financieras internacionales alejan la posibilidad de un colapso regional.**

Los últimos indicadores de actividad conocidos refuerzan esta visión. El sentimiento económico, un indicador que aproxima globalmente el ritmo de actividad, cayó en el primer trimestre más de 20 puntos en Hungría y Rumania, y cerca estuvieron los descensos de Polonia y Eslovaquia. Este mal tono deriva tanto de la pérdida de ritmo de la demanda interna como del sector exterior. Se trata de consecuencias lógicas de la creciente restricción del crédito, que impacta especialmente en consumo e inversión, y de la fuerte contracción del comercio internacional, un factor crítico para unas economías notablemente abiertas como las de Europa emergente.

Por tanto, si no es la mejoría cíclica, ¿qué factores subyacen a la recuperación financiera? Fundamentalmente dos, uno de carácter global y otro estrictamente regional. El primero es la menor aversión al riesgo que los actores financieros han venido mostrando a nivel mundial desde los mínimos de marzo. Que aquí no existe un elemento idiosincrásico de Europa central lo ratifica el hecho que las dos otras gran-

des zonas de economías emergentes (Asia y América Latina) han registrado comparativamente mayores ganancias bursátiles.

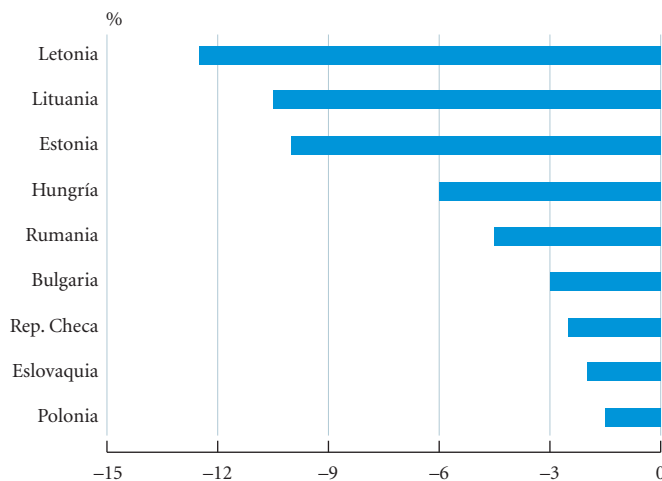
El segundo factor sí que presenta una dimensión más claramente regional: la inyección de fondos de las instituciones internacionales multilaterales ha reducido la probabilidad de que el impago de sus obligaciones internacionales por parte de alguno de estos países acabase «contagando» a la región en su conjunto. Específicamente, se ha anunciado que Rumania se beneficiará de un crédito de 20.000 millones de euros, aportados principalmente por el FMI, y Polonia de 16.000 millones de euros a cargo de la llamada Línea de Crédito Flexible del Fondo. Esta disminución del riesgo regional ha sido percibida por los mercados, como demuestra el hecho que la reducción del riesgo-país, medido por los diferenciales de los bonos soberanos, ha sido mayor en Europa emergente que en Asia o América Latina.

A pesar de que un escenario de colapso regional se ha tornado poco probable, no debe olvidarse que la zona sigue ame-

**Siguen presentes importantes riesgos, entre ellos, un déficit de financiación internacional amplio...**

### NEGRAS PERSPECTIVAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES EUROPEAS EN 2009

Variación real del producto interior bruto prevista para 2009



FUENTE: Elaboración propia.

nazada por numerosos riesgos. El más acuciante continúa siendo el que precisamente se está tratando de contener mediante la ayuda financiera internacional, el de los efectos negativos de la caída de la financiación exterior. Según ciertas estimaciones, las principales economías de Europa emergente van a tener unas necesidades de financiación exterior de aproximadamente unos 460.000 millones de dólares en 2009, de los cuales aproximadamente la mitad podría tener que cubrirse mediante la ayuda de organismos internacionales.

Dado que estos países tienen una parte importante de la deuda de empresas y familias denominada en divisas extranjeras –ciertamente con variaciones nacionales importantes, del 25% de Polonia o Eslovaquia al 90% de Letonia–, un segundo riesgo es el cambiario. Aunque la apreciación de las monedas nacionales registrada en las últimas semanas ha proporcionado un alivio, ésta dista mucho de haber revertido completamente la pérdida de valor de los últimos meses y, lo que es más preocupante, la presión depreciatoria podría reemprenderse en un futuro.

Ello explica que en diferentes momentos se haya propuesto una rápida adopción de la moneda única como vía de eliminación del riesgo de tipo de cambio. En este mismo mes de abril se ha conocido la

existencia de un informe del FMI avalando una adopción del euro rápida sin que ésta comportase la plena pertenencia a la eurozona (en especial, sin que se derivase la participación en el Consejo de Gobierno del BCE). La rotunda negativa del BCE a considerar la propuesta, argumentando riesgos para la estabilidad del euro, no implica que el debate no siga vigente. Por el momento, Polonia ha acelerado los trabajos técnicos preliminares para que el zloty se incorpore en 2009 en el Mecanismo de Tipos de Cambio, el sistema de bandas de fluctuación cambiaria limitada que precede a la adopción del euro.

Finalmente, un tercer riesgo es que un nuevo empeoramiento del entorno exterior comporte presiones sociales de difícil contención. Dos gobiernos comprometidos con las reformas económicas, el de Hungría y el de la República Checa, han caído fruto de la imposibilidad de hacer avanzar sus propuestas y del descontento ciudadano. Aunque en el caso magiar el nuevo gobierno, de perfil técnico, ha hecho bandera de un importante programa de ajuste fiscal, lo cierto es que si la recesión de la Unión Europea fuese más intensa o prolongada de lo esperado, la incertidumbre política puede acabar alimentando una mayor volatilidad financiera o afectando a la confianza de empresas y consumidores, un cóctel muy poco recomendable.

**...un riesgo cambiario latente, derivado en parte de la excesiva deuda en moneda extranjera...**

**...y el impacto político de la crisis, que aumenta la incertidumbre.**

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Continúa la tendencia de reducción de los tipos de interés en el mercado interbancario

Ante el deterioro de la situación económica, el BCE decidió recortar el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta dejarlo en el 1,25%. Fue una ligera sorpresa, no por la continuación de la tendencia de descensos iniciada en octubre de 2008, sino por la cuantía. El mercado esperaba una rebaja de 50 puntos básicos. Sin embargo, el presidente del BCE, en la conferencia de prensa, insinuó la posibilidad de un nuevo recorte en la próxima reunión del Comité Ejecutivo el 7 de mayo.

Jean-Claude Trichet afirmó que el BCE presentará una batería de medidas de política cuantitativa en la reunión de mayo. Sin entrar en detalles sobre las mismas, parece que una de las decisiones que podrían tomarse sería la de alargar el plazo de las subastas de liquidez que realiza el BCE para los bancos comerciales.

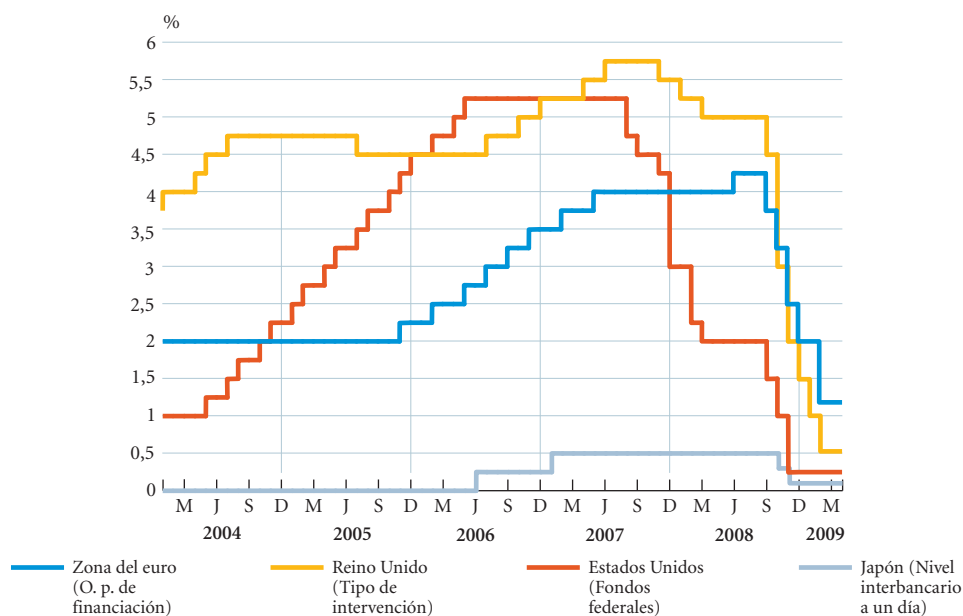
Durante el mes de abril, varios miembros del BCE han mostrado diferentes posturas con respecto a las próximas decisiones sobre política monetaria. Así, por ejemplo, Axel Weber, presidente del Bundesbank, descartaba recortar el tipo de referencia por debajo del 1% y la adquisición de deuda pública. Los gobernadores de

**El BCE recorta el tipo de interés 25 puntos básicos hasta el 1,25%.**

**Sin embargo, varios miembros del BCE discrepan sobre las siguientes medidas a tomar en política monetaria.**

### EL BCE RECORTA EL TIPO OFICIAL HASTA EL 1,25%

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTE: Bancos centrales.



los bancos centrales de Grecia y Chipre deseaban mantener abiertas ambas opciones. Mientras que el gobernador del banco central de Austria adoptaba una postura intermedia, rechazando recortes por debajo del 1% pero aceptando la compra de deuda pública. En definitiva, se ha puesto de manifiesto la existencia de una heterogeneidad de opiniones en el seno del banco emisor de la zona del euro. Diferentes opiniones que deberán convergir en una estrategia a partir de las próximas reuniones.

En el caso de la Reserva Federal, el 15 de abril publicó el Libro Beige. Este informe que el banco central publica ocho veces al año recoge un análisis cualitativo sobre la situación económica de los Estados Uni-

dos. En el mismo, se reconocía una reducción en el ritmo de contracción de la economía de los Estados Unidos. Mejoría que fue recogida en unas declaraciones públicas del gobernador de la Fed, Ben Bernanke, en las que quiso resaltar los primeros signos positivos que presenta la economía de los Estados Unidos en muchos meses. Al mismo tiempo consideró que hay una razonable posibilidad de que la actual recesión termine en 2009 y que el 2010 sea un año de recuperación.

Noticias no tan halagüeñas procedían del Banco de Japón, que tuvo que revisar a la baja las previsiones económicas debido a la contracción del consumo y a la fuerte caída de la inversión. El banco central nipón está considerando una ampliación de

**La Fed asume con cauto optimismo los primeros signos de estabilización, pero el Banco de Japón debe revisar a la baja su previsión de crecimiento.**

## 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>2008</b> |                  |             |        |                                       |                |                |  |                |                |
| Abril       | 4,00             | 4,86        | 4,96   | 2,00                                  | 2,85           | 0,92           | 5,00   | 5,84           | 2,86           |
| Mayo        | 4,00             | 4,86        | 5,10   | 2,00                                  | 2,68           | 0,92           | 5,00   | 5,87           | 2,78           |
| Junio       | 4,00             | 4,95        | 5,39   | 2,00                                  | 2,78           | 0,93           | 5,00   | 5,95           | 2,73           |
| Julio       | 4,25             | 4,97        | 5,37   | 2,00                                  | 2,79           | 0,90           | 5,00   | 5,78           | 2,78           |
| Agosto      | 4,25             | 4,96        | 5,34   | 2,00                                  | 2,81           | 0,88           | 5,00   | 5,75           | 2,70           |
| Septiembre  | 4,25             | 5,27        | 5,50   | 2,00                                  | 4,05           | 1,02           | 5,00   | 6,30           | 3,00           |
| Octubre     | 3,75             | 4,76        | 4,87   | 1,00                                  | 3,03           | 0,94           | 4,50   | 5,84           | 2,43           |
| Noviembre   | 3,25             | 3,85        | 3,95   | 1,00                                  | 2,22           | 0,93           | 3,00   | 3,91           | 1,23           |
| Diciembre   | 2,50             | 2,89        | 3,05   | 0,25                                  | 1,43           | 0,10           | 2,00   | 2,77           | 0,75           |
| <b>2009</b> |                  |             |        |                                       |                |                |  |                |                |
| Enero       | 2,00             | 2,09        | 2,27   | 0,25                                  | 1,18           | 0,10           | 1,50   | 2,17           | 0,70           |
| Febrero     | 2,00             | 1,83        | 2,03   | 0,25                                  | 1,26           | 0,10           | 1,00   | 2,05           | 0,75           |
| Marzo       | 1,50             | 1,52        | 1,81   | 0,25                                  | 1,19           | 0,10           | 0,50   | 1,65           | 0,63           |
| Abril (1)   | 1,25             | 1,41        | 1,76   | 0,25                                  | 1,11           | 0,10           | 0,50   | 1,52           | 0,75           |

NOTAS: (1) Día 17.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 3-07-08 (4,25%), 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%), 4-12-08 (2,50%), 5-03-09 (1,50%), 2-4-09 (1,25%).

(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 (0,25%).

(4) Últimas fechas de variación: 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 04-12-08 (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.

**Los tipos de interés de los mercados interbancarios en la eurozona alcanzan mínimos históricos.**

capital que le permita absorber las posibles pérdidas provocadas por los bonos de renta fija privada y el papel comercial que ha adquirido en su política para facilitar liquidez al sector privado.

Tras el recorte del BCE, los tipos de interés del mercado interbancario en la zona del euro han mantenido la tendencia bajista, marcando *récords* históricos. Así, por ejemplo, el tipo de interés euríbor a 3 meses cotizó un mínimo de 1,41% el 20 de abril. Lo mismo ha sucedido con el euríbor a 12 meses, que siendo uno de los índices de referencia para operaciones crediticias, cotizó un 1,76% el mismo día. Es interesante destacar que desde el lanzamiento del euro, el diferencial medio en puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) entre el tipo de interés euríbor a 12 meses y el tipo de referencia del BCE ha sido de 43 puntos básicos. Tras haber alcanzado niveles elevadísimos (174 puntos básicos) en los momentos álgidos de la crisis el pasado otoño, ahora se sitúa en

una aceptable cota de 51 puntos básicos. Es decir, se puede afirmar que la normalización de los mercados interbancarios en la eurozona, desde el punto de vista del precio, es ya un hecho.

En el caso de los Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Suiza los tipos del mercado interbancario se han mantenido alrededor de los niveles ya alcanzados en el mes anterior. Cabe esperar que durante algún tiempo los tipos se mantengan estables o a la baja dado el anclaje que proporcionan unos niveles de tipos de interés oficiales prácticamente en cero y los programas de expansión cuantitativa de los bancos centrales de estos países. Cierta reducción adicional de las primas de riesgo es posible en tanto en cuanto los temores sobre la solvencia de las entidades remitan. Serán determinantes a este respecto los resultados de las pruebas de *stress* que el regulador de los Estados Unidos está realizando sobre las 19 principales entidades.

**En Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Suiza los tipos interbancarios se han mantenido estables.**

**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>2008</b> |          |         |        |        |                |       |             |       |
| Abril       | 4,12     | 4,33    | 4,39   | 4,58   | 3,73           | 1,59  | 4,67        | 3,12  |
| Mayo        | 4,41     | 4,59    | 4,62   | 4,86   | 4,06           | 1,76  | 4,99        | 3,19  |
| Junio       | 4,62     | 4,81    | 4,90   | 5,17   | 3,97           | 1,60  | 5,13        | 3,29  |
| Julio       | 4,36     | 4,53    | 4,67   | 4,90   | 3,95           | 1,54  | 4,81        | 3,05  |
| Agosto      | 4,18     | 4,38    | 4,55   | 4,82   | 3,81           | 1,42  | 4,48        | 2,89  |
| Septiembre  | 4,02     | 4,35    | 4,60   | 4,90   | 3,82           | 1,47  | 4,45        | 2,61  |
| Octubre     | 3,90     | 4,30    | 4,61   | 5,15   | 3,95           | 1,48  | 4,52        | 2,84  |
| Noviembre   | 3,26     | 3,68    | 3,89   | 4,46   | 2,92           | 1,40  | 3,77        | 2,28  |
| Diciembre   | 2,95     | 3,41    | 3,81   | 4,38   | 2,21           | 1,17  | 3,02        | 2,10  |
| <b>2009</b> |          |         |        |        |                |       |             |       |
| Enero       | 3,30     | 3,81    | 4,39   | 4,71   | 2,84           | 1,30  | 3,70        | 2,18  |
| Febrero     | 3,11     | 3,66    | 4,28   | 4,68   | 3,01           | 1,28  | 3,62        | 2,24  |
| Marzo       | 3,00     | 3,55    | 4,05   | 4,39   | 2,66           | 1,35  | 3,17        | 2,10  |
| Abril (*)   | 3,21     | 3,68    | 4,07   | 4,34   | 2,87           | 1,48  | 3,31        | 2,13  |

NOTA: (\*) Día 20.

FUENTE: Bloomberg.

El precio de la deuda pública a largo plazo se ha reducido y consecuentemente han subido las rentabilidades ofrecidas por los bonos. El movimiento se debe a que se ha deshecho una parte del fenómeno denominado «huida hacia la calidad». Desde el inicio de la crisis, y ante el aumento de la aversión al riesgo, los inversores redujeron en sus carteras el peso de los activos de mayor riesgo en beneficio de activos como la deuda pública de máxima calidad crediticia. Ante la mejora de las expectativas de los inversores sobre la economía y el comportamiento positivo de otros mercados como el de la renta variable, durante el mes de abril se ha producido un ordenado proceso de venta en los mercados de deuda pública.

Teniendo en cuenta las previsiones de crecimiento e inflación, en los próximos meses es probable que la deuda a largo plazo en los Estados Unidos cotice en un rango entre el 2,5% y el 3%, niveles en los que ya se encuentra desde finales de enero. En cuanto a la eurozona, la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo podría estar centrada alrededor de 3,10%, algo por debajo de las cotas actuales.

### **Las divisas reflejan las diferentes perspectivas económicas**

Durante el mes de abril, mientras que en los Estados Unidos el flujo de noticias macroeconómicas y empresariales ha sorprendido con datos menos negativos de lo esperado, en la eurozona las noticias económicas confirmaron con creces la tendencia contractiva. El mercado de divisas reflejó esta diferente evolución con una suave depreciación del euro contra las divisas más importantes.

En la siguiente tabla puede observarse cómo en un mes el euro se ha depreciado

un 5,0% respecto al dólar, un 3,5% contra el yen japonés y un 5,2% contra la libra esterlina. En cambio, el dólar se ha fortalecido no sólo contra el euro sino además contra el franco suizo y el dólar canadiense. La excepción ha sido contra el peso mexicano que se ha fortalecido contra el dólar casi un 7%.

El motivo que ha provocado este mejor comportamiento del peso mexicano con respecto a la divisa norteamericana ha sido la actitud proactiva en defensa de su divisa de las autoridades mexicanas. Entre las medidas más importantes destaca el anuncio de la Comisión de Cambios de México de solicitar al FMI una línea de financiación contingente con vigencia de un año por un importe de 47.000 millones de dólares. Esta línea de crédito forma parte de los nuevos apoyos del organismo internacional denominado Línea de Crédito Flexible. Según el FMI, México es el primer país que manifestó interés en este instrumento, creado en el mes de marzo por parte del organismo internacional para apoyar preventivamente a países con economías sólidas frente a las repercusiones de la crisis mundial.

Adicionalmente, el banco central de México, al igual que otros bancos centrales, mantiene un acuerdo con la Fed por el que dispone de una línea de crédito de hasta 30.000 millones de dólares en caso de que necesitara fondos para apoyar a empresas locales afectadas por la crisis global. Todas estas medidas han tranquilizado a los inversores internacionales, que coincidentes con la opinión del director gerente del FMI, Strauss-Kahn, sobre la sólida evolución macroeconómica de México, consideran que estas medidas blindan al país latinoamericano frente a un evento futuro que pudiera restringir la liquidez de mercado.

**La mejora en el comportamiento de otros activos de más riesgo hace subir ligeramente las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo.**

**El euro se deprecia debido al flujo negativo de noticias económicas.**

**México adopta políticas prudentes para defender su divisa.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-04-2009

|                                | Tipo de cambio | % variación (*) |                  |       |
|--------------------------------|----------------|-----------------|------------------|-------|
|                                |                | Mensual         | s/diciembre 2008 | Anual |
| <b>Frente al dólar de EEUU</b> |                |                 |                  |       |
| Yen japonés                    | 98,3           | 1,4             | 7,8              | -5,0  |
| Libra esterlina                | 0,685          | -0,2            | 0,0              | 26,3  |
| Franco suizo                   | 1,167          | 3,6             | 8,4              | 13,6  |
| Dólar canadiense               | 1,235          | 1,1             | 1,3              | 18,6  |
| Peso mexicano                  | 13,372         | -6,7            | -2,3             | 21,2  |
| <b>Frente al euro</b>          |                |                 |                  |       |
| Dólar de EEUU                  | 1,298          | -5,0            | -7,6             | -22,6 |
| Yen japonés                    | 127,7          | -3,5            | 0,7              | -28,7 |
| Franco suizo                   | 1,515          | -1,2            | 1,5              | -5,9  |
| Libra esterlina                | 0,889          | -5,2            | -7,4             | 9,6   |
| Corona sueca                   | 11,126         | 2,3             | 1,6              | 15,7  |
| Corona danesa                  | 7,449          | 0,0             | 0,1              | -0,2  |
| Zloty polaco                   | 4,417          | -2,8            | 6,1              | 22,7  |
| Corona checa                   | 27,05          | 1,0             | 0,8              | 7,2   |
| Forint húngaro                 | 298,9          | -1,0            | 11,1             | 15,6  |

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

FUENTE: Bloomberg.

**Las bolsas inician el trimestre inmersas en la estela de recuperación.**

### Sigue la recuperación de la renta variable

Durante el mes de abril los índices de renta variable internacionales han mantenido la estela alcista iniciada a principios de marzo. A pesar de que los niveles actuales de los principales índices de Estados Unidos y Europa permanecen todavía en la zona baja de la última década, las revalorizaciones protagonizadas por el S&P 500 y el Eurostoxx 50 han superado el 30% en sólo unas pocas semanas, lo cual constituye el movimiento alcista más importante desde el inicio de la crisis financiera en 2007.

Además del impacto positivo procedente de las medidas adoptadas por bancos centrales y organismos internacionales, hubo varios factores determinantes en el mes. Primero, noticias corporativas algo mejor

de lo esperado por los mercados. Segundo, atisbos de recuperación de algunas magnitudes macroeconómicas en Estados Unidos. Y tercero, ciertas mejoras en indicadores clave para las bolsas como la liquidez y la volatilidad.

El motor del impulso bursátil fue el sector financiero, aunque en el mes se apreció una rotación sectorial hacia otros grupos, como las materias primas o la fabricación de autos, que en los meses previos prácticamente habían desaparecido de los programas de compra de los inversores.

Las noticias referentes al sector financiero fueron las que centraron la atención de los inversores, provocando los movimientos más pronunciados. Un hecho particularmente relevante fue la modificación de los criterios de valoración contable de los

**El sector financiero centró la atención de los inversores.**

activos tóxicos en manos de los bancos norteamericanos. Se ha ampliado y flexibilizado la posibilidad de valorar estos activos según determinen los modelos internos de las entidades financieras, en lugar de hacerlo a precios de mercado. La noticia se recibió positivamente dado que el impacto estimado sobre resultados podría alcanzar mejoras cercanas al 20%, y su aplicación es retroactiva al primer trimestre.

La publicación de noticias favorables de los principales bancos también fue uno de los ejes sobre los que se apoyaron las bolsas. Entidades como Bank of America y JP Morgan, anunciaron que la evolución de los depósitos de clientes había superado las expectativas en los primeros meses del año. Adicionalmente, los resultados del primer trimestre, de Goldman y JP Morgan, superaron las previsiones más

optimistas, e incluso se habló de la disposición de estas entidades para devolver al Estado el dinero que recibieron a través del TARP en noviembre.

El colofón a esta cauta corriente de optimismo en el sector financiero, lo puso el Secretario del Tesoro americano al concretar la creación y los detalles de funcionamiento de un programa privado-público (PPIP) destinado a la compra de los activos tóxicos actualmente en los balances de los bancos nacionales.

La percepción de una incipiente mejora en el escenario macroeconómico de Estados Unidos y algunos países emergentes como China, fue otro de los factores decisivos para el impulso bursátil. En Estados Unidos, los primeros signos del intento de recuperación se han observado precisamente en los índices de confianza em-

**Las noticias empresariales, y los datos económicos esbozaron un escenario más favorable.**

**El Secretario del Tesoro de Estados Unidos concretó los detalles de un programa dedicado a la compra de activos tóxicos.**

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

20-04-2009

|                              | Índice (*) | % variación mensual | % variación acumulada | % variación anual |
|------------------------------|------------|---------------------|-----------------------|-------------------|
| Nueva York                   |            |                     |                       |                   |
| <i>Dow Jones</i>             | 8.125,4    | 9,9                 | -7,4                  | -35,6             |
| <i>Standard &amp; Poor's</i> | 865,3      | 11,2                | -4,2                  | -36,6             |
| <i>Nasdaq</i>                | 1.670,4    | 14,2                | 5,9                   | -28,7             |
| Tokio                        | 8.907,6    | 12,1                | 0,5                   | -33,5             |
| Londres                      | 4.080,4    | 5,8                 | -8,0                  | -31,8             |
| Zona del euro                | 2.328,6    | 15,7                | -4,9                  | -37,5             |
| <i>Francfort</i>             | 4.652,2    | 16,7                | -3,3                  | -30,4             |
| <i>París</i>                 | 3.075,4    | 11,1                | -4,4                  | -36,7             |
| <i>Amsterdam</i>             | 241,3      | 14,4                | -1,9                  | -47,8             |
| <i>Milán</i>                 | 18.499,0   | 31,4                | -4,9                  | -44,2             |
| <i>Madrid</i>                | 8.911,6    | 16,6                | -3,1                  | -34,3             |
| Zurich                       | 5.198,3    | 8,0                 | -6,1                  | -27,5             |
| Hong Kong                    | 15.601,3   | 21,1                | 8,4                   | -35,7             |
| Buenos Aires                 | 1.254,7    | 19,3                | 16,2                  | -42,0             |
| São Paulo                    | 46.024,8   | 16,5                | 22,6                  | -28,7             |

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

FUENTE: Bloomberg.

**Diversos indicadores técnicos de la venta variable han mejorado...**

presarial. Esto ha sido de gran ayuda para los sectores cíclicos de la bolsa. De otra parte, las cifras del sector de la vivienda encadenaban nuevas subidas de ventas en febrero. Factores colaterales como la caída de los tipos de refinanciación hipotecaria, y la tendencia hacia la estabilización de los precios de las viviendas, ayudaron a definir un escenario con mayores opciones de recuperación. El sector bursátil de la construcción se benefició de ello. Por su parte, los sectores de materias primas se han visto impulsados por algunos indicadores que anticipan una mejora de la economía de China, gran demandante de estos productos.

Por último, diversos indicadores técnicos del mercado bursátil se han comportado en una dirección muy favorable para las cotizaciones. Destaca a este respecto la volatilidad, cuyo rápido descenso refleja una menor aversión al riesgo y puede poner en marcha un círculo virtuoso. En cuanto a la liquidez, las condiciones son propicias por cuanto los inversores retienen una gran parte de sus activos en de-

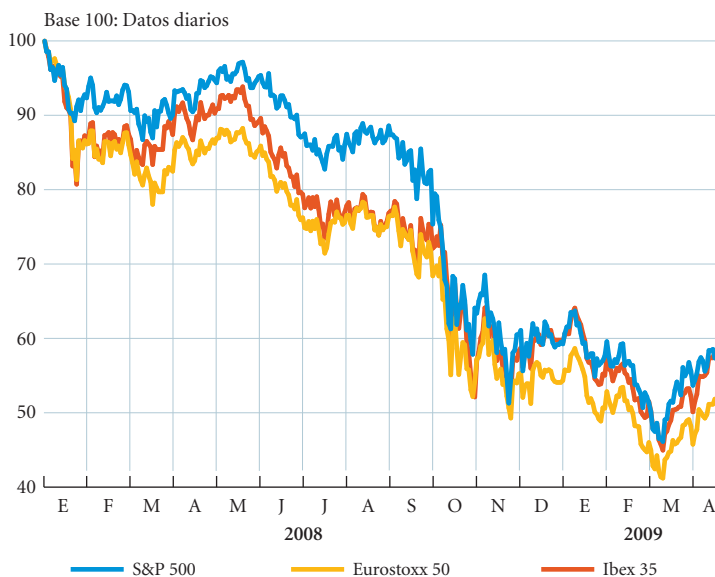
pósitos bancarios y fondos monetarios, lo cual deja amplio margen para futuras compras de renta variable. De hecho, las estadísticas de flujos de capitales más recientes apuntan a una estabilización de las salidas de patrimonio de los fondos de renta variable. Finalmente, como ya comentamos en el informe anterior, las posiciones bajistas (ventas en corto) alcanzaron en el primer trimestre un nivel extremo, máximo histórico, de manera que el posterior cierre de las mismas está dando soporte a la renta variable.

De cara a los próximos meses, es preciso reconocer que el mercado de acciones sigue teniendo una base frágil, que sólo mejorará si se confirma la recuperación económica y retorna de manera estable la predisposición de los inversores a asumir riesgos. En este sentido, además de examinar la eficacia de las medidas de política económica y el flujo de indicadores de coyuntura, será importante observar qué perspectivas dibujan las empresas en la campaña de presentación de resultados del primer trimestre que en breve comen-

**...aunque el mercado de acciones sigue teniendo una base frágil.**

**TENDENCIA DE RECUPERACIÓN DE LAS BOLSAS DESDE MARZO**

Cotizaciones bursátiles



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

zará. Los analistas han reducido intensamente sus estimaciones de beneficios para el trimestre y el conjunto del año, de manera que puede haber margen para sorpresas positivas.

### **Atisbos de mejora en el mercado de bonos corporativos**

Los mercados de bonos corporativos siguieron ofreciendo signos de una tímida pero constante mejoría a lo largo del mes de abril, a pesar de que las suspensiones de pagos en grandes compañías alcanzaron cuotas máximas desde la Gran Depresión.

Desde una perspectiva histórica, los tipos de interés de los bonos corporativos siguen en niveles muy altos debido a las elevadas primas de riesgo respecto a la deuda pública exigidas por los inversores. Sin embargo, la mejoría de las últimas semanas, que ha alcanzado incluso a las compañías con alta probabilidad de impago, podría ser el inicio de una normalización en tanto en cuanto se consoliden los factores determinantes de la misma.

La estabilización del sistema financiero constituye un elemento clave, tanto por el muy elevado peso de los bancos entre los emisores de bonos como por los efectos indirectos generales derivados de una adecuada financiación de la actividad económica. En este sentido, el riesgo de crédito en el sector financiero siguió presentando una evolución positiva, en comparación con el resto de sectores, gracias a tres factores fundamentales. Primero, los bancos continuaron con el proceso de progresivo desapalancamiento, controlando su volumen de activos y acotando los de mayor riesgo. Segundo, prosiguió el reforzamiento de la base de capital, recogiendo la contribución favorable de las aportaciones de los gobiernos. Y tercero, la aplicación de los planes de compra de

activos tóxicos y de garantías sobre la deuda bancaria por parte de los bancos centrales y los gobiernos.

La mejora del crédito también se produjo en el sector corporativo no financiero. En el primer trimestre del año, las empresas con elevado *rating* fueron capaces de colocar en el mercado un volumen muy elevado de emisiones, que tuvieron una buena acogida entre los inversores debido a su atractiva rentabilidad. Dentro del segmento corporativo, las empresas de elevada solvencia fueron las que presentaron una evolución más positiva en los riesgos de crédito, debido a dos factores: primero, los inversores institucionales prefieren por ahora a los emisores de contrastada solvencia en el lento retorno del apetito por el riesgo, y segundo, los bancos centrales están comprando o descontando papel corporativo de alta calidad en sus operaciones de política monetaria.

Otro segmento donde se produjo también una mejoría notable fue en el crédito hipotecario. La intervención de los gobiernos y de los bancos centrales ha sido crucial en este proceso, bajo la consideración de que un elemento clave para consolidar la salida de la crisis pasa por estabilizar el mercado hipotecario. En este terreno se han conseguido objetivos importantes. En Estados Unidos, los tipos de interés hipotecarios de referencia han descendido hasta mínimos históricos cerca del 4,5% y el volumen de refinanciación se ha disparado. El abaratamiento del crédito, medidas legales y las ayudas gubernamentales parecen estar estabilizando el sector.

La previsión en los mercados de crédito es que continúe la reducción progresiva de los riesgos. En este sentido, se ha detectado una actitud algo más positiva por parte de los inversores, que poseen grandes sumas de liquidez susceptible de canalizarse hacia los mercados de bonos.

**La caída de la prima de riesgo se muestra como clave para la recuperación de los mercados de crédito.**

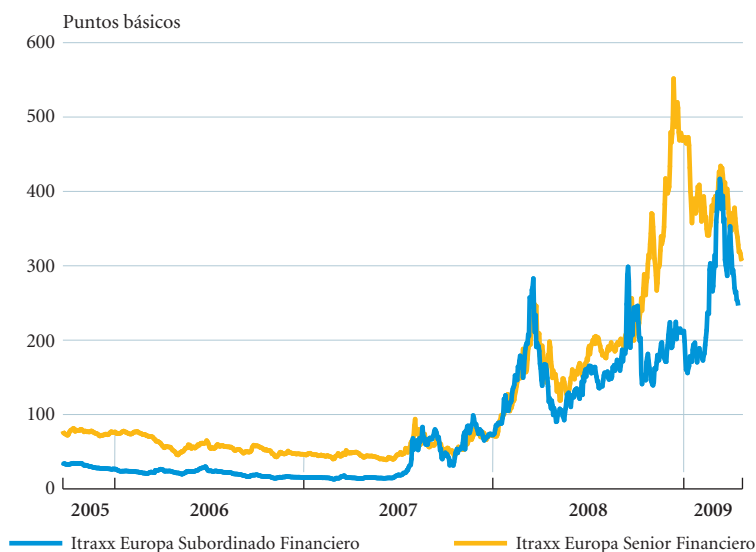
**Los tipos de interés de los bonos corporativos siguen en niveles muy altos.**

**La estabilización del sistema financiero es clave para normalizar los mercados de renta fija privada.**

**La previsión en los mercados de crédito es de reducción de los diferenciales.**

## AJUSTE DE LAS PRIMAS DE RIESGO

Itraxx Europa Subordinado y Senior Financiero



NOTA: Último dato, 20 de abril de 2009.

FUENTE: Bloomberg.

**A corto plazo, la decisión del BCE sobre su política de redescuento será importante para los mercados de crédito.**

Los elevados rendimientos que ofrece el segmento de alta calidad suponen una buena oportunidad de inversión en la medida que se vislumbra la superación de la crisis económica. Por ello, para los próximos meses será determinante la evolución de las variables macroeconómicas así como la publicación de los be-

neficios empresariales del primer trimestre. Una cita importante a corto plazo es la resolución del BCE sobre su política de redescuento. El mercado ha empezado a anticipar una extensión de plazos y la ampliación de la lista de activos aceptables como garantía para incluir más bonos corporativos.

## Desequilibrios globales, tipos de interés y crisis financiera

El sistema financiero juega un papel muy importante en la dinámica de globalización económica que está teniendo lugar en los últimos años. De una parte, la internacionalización de los mercados financieros facilita los intercambios económicos de todo tipo entre países y regiones antes desconectadas. Por otro lado, los denominados desequilibrios globales (véase el recuadro «Ajustes globales: el papel de la flexibilidad cambiaria» para una explicación del concepto) pueden haber distorsionado el funcionamiento de los mercados de capitales. En efecto, según una interpretación frecuentemente utilizada, los flujos internacionales de capital que acompañan a estos desequilibrios (compras masivas de activos norteamericanos) han constituido una de las causas subyacentes de la crisis financiera que ahora padecemos, por cuanto contribuyeron a reducir el nivel de los tipos de interés reales a largo plazo y elevar el precio de los activos bursátiles e inmobiliarios, a la vez que se debilitaban los balances de muchos intermediarios financieros (en términos de liquidez y apalancamiento).



El debate en torno a esta cuestión es de gran trascendencia, puesto que de él se derivan implicaciones para el diseño de las políticas económicas que deben permitir superar la crisis actual y evitar su repetición en el futuro. En este sentido, la discusión sobre los efectos financieros de los desequilibrios globales interacciona estrechamente con otros dos ámbitos bajo la responsabilidad de las autoridades: la política monetaria y la política de regulación y supervisión financiera.

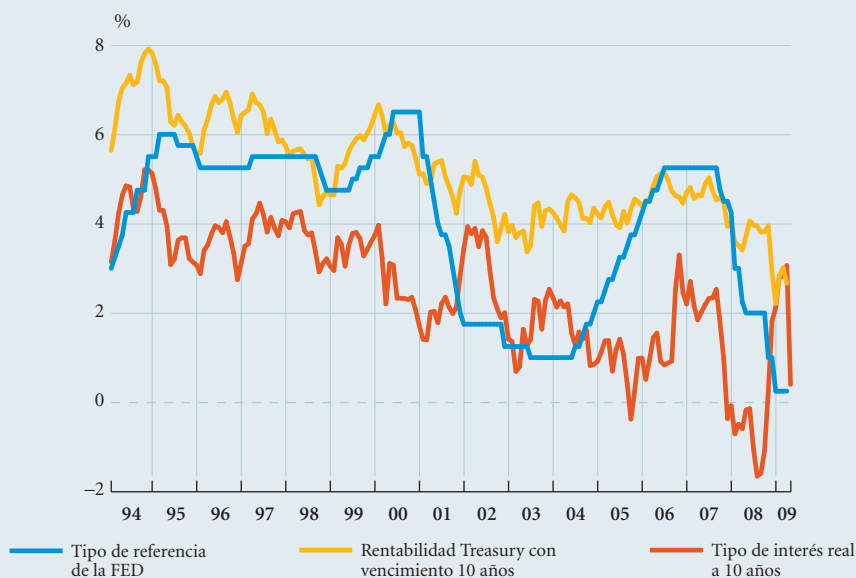
Una de las aportaciones más relevantes la realizó en 2005 el actual presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, proponiendo la denominada «hipótesis de la superabundancia de ahorro (*savings glut*)», según la cual el origen y la persistencia de los desequilibrios globales se deben a un aumento del ahorro en los países emergentes, especialmente en China, y a los exportadores de materias primas. Dicho ahorro se canalizó hacia los mercados de deuda de Estados Unidos, reduciendo los tipos de interés y elevando los precios de los activos. Esto, a su vez, propició el aumento del gasto de consumo y el déficit por cuenta corriente norteamericanos. En definitiva, el bajo nivel de ahorro en Estados Unidos se debería, por lo tanto, a una reacción pasiva ante esa abundancia de ahorro externo.

Al hilo de este argumento, se han elaborado en los últimos años distintas visiones o teorías para fundamentar la hipótesis del *savings glut* y su relación con los mercados financieros.

Un primer enfoque<sup>(1)</sup> considera que el sistema financiero internacional que se configura alrededor de los flujos globales de capitales es intrínsecamente estable, una especie de Bretton Woods II. Según esta visión, Asia adopta una estrategia mercantilista de desarrollo basada en el ahorro y las exportaciones, impulsadas artificialmen-

### LA DEUDA PÚBLICA FUE INSENSIBLE A LAS SUBIDAS DEL TIPO DE INTERÉS OFICIAL EN 2004-2006

Tipos de interés nominal y real de la deuda pública a 10 años y el tipo de referencia en Estados Unidos



FUENTE: Bloomberg.

(1) Dooley, Michael; D. Folkerts-Landau; P. Garber (2004): «The Revised Bretton Woods System». *International Journal of Finance and Economics*, vol. 9, págs. 307-313.

Dooley, Michael; P. Garber (2009): «Global imbalances and the crisis: A solution in search of a problem», en [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

te por unos tipos de cambio depreciados. Para mantener sus monedas depreciadas estos países adquieren grandes cantidades de deuda pública y otros activos de Estados Unidos. Este país está dispuesto a tolerar el sistema porque le permite financiar cómodamente, y a bajos tipos de interés, elevados volúmenes de gasto. En definitiva, el sistema puede seguir funcionando por mucho tiempo sin generar inestabilidades. Según los defensores de este enfoque, la actual crisis no se puede achacar a los desequilibrios globales, y tampoco a una política monetaria laxa, sino que se debe a otro tipo de motivos: las deficiencias en la regulación y supervisión financiera.

Otro enfoque<sup>(2)</sup> considera que la causa de los cuantiosos flujos de capital hacia Estados Unidos está en el subdesarrollo de los sistemas financieros en los países emergentes. Es decir, el factor que subyace en los desajustes globales es la elevada demanda estructural procedente de Asia de deuda del Tesoro y de las agencias hipotecarias (Fannie Mae y Freddie Mac) de Estados Unidos, dado que aquella región no está en condiciones de ofrecer activos financieros seguros y líquidos. Mientras que Estados Unidos vende su deuda pública a Asia, los bancos norteamericanos aumentan su apalancamiento con los activos de mayor riesgo. Según este enfoque, desajustes globales y bajos tipos de interés van unidos, pero a diferencia del anterior, en este caso se crea un sistema financiero frágil, propenso a incurrir en burbujas en diferentes mercados de activos.

Estas dos teorías racionalizan la hipótesis del *savings glut* de Bernanke de manera que los desajustes de las cuentas corrientes y los consiguientes flujos de capital no son, de hecho, desequilibrios insostenibles sino fenómenos perdurables en el tiempo. Una visión distinta,<sup>(3)</sup> que podríamos calificar como la tradicional o estándar, sí contempla la situación como un desequilibrio abocado a la corrección, que ya ha influido en la crisis actual y que puede seguir siendo fuente de inestabilidad. Esta visión considera que la hipótesis de Bernanke es una explicación parcial y asimétrica de los acontecimientos y la complementa con otros elementos macroeconómicos y financieros.

Se reconoce que efectivamente los países emergentes aumentaron su ahorro neto en los últimos años, básicamente como reacción defensiva de prudencia tras las dolorosas crisis de balanza de pagos de 1997-1998 y, en el caso del ahorro familiar, por la ausencia de una red pública de cobertura social para desempleo y pensiones. Pero también fue crucial que Estados Unidos adoptase políticas monetarias y fiscales demasiado laxas, que promovieron un exceso de demanda interna en las rúbricas de consumo e inversión residencial. Según este enfoque no existe una relación causal clara entre uno y otro comportamiento, pero sí resulta convincente la idea de que la combinación de superabundancia de ahorro en los países emergentes más una política monetaria laxa en Estados Unidos fueron la causa de los bajos tipos de interés reales de los últimos años. A su vez, ese reducido nivel de los tipos de interés fomentó la asunción de inversiones más arriesgadas, la reducción de las primas de riesgo y el aumento del precio de los activos, en particular los inmobiliarios en Estados Unidos. En este sentido, se puede decir que los desequilibrios globales están en la raíz de la crisis actual, interactuando con la laxitud de la política monetaria y las insuficiencias del régimen de regulación y supervisión financiera.

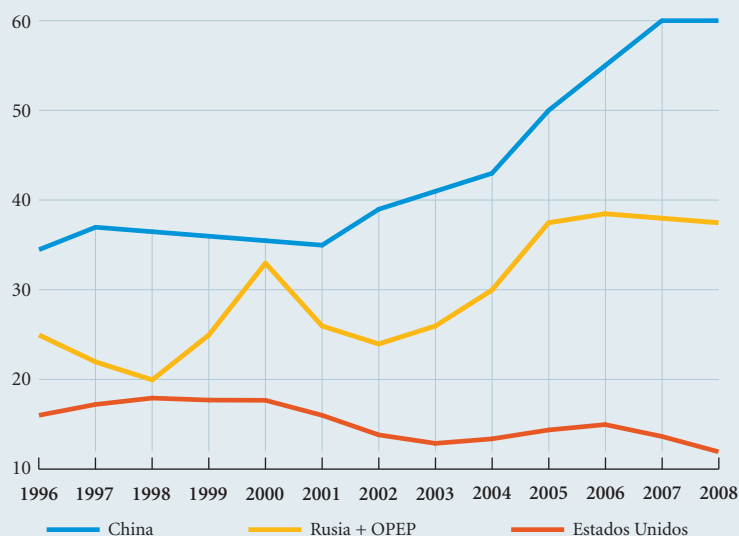
Otros dos canales de relación entre los desequilibrios globales y los mercados financieros refuerzan también esta afirmación. Primero, los efectos monetarios de la acumulación de reservas en los países con superávit, que ayudaron a aumentar la liquidez global y con ella los agregados crediticios. Segundo, la persistencia y constancia en los flujos internacionales de capital hacia Estados Unidos, que redundó en un importante descenso de la volatilidad en los mercados financieros.

(2) Caballero, Ricardo; E. Farhi; P-O. Gourinchas (2008): «An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest rates». *American Economic Review*, vol. 98, págs. 358-393.

(3) Portes, Richard (2009): «Global Imbalances». London Business School and CEPR, en [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

## FUERTE AUMENTO DEL AHORRO EN CHINA Y LOS EXPORTADORES DE PETRÓLEO

Ahorro como porcentaje del PIB



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

Ahora se abren nuevos desafíos para los gestores de la política económica internacional. Debido a la gravedad de la situación, el déficit público en Estados Unidos se ha disparado y en varios países se han puesto en marcha políticas monetarias de expansión cuantitativa que han potenciado la reducción de los tipos de interés hasta niveles mínimos históricos. Una vez se inicie la recuperación se deberá reabsorber con delicadeza el exceso de liquidez, a fin de neutralizar un incremento no deseado de la inflación o la aparición de nuevas burbujas, y al mismo tiempo evitar un descarrilamiento del proceso de recuperación de la economía mundial.

A medio plazo el objetivo de la política económica es claro. Debe limitar los desequilibrios globales y la fragilidad financiera. Pero es necesario que para conseguirlo no caiga en la tentación de suprimir las fuerzas de la integración, desarrollo e innovación financiera que están en la base del incremento de la riqueza global. Tal como todos los organismos financieros internacionales han advertido, sería un grave peligro poner en marcha políticas proteccionistas –en el ámbito comercial y financiero– que finalmente empobrecerían a todo el mundo.

*Este recuadro ha sido elaborado por Alejandro Gisbert  
Departamento de Mercados Financieros, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

# COYUNTURA ESPAÑOLA

## Actividad económica

**El Banco de España revisa sus proyecciones de crecimiento para la economía española a la baja.**

### Intensificación de la recesión en el primer trimestre

En un marco de crisis financiera internacional y de desaceleración global, los indicadores económicos disponibles de los primeros meses del año apuntan a una intensificación de la recesión en la que entró la economía española a partir del tercer trimestre de 2008. Este panorama ha motivado una notable revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de la economía española por parte del Banco de España, situándolo en una caída del 3% en 2009. Aunque prevé que los planes de apoyo público contribuyan a estabilizar la situación, pronostica una bajada del producto interior bruto (PIB) del 1% para el conjunto de 2010.

La coyuntura recesiva motivó que las cuentas de las empresas dieran un brusco giro en 2008. El avance de la central de balances del Banco de España referido al conjunto del pasado ejercicio posibilita una valoración. La aminoración de la actividad se reflejó en una desaceleración del valor de la producción, hasta anotar una variación anual del 3,4%. Dado que los consumos intermedios subieron en mayor medida, el valor añadido bruto bajó el 1,8% con relación a 2007.

Los gastos de personal moderaron su crecimiento tanto por la desaceleración de la remuneración media como por la aminoración de la creación de empleo. No obstante, el excedente de explotación pasó de un crecimiento del 5,6% en 2007 a una caída del 5,9% en 2008.

### CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

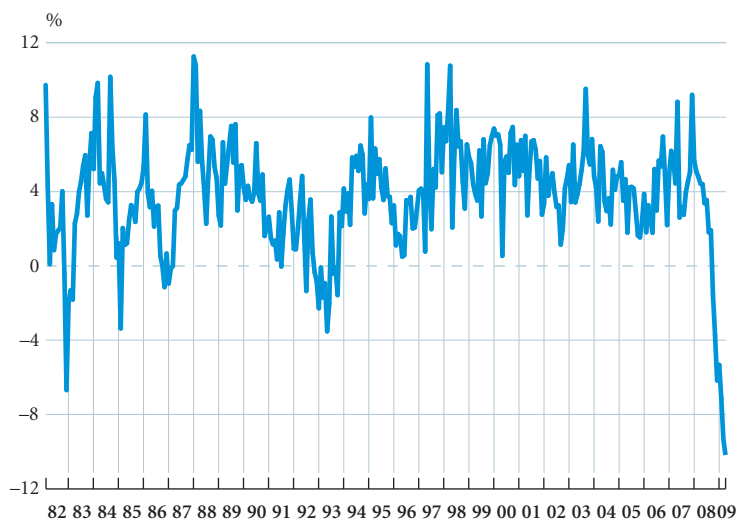
Tasas de variación anual

|   | 2006        | 2007        | 2008         |
|---|-------------|-------------|--------------|
| Valor de la producción                          | 10,3        | 5,8         | 3,4          |
| Consumos intermedios                            | 12,2        | 6,1         | 5,9          |
| <b>Valor añadido bruto (VAB)</b>                | <b>6,8</b>  | <b>5,2</b>  | <b>-1,8</b>  |
| Gastos de personal                              | 5,3         | 4,7         | 3,9          |
| <b>Resultado económico bruto de explotación</b> | <b>7,9</b>  | <b>5,6</b>  | <b>-5,9</b>  |
| Ingresos financieros                            | 13,4        | 34,6        | 2,3          |
| Gastos financieros                              | 39,6        | 37,5        | 18,9         |
| Amortizaciones y provisiones                    | 2,0         | 0,1         | 0,2          |
| <b>Resultado ordinario neto</b>                 | <b>4,9</b>  | <b>9,5</b>  | <b>-15,4</b> |
| Ingresos y gastos extraordinarios               | -           | 79,5        | -61,9        |
| Provisiones e impuestos                         | 91,7        | 60,0        | -43,8        |
| <b>Resultado neto</b>                           | <b>10,2</b> | <b>12,0</b> | <b>-24,0</b> |

FUENTE: Banco de España (Central de Balances Trimestral).

## EL CONSUMO DE ELECTRICIDAD ANOTA LA MAYOR CAÍDA DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Variación interanual del consumo de electricidad



NOTA: Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.  
FUENTE: Red Eléctrica Española.

Los pagos financieros crecieron mucho más que los ingresos financieros, afectados por una menor entrada de dividendos provenientes de filiales extranjeras. De este modo, el resultado ordinario neto acentuó su descenso hasta el 15,4%. Tampoco pudieron ayudar los ingresos y gastos extraordinarios ni las provisiones, con lo que el resultado neto cayó el 24,0% respecto al año anterior después de haber aumentado a una tasa del 12,0% en 2007. A pesar de la desfavorable evolución de los resultados empresariales, la rentabilidad ordinaria del activo neto se colocó en un notable 7,9% y el rendimiento ordinario de los recursos propios se situó en el 10,7%, 2,2 puntos menos que en 2007.

Volviendo a los indicadores, desde la perspectiva de la oferta se constata que la industria continúa ajustándose a la contracción de la demanda, tanto la interna como la exterior. Así, el índice de producción industrial corregido de efectos de calendario cayó el 22,0% en febrero con

relación al mismo mes del año anterior. Los descensos de la producción fueron generalizados. Las ramas más afectadas por el desplome de la producción fueron la fabricación de vehículos de motor y remolques, las industrias extractivas no carboníferas y la fabricación de productos minerales no metálicos, que experimentaron bajadas interanuales superiores al 40%. El menor decremento anual correspondió a la industria de la alimentación, del 1,7%, pues atiende a necesidades básicas que no se pueden posponer. El hundimiento del consumo de electricidad, de un 10,2% interanual en marzo, la mayor bajada de las últimas décadas, confirma el fuerte retroceso de la actividad industrial.

La situación de debilidad probablemente se prolongará a corto plazo, a juzgar por una disminución de las entradas de pedidos en la industria, de un 31,9% en febrero. La caída del indicador de confianza de la industria en marzo hasta la cota mínima desde 1993 corrobora esta impresión.

**El resultado neto de las empresas en 2008 cae el 24%, pero la rentabilidad de los recursos propios se sitúa en el 11%.**

**La producción industrial se ajusta a la contracción de la demanda y se desploma el 22% en febrero con relación al mismo mes del año anterior.**

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

|   | 2007  | 2008  | 2008  |       |       |       | 2009  |         |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
|   |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| <b>Industria</b>                              |       |       |       |       |       |       |       |         |       |
| Consumo de electricidad (1)                   | 5,2   | 1,0   | 4,8   | 3,8   | 0,7   | -5,1  | -7,1  | -9,3    | -10,2 |
| Índice de producción industrial (2)           | 2,0   | -7,3  | -0,8  | -5,4  | -6,3  | -16,6 | -20,9 | -22,0   | ...   |
| Indicador de confianza en la industria (3)    | -0,3  | -18,0 | -7,0  | -13,7 | -18,7 | -32,7 | -33,0 | -37,0   | -40,0 |
| Utilización capacidad productiva (4)          | 81,3  | 79,5  | 81,3  | 80,3  | 79,3  | 76,9  | -     | 72,8    | -     |
| Importación bienes interm. no energ. (5)      | 8,0   | -0,7  | 11,4  | 6,9   | -2,1  | -18,2 | -35,3 | -32,3   | ...   |
| <b>Construcción</b>                           |       |       |       |       |       |       |       |         |       |
| Consumo de cemento                            | 0,2   | -23,6 | -13,3 | -19,6 | -25,2 | -37,5 | -51,1 | -46,0   | -36,5 |
| Indicador de confianza en la construcción (3) | 9,3   | -22,6 | -14,7 | -17,3 | -23,7 | -34,7 | -38,0 | -35,0   | -37,0 |
| Viviendas (visados obra nueva)                | -24,7 | -59,4 | -59,8 | -56,0 | -62,4 | -60,2 | -66,6 | ...     | ...   |
| Licitación oficial                            | -15,0 | 3,3   | 27,7  | -29,9 | 6,4   | 13,5  | -20,6 | ...     | ...   |
| <b>Servicios</b>                              |       |       |       |       |       |       |       |         |       |
| Ventas comercio minorista (6)                 | 2,3   | -6,3  | -4,0  | -6,3  | -7,1  | -7,7  | -4,2  | -7,6    | ...   |
| Turistas extranjeros                          | 1,1   | -2,4  | 5,2   | 1,4   | -5,1  | -9,0  | -9,8  | -15,9   | -20,8 |
| Ingresos turismo                              | 3,3   | -0,4  | 5,4   | 1,3   | 0,2   | -8,0  | -13,3 | ...     | ...   |
| Mercancías ferrocarril (t-km)                 | -3,7  | -7,7  | -2,5  | -3,5  | -1,7  | -23,0 | -39,7 | -36,1   | ...   |
| Tráfico aéreo pasajeros                       | 9,0   | -3,1  | 7,9   | -0,7  | -4,9  | -12,7 | -17,1 | -18,4   | -19,0 |
| Consumo de gasóleo automoción                 | 4,9   | -3,8  | -0,9  | -2,8  | -3,7  | -9,6  | ...   | ...     | ...   |

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.

### Los servicios no se libran de la crisis.

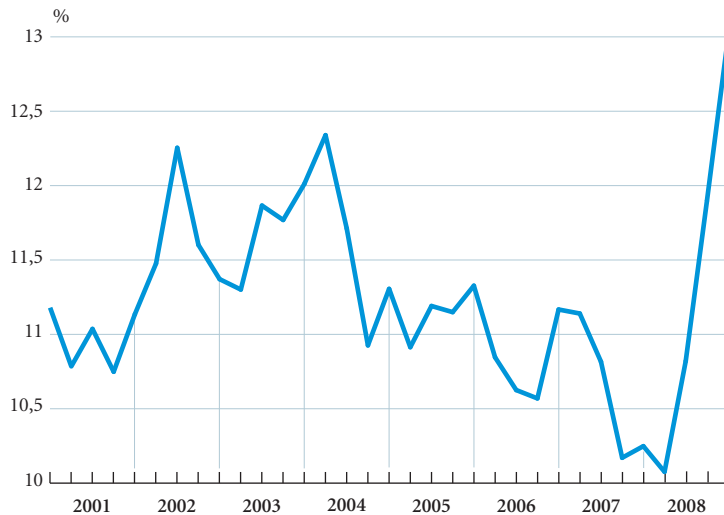
También la construcción está inmersa en un fuerte proceso de ajuste por la crisis inmobiliaria. En febrero se realizaron 34.669 compraventas de viviendas, el 37,5% menos que en el mismo mes de 2008, y los precios se redujeron el 6,8% en el primer trimestre respecto a doce meses antes, de acuerdo con los datos del Ministerio de Vivienda. Así, el consumo de cemento bajó el 44,7% en el primer trimestre con relación al mismo periodo del año anterior. Esta situación tiene visos de continuar un cierto tiempo a tenor de una reducción del 66,6% de los visados de obra nueva de viviendas en

enero y de un descenso interanual de la licitación oficial de obra pública del 20,6% en el mismo mes.

La crisis también afecta a los servicios, que reciben el impacto del hundimiento de la actividad en la construcción y en la industria a través de múltiples vías, como la caída del empleo y la demanda inducida. Así, la cifra de negocios del sector terciario bajó el 18,7% en febrero con relación al mismo mes de 2008. Todos los subsectores resultaron afectados, especialmente el comercio y el transporte. Por su parte, el turismo anotó un descenso del

## RECUPERACIÓN DEL AHORRO DE LAS FAMILIAS

Ahorro bruto sobre la renta disponible de las familias e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (\*)



NOTA: (\*) Media de los últimos cuatro trimestres móviles.  
FUENTES: INE y elaboración propia.

12,3%. Entre las ramas, sólo las actividades de seguridad e investigación lograron un crecimiento positivo.

Desde la óptica de la demanda, el consumo sigue estando deprimido. La producción de bienes de consumo presentó un descenso interanual superior al 10% en volumen. Las ventas minoristas también se mostraron flojas en febrero, con una disminución anual del 7,6%. Por su parte, las matriculaciones de automóviles bajaron el 43,1% interanual en el primer trimestre, aunque un poco menos que en el previo. Por otro lado, las unidades vendidas de electrodomésticos de línea blanca cayeron el 27,2% en el primer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, según la asociación de fabricantes Anfel. Asimismo, las ventas interiores de servicios en las grandes empresas disminuyeron el 12,3% interanual en febrero. No obstante, en marzo el indicador de confianza de los consumidores registró una mejora, posiblemente motiva-

da por la caída de los tipos de interés y por los planes de estímulo económico.

El reverso de la caída del consumo es el aumento del ahorro de las familias en los últimos trimestres. Ante el aumento de la incertidumbre económica, la escalada del paro y unas condiciones financieras menos laxas, los hogares están restringiendo sus gastos e incrementando su ahorro. Así, en el conjunto de 2008 la tasa de ahorro de los hogares se elevó en 2,8 puntos y se colocó en el 13,0% de su renta disponible.

La inversión, respondiendo a la caída de la demanda, al descenso de los beneficios empresariales y al endurecimiento de la financiación, también está retrocediendo. Así, en los primeros meses del ejercicio tanto la producción como las importaciones de bienes de equipo anotaron descensos interanuales superiores al 30% en volumen. Asimismo, las ventas de vehículos de carga bajaron el 52,4% en el primer trimestre respecto al mismo periodo de

**El consumo sigue deprimido, pero el indicador de confianza de los consumidores registra una mejora en marzo.**

**La inversión retrocede fuertemente.**

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

|  | 2007  | 2008  | 2008  |       |       |       | 2009  |         |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
|  |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero | Marzo |
| <b>Consumo</b>                                   |       |       |       |       |       |       |       |         |       |
| Producción de bienes de consumo (*)              | 1,7   | -4,7  | 0,3   | -4,4  | -4,5  | -10,3 | -12,9 | -11,0   | ...   |
| Importación de bienes de consumo (**)            | 5,1   | -7,7  | -1,2  | -6,9  | -4,1  | -17,2 | -16,4 | -3,5    | ...   |
| Matriculaciones de automóviles                   | -1,2  | -28,1 | -15,3 | -19,6 | -32,5 | -46,6 | -41,6 | -48,8   | -38,7 |
| Crédito al consumo de bienes duraderos           | 10,0  | 3,6   | 8,8   | 7,1   | 3,4   | -4,2  | -     | ...     | -     |
| Indicador de confianza de los consumidores (***) | -13,3 | -33,6 | -20,0 | -31,3 | -38,3 | -44,7 | -44,0 | -48,0   | -43,0 |
| <b>Inversión</b>                                 |       |       |       |       |       |       |       |         |       |
| Producción de bienes de equipo (*)               | 4,6   | -8,8  | -0,3  | -6,1  | -8,0  | -20,8 | -30,6 | -30,2   | ...   |
| Importación de bienes de equipo (**)             | 9,8   | -19,6 | -16,0 | -16,4 | -15,9 | -28,8 | -32,3 | -35,4   | ...   |
| Matriculación de vehículos industriales          | 0,3   | -43,6 | -29,5 | -34,1 | -50,1 | -61,3 | -53,5 | -58,8   | -44,7 |
| <b>Comercio exterior (**)</b>                    |       |       |       |       |       |       |       |         |       |
| Importaciones no energéticas                     | 7,3   | -4,9  | 4,3   | 0,2   | -4,1  | -19,0 | -29,5 | -24,0   | ...   |
| Exportaciones                                    | 4,2   | 1,9   | 2,2   | 6,6   | 7,8   | -8,4  | -23,6 | -20,7   | ...   |

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.

### El nuevo equipo económico del Gobierno se enfrenta a una coyuntura complicada.

2008, aunque menos que en el trimestre anterior. Por su parte, las ventas de equipo y *software* en las grandes empresas disminuyeron el 25,8% en febrero en relación con el mismo mes del año anterior.

Por lo referente al sector exterior, los primeros datos conocidos de enero y febrero parecen indicar que continúa una aportación positiva al crecimiento del PIB. En efecto, a pesar de que tanto las exportaciones como las importaciones se ralentizaron, éstas lo hicieron en mayor medida.

En este entorno, el Gobierno aprobó a finales de marzo un nuevo paquete de medidas para hacer frente a la situación económica. Así, flexibilizó la ley concursal, reactivó los seguros de crédito, rebajó el tipo de interés legal hasta el 4% y puso en marcha la transposición de la Directiva de Servicios comunitaria. Asimismo, se avanzó la aprobación de una nueva línea

del Instituto de Crédito Oficial para avalar a las empresas y autónomos con deudas pendientes de pago por parte de las entidades locales por un importe de hasta 3.000 millones de euros. Por otra parte, en abril tuvo lugar una remodelación ministerial que comportó que el ministro de Economía y Hacienda, Pedro Solbes, fuera sustituido por Elena Salgado.

### Siete comunidades autónomas registran un PIB per cápita superior a la media comunitaria

La coyuntura de fuerte desaceleración económica registrada en 2008 se tradujo en una mayor dispersión de las tasas de crecimiento en las distintas comunidades autónomas. La comunidad que experimentó el mayor aumento de su producto interior bruto (PIB) fue el País Vasco, con un aumento anual del 2,1%. En el otro



## PRODUCTO INTERIOR BRUTO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Año 2008

|                      | Producto interior bruto (*)  |               | % variación real |            | PIB por habitante |
|----------------------|------------------------------|---------------|------------------|------------|-------------------|
|                      | Millones de euros corrientes | % sobre total | 2008             | 2000-2008  | Euros corrientes  |
| Andalucía            | 149.910                      | 13,7          | 0,8              | 3,3        | 18.507            |
| Aragón               | 34.372                       | 3,1           | 1,1              | 3,2        | 26.323            |
| Asturias             | 23.877                       | 2,2           | 1,2              | 2,8        | 22.559            |
| Baleares             | 27.473                       | 2,5           | 1,8              | 2,4        | 25.967            |
| Canarias             | 43.480                       | 4,0           | 1,3              | 3,1        | 21.105            |
| Cantabria            | 14.052                       | 1,3           | 1,3              | 3,2        | 24.508            |
| Castilla-La Mancha   | 36.949                       | 3,4           | 0,7              | 3,2        | 18.471            |
| Castilla y León      | 58.515                       | 5,3           | 0,9              | 2,9        | 23.361            |
| Cataluña             | 204.128                      | 18,6          | 0,7              | 2,9        | 28.095            |
| Comunidad Valenciana | 106.209                      | 9,7           | 0,5              | 3,0        | 21.468            |
| Extremadura          | 18.158                       | 1,7           | 1,8              | 3,4        | 16.828            |
| Galicia              | 56.419                       | 5,2           | 1,8              | 3,1        | 20.619            |
| Madrid               | 194.180                      | 17,7          | 1,6              | 3,4        | 31.110            |
| Murcia               | 28.160                       | 2,6           | 1,5              | 3,6        | 19.692            |
| Navarra              | 18.674                       | 1,7           | 1,9              | 3,1        | 30.614            |
| País Vasco           | 68.669                       | 6,3           | 2,1              | 3,0        | 32.133            |
| La Rioja             | 8.120                        | 0,7           | 1,5              | 3,0        | 25.895            |
| Ceuta                | 1.614                        | 0,1           | 1,8              | 3,0        | 22.320            |
| Melilla              | 1.489                        | 0,1           | 1,2              | 3,2        | 21.493            |
| <b>Total</b>         | <b>1.095.163</b>             | <b>100,0</b>  | <b>1,2</b>       | <b>3,1</b> | <b>24.020</b>     |

NOTA: (\*) El total no coincide con la suma de CCAA por incluir PIB no regionalizable.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

polo de la clasificación, la Comunidad Valenciana sólo creció el 0,5%, afectada por el peso de la construcción en su economía.

Si consideramos la expansión económica media en los años transcurridos de la década, la clasificación varía. Murcia la encabeza con un aumento medio anual del

3,6%, mientras que la cierra Baleares, con el 2,4%.

En 2008, siete comunidades autónomas registraron un PIB por habitante superior al de la media de la Unión Europea, de 27 países, cifrado en 25.100 euros. Éstas fueron: País Vasco, Madrid, Navarra, Cataluña, Aragón, Baleares y La Rioja.

**La crisis comporta una mayor dispersión de las tasas de crecimiento en las distintas comunidades autónomas.**

## Mercado de trabajo

**El número de afiliados a la Seguridad Social cae el 6,5% en marzo de 2009 respecto a doce meses antes.**

### La intensidad del ajuste del mercado de trabajo persiste

Por décimo mes consecutivo, el número de afiliados a la Seguridad Social, en variación interanual, disminuyó en marzo, con una caída del 6,5%. De este modo, en promedio mensual el número de afiliados en marzo se situó en 18.058.122. En dicho mes se destruyeron 54.489 empleos y en los últimos doce meses, 1.256.282. De ellos, 1.051.539 eran españoles y 204.743 extranjeros, lo que representa descensos interanuales del 6,1% y 9,8%, respectivamente.

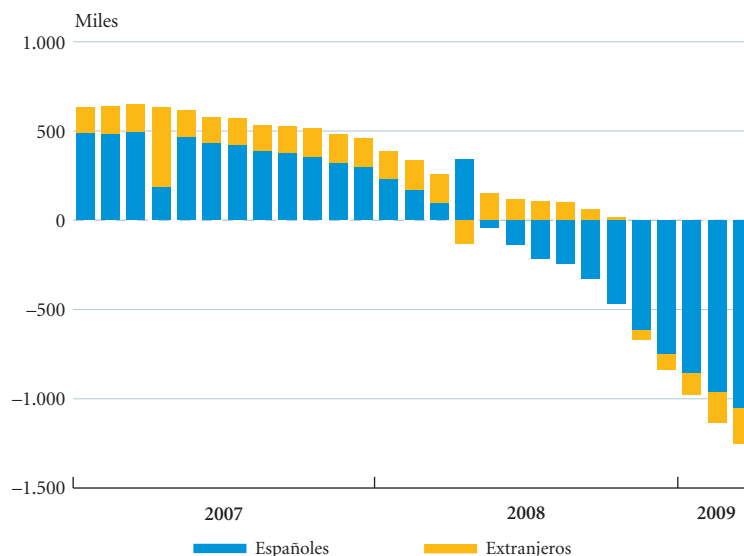
Si bien el descenso en el número de ocupados en marzo fue algo inferior al anotado en los meses anteriores, los datos señalan

que probablemente la destrucción de empleo no haya tocado fondo. Por lo general, marzo se considera un buen mes para la ocupación. Por tanto, es posible que la cifra de afiliados en el mes de abril retroceda algo más, a no ser que el periodo vacacional de la Semana Santa haya dado un empujón al empleo en hostelería.

Aunque todos los sectores productivos anotaron descensos en marzo, la caída fue relativamente más intensa en la industria, acorde con el intenso ajuste que experimenta este sector desde mediados de 2008. Así, durante el mes de marzo el mayor retroceso, en términos absolutos, se registró en la industria. Con todo, en tasa anual, la construcción continúa liderando la pérdida del empleo con una caída

### LA DESTRUCCIÓN DE EMPLEO AÚN NO HA TOCADO FONDO

Variación interanual del número de afiliados a la Seguridad Social



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

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

|  | 2007       | 2008         | 2008        |             |             |              | 2009         |              |              |
|--|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|  |            |              | I           | II          | III         | IV           | Enero        | Febrero      | Marzo        |
| <b>Afiliados a la Seguridad Social (1)</b> |            |              |             |             |             |              |              |              |              |
| Sectores de actividad                      |            |              |             |             |             |              |              |              |              |
| <i>Industria</i>                           | 2,4        | -2,1         | 0,8         | -1,1        | -2,6        | -5,6         | -8,2         | -9,3         | -10,4        |
| <i>Construcción</i>                        | 3,6        | -10,3        | -2,2        | -7,0        | -12,4       | -19,6        | -24,3        | -25,7        | -26,0        |
| <i>Servicios</i>                           | 3,4        | 1,5          | 2,9         | 2,2         | 1,4         | -0,4         | -1,7         | -2,3         | -3,0         |
| Situación profesional                      |            |              |             |             |             |              |              |              |              |
| <i>Asalariados</i>                         | 3,1        | -0,7         | 1,6         | 0,3         | -1,1        | -3,7         | -5,5         | -6,3         | -6,9         |
| <i>No asalariados</i>                      | 2,8        | 0,4          | 2,5         | 1,3         | -0,1        | -1,9         | -3,2         | -4,0         | -4,5         |
| <b>Total</b>                               | <b>3,0</b> | <b>-0,5</b>  | <b>1,7</b>  | <b>0,5</b>  | <b>-0,9</b> | <b>-3,4</b>  | <b>-5,1</b>  | <b>-5,9</b>  | <b>-6,5</b>  |
| <b>Población ocupada (2)</b>               | <b>3,1</b> | <b>-0,5</b>  | <b>1,7</b>  | <b>0,3</b>  | <b>-0,8</b> | <b>-3,0</b>  | -            | -            | -            |
| <b>Puestos de trabajo (3)</b>              | <b>2,9</b> | <b>-0,6</b>  | <b>1,7</b>  | <b>0,1</b>  | <b>-0,9</b> | <b>-3,1</b>  | -            | -            | -            |
| <b>Contratos registrados (4)</b>           |            |              |             |             |             |              |              |              |              |
| Indefinidos                                | 2,0        | -14,3        | -11,8       | -5,6        | -13,8       | -26,0        | -39,4        | -37,8        | -27,9        |
| Temporales                                 | 0,3        | -10,4        | -6,5        | -7,4        | -9,4        | -17,9        | -27,3        | -27,4        | -15,9        |
| <b>Total</b>                               | <b>0,5</b> | <b>-10,9</b> | <b>-7,2</b> | <b>-7,2</b> | <b>-9,9</b> | <b>-18,9</b> | <b>-28,8</b> | <b>-28,8</b> | <b>-17,5</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.

del 26,0%. En la industria, la contracción resultó del 10,4%, mientras que en los servicios se registró una tasa negativa, del 3,0%.

Por sexos, la contracción de la ocupación en los últimos doce meses continúa afectando de forma más intensa al colectivo masculino, con un descenso interanual del 9,1%. Sin embargo, la pérdida de empleo aumenta entre las féminas por quinto mes consecutivo, alcanzando una caída interanual del 3,0%.

Por el contrario, el declive del mercado laboral no se ha reflejado en el mes de marzo en la dinámica de los contratos de trabajo, ya que el total de éstos realizado a través del servicio público de empleo experimentó un aumento, de 44.344, y se si-

tuó en 1.061.112. Con todo, el número de contratos retrocedió el 17,5% con respecto al mismo mes del año anterior. Los que experimentaron una mayor caída fueron los indefinidos, que retrocedieron el 27,9%, mientras que los contratos temporales bajaron el 15,9%.

### Continúa el fuerte aumento del paro registrado en los últimos doce meses

El número de desempleados inscritos en las oficinas de los servicios públicos de empleo llegaba a 3.605.402 personas al final del mes de marzo, 123.543 más que en febrero. Así, la tasa de variación interanual se elevó hasta el 56,7%, la más alta de las últimas tres décadas. Por sectores, la construcción continúa encabezando la pérdi-

**En marzo la industria lidera la pérdida de empleo.**

**El paro registrado aumenta un 57% en un año.**

**Los gastos por prestaciones de desempleo aumentan un 71% en un año.**

da de empleo, con un crecimiento interanual del 128,2%. Le siguen la industria, los servicios y la agricultura con tasas del 67,2%, 49,9% y 23,8%, respectivamente. Por otra parte, el colectivo en busca del primer empleo disminuyó sus efectivos en el 3,3% en los últimos doce meses.

Por sexos, desde marzo del año anterior, el número de parados creció más entre los hombres, con un aumento del 88,0%, que entre las mujeres, cuya tasa interanual se incrementó el 33,9%. Por edades, el paro registrado continuó creciendo en mayor medida en los menores de 25 años que en el resto, con una tasa interanual del 71,4% y del 54,7%, respectivamente.

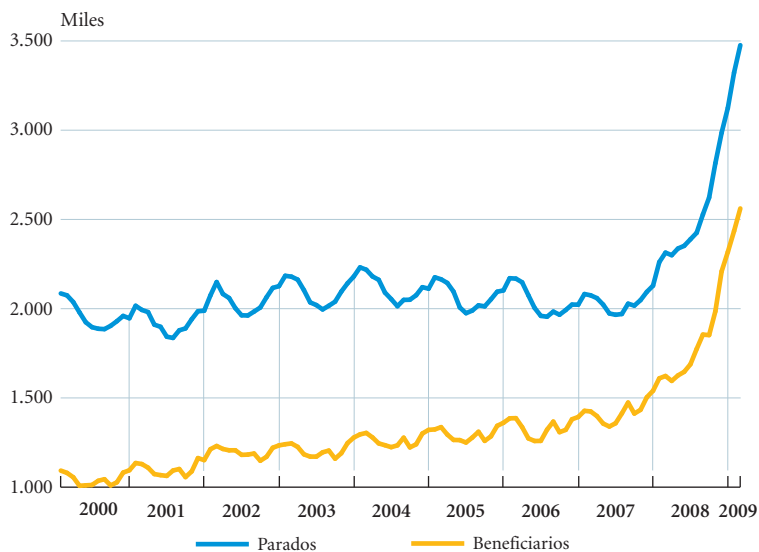
Destaca sobre todo el ascenso del número de extranjeros inscritos en las oficinas públicas de empleo. Así, el paro registrado extranjero aumentó el 106,9% en los doce últimos meses hasta marzo. De este modo, el número de desempleados extranjeros ya representa el 13,8% del total.

Asimismo, la subida del paro registrado en el mes de marzo fue generalizada en todas las comunidades autónomas, registrándose subidas superiores a la media en las comunidades siguientes: Aragón, Canarias, Castilla la Mancha, Cataluña, Comunidad Valenciana, Madrid, Murcia, País Vasco y La Rioja.

Por último, cabe señalar que la escalada del paro registrado ha sido equiparable al ascenso del número de beneficiarios de prestaciones y, por tanto, la tasa de cobertura por ahora no ha experimentado ningún retroceso. Así, la tasa de cobertura a mediados del año 2007, justo antes de que el paro empezara su ascenso, era del 71,6%. En febrero de 2009, dicha tasa se situó en el 73,6%. Naturalmente, el hecho de mantener la tasa de cobertura a un nivel relativamente estable ha comportado que los gastos por esta partida se hayan incrementado un 71,1% en los últimos doce meses, alcanzando en febrero 2.610 millones de euros.

**LA TASA DE COBERTURA SE MANTIENE A PESAR DE LA ESCALADA DEL PARO REGISTRADO**

Parados registrados y beneficiarios de prestaciones



FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

## Precios

### El IPC anota una tasa anual negativa por primera vez en las últimas décadas

En marzo continuó la tendencia desinflacionista de los últimos meses y la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) cayó el 0,1%. De este modo marcó una tasa anual negativa por primera vez desde que se elabora el IPC. Habría que retroceder hasta septiembre de 1961 para hallar un registro negativo enlazando con el anterior Índice Nacional Urbano. En el mes de marzo la inflación anual bajó 7 décimas y en los últimos ocho meses 5,3 puntos. Este acentuado giro bajista se explica por el desplome de los precios de las materias primas en el último periodo y por la contracción de la demanda de consumo.

De las 7 décimas que bajó la tasa interanual de inflación en marzo, 4 fueron aportadas por los carburantes y combustibles, que registraron una tasa de variación anual del 18,4%. Mayor todavía fue la caída anual de los carburantes y lubricantes, del 22,4%. Otro elemento muy volátil del IPC, los alimentos no elaborados, contribuyeron en una décima al descenso anual del índice general. Ello fue debido sobre todo al pescado fresco, a la fruta fresca, al pollo y a la carne de ovino.

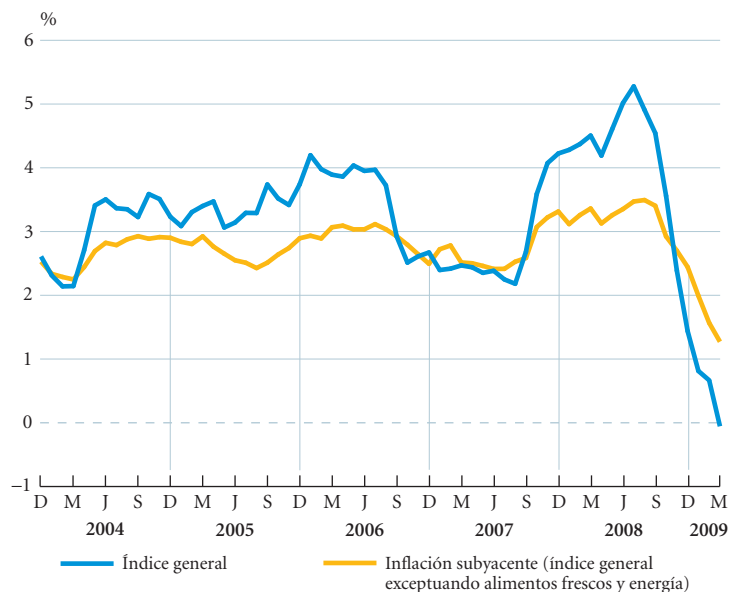
Pero también el núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye a los productos energéticos y a los alimentos frescos, continuó descendiendo en marzo y contribuyó en 2 décimas a la reducción de la tasa de inflación inter-

**La tasa de variación interanual del IPC se reduce en 7 décimas en marzo hasta el 0,1%...**

**...debido sobre todo al impulso bajista de los carburantes y combustibles...**

### SE AMPLÍA LA DIFERENCIA ENTRE LA INFLACIÓN GENERAL Y LA SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

|            | 2008                |                              |                   | 2009                |                              |                   |
|------------|---------------------|------------------------------|-------------------|---------------------|------------------------------|-------------------|
|            | % variación mensual | % variación s/diciembre 2007 | % variación anual | % variación mensual | % variación s/diciembre 2008 | % variación anual |
| Enero      | -0,6                | -0,6                         | 4,3               | -1,2                | -1,2                         | 0,8               |
| Febrero    | 0,2                 | -0,5                         | 4,4               | 0,0                 | -1,2                         | 0,7               |
| Marzo      | 0,9                 | 0,4                          | 4,5               | 0,2                 | -1,1                         | -0,1              |
| Abril      | 1,1                 | 1,5                          | 4,2               |                     |                              |                   |
| Mayo       | 0,7                 | 2,2                          | 4,6               |                     |                              |                   |
| Junio      | 0,6                 | 2,8                          | 5,0               |                     |                              |                   |
| Julio      | -0,5                | 2,3                          | 5,3               |                     |                              |                   |
| Agosto     | -0,2                | 2,1                          | 4,9               |                     |                              |                   |
| Septiembre | 0,0                 | 2,0                          | 4,5               |                     |                              |                   |
| Octubre    | 0,3                 | 2,4                          | 3,6               |                     |                              |                   |
| Noviembre  | -0,4                | 2,0                          | 2,4               |                     |                              |                   |
| Diciembre  | -0,5                | 1,4                          | 1,4               |                     |                              |                   |

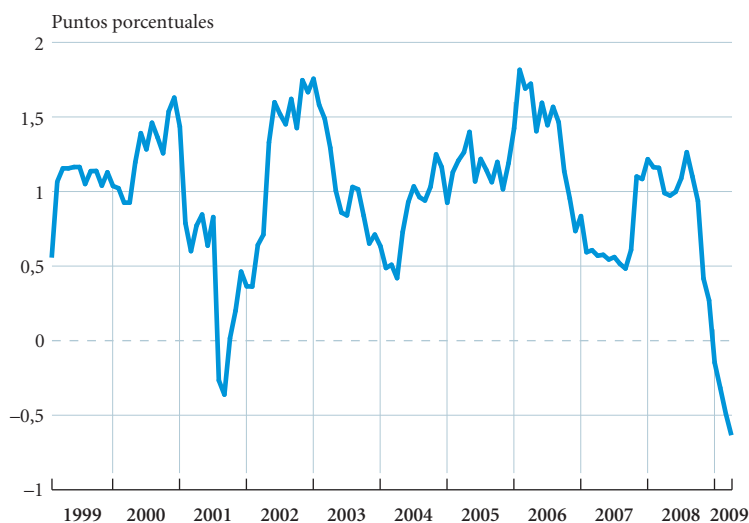
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

anual del índice general. La inflación subyacente bajó 3 décimas hasta el 1,3%. De esta manera, se situó 2,2 puntos por debajo de siete meses antes y marcó asimismo la cota mínima de las últimas décadas.

Los alimentos elaborados aportaron cerca de una décima al decremento de la inflación interanual en marzo. Su variación interanual descendió 0,6 puntos hasta el 1,2%. El precio de los aceites bajó el

### EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA EUROZONA MARCA UN RÉCORD NEGATIVO

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



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

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Marzo

|  | Índices<br>(*) | % variación<br>mensual |            | % variación<br>s/diciembre anterior |             | % variación<br>anual |             |
|--|----------------|------------------------|------------|-------------------------------------|-------------|----------------------|-------------|
|  |                | 2008                   | 2009       | 2008                                | 2009        | 2008                 | 2009        |
| <b>Por clases de gasto</b>                           |                |                        |            |                                     |             |                      |             |
| Alimentos y bebidas no alcohólicas                   | 109,5          | 0,3                    | -0,7       | 0,6                                 | -1,1        | 6,9                  | 0,6         |
| Bebidas alcohólicas y tabaco                         | 115,6          | 0,2                    | 0,1        | 3,3                                 | 3,5         | 4,0                  | 4,1         |
| Vestido y calzado                                    | 95,6           | 3,4                    | 3,4        | -10,0                               | -12,2       | 0,8                  | -1,8        |
| Vivienda   | 112,7          | 0,7                    | 0,0        | 2,8                                 | 0,9         | 5,4                  | 4,0         |
| Menaje   | 106,4          | 0,5                    | 0,3        | 0,4                                 | -0,2        | 2,5                  | 2,0         |
| Medicina   | 99,0           | -1,2                   | -0,1       | -0,4                                | 0,2         | 0,9                  | 0,9         |
| Transporte   | 98,8           | 1,7                    | -0,5       | 2,1                                 | -0,7        | 7,5                  | -8,2        |
| Comunicaciones                                       | 99,7           | 0,1                    | 0,0        | 0,3                                 | 0,1         | -0,5                 | -0,5        |
| Ocio y cultura                                       | 98,7           | 1,2                    | 0,2        | 0,0                                 | -1,0        | 0,2                  | -0,8        |
| Enseñanza  | 111,7          | 0,0                    | 0,1        | 0,2                                 | 0,2         | 3,8                  | 4,0         |
| Hoteles, cafés y restaurantes                        | 111,2          | 1,0                    | 0,2        | 2,3                                 | 0,6         | 5,2                  | 2,4         |
| Otros  | 109,2          | 0,4                    | 0,3        | 2,1                                 | 1,5         | 3,1                  | 3,0         |
| <b>Agrupaciones</b>                                  |                |                        |            |                                     |             |                      |             |
| Alimentos con elaboración                            | 111,1          | 0,3                    | -0,3       | 1,8                                 | 0,0         | 7,4                  | 1,2         |
| Alimentos sin elaboración                            | 108,3          | 0,1                    | -1,3       | -0,9                                | -1,7        | 4,7                  | 0,8         |
| Conjunto no alimentario                              | 104,4          | 1,1                    | 0,4        | 0,3                                 | -1,2        | 3,8                  | -0,4        |
| Bienes industriales                                  | 99,3           | 1,4                    | 0,5        | -1,2                                | -3,1        | 3,7                  | -3,4        |
| <i>Productos energéticos</i>                         | 99,2           | 2,8                    | -1,1       | 4,3                                 | -0,6        | 14,1                 | -11,6       |
| <i>Carburantes y combustibles</i>                    | 93,0           | 3,7                    | -1,4       | 4,7                                 | -2,0        | 17,8                 | -18,4       |
| <i>Bienes industriales sin productos energéticos</i> | 99,0           | 0,9                    | 1,0        | -3,1                                | -4,0        | 0,3                  | -0,6        |
| Servicios  | 109,9          | 0,8                    | 0,3        | 1,8                                 | 0,8         | 4,0                  | 2,7         |
| Inflación subyacente (**)                            | 106,2          | 0,7                    | 0,4        | 0,1                                 | -1,1        | 3,4                  | 1,3         |
| <b>ÍNDICE GENERAL</b>                                | <b>105,8</b>   | <b>0,9</b>             | <b>0,2</b> | <b>0,4</b>                          | <b>-1,1</b> | <b>4,5</b>           | <b>-0,1</b> |

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

10,3% en los últimos doce meses. La variación interanual del precio del pan disminuyó 4 décimas hasta el 0,5%.

En cambio, se frenó la tendencia bajista de los productos industriales no energéticos. De todos modos, su tasa de variación continuaba siendo negativa, del 0,6%, gracias a la presión de la competencia internacional.

Los precios de los servicios registraron una tasa de variación interanual del 2,7%

en marzo, medio punto menos que en el mes anterior, y anotaron el nivel más bajo de las últimas décadas. Parte de esta disminución se debe a que los precios de algunos servicios como los de los hoteles suelen registrar aumentos estacionales en Semana Santa y este año ha tenido lugar en abril a diferencia de 2008. Con todo, en el último periodo la presión de la disminución de la demanda también se ha notado en los precios de los servicios, cuya tasa de variación anual se ha reducido en 1,4 puntos en los últimos 6 meses.

**...pero la inflación subyacente también disminuye 3 décimas hasta la cota mínima de las últimas décadas del 1,3%, reflejando la contracción del consumo.**

**Perspectivas de tasas de inflación negativa en los próximos meses, pero de repunte al final del ejercicio.**

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea también anotó un descenso interanual del 0,1%. De esta forma, el diferencial negativo con la eurozona se amplió hasta 0,6 puntos porcentuales, un nuevo récord. Esto es atribuible en parte a una mayor participación de los carburantes y lubricantes y de los alimentos en el índice español, pero, de hecho, el diferencial en términos de inflación subyacente también fue negativo.

En cuanto a las perspectivas de la inflación, en abril posiblemente permanecerá en torno al nivel de marzo, pero en los meses siguientes se intensificará la caída, debido sobre todo a los altos precios del petróleo en la primera mitad del año pasado. No obstante, principalmente por este mismo efecto, probablemente repuntará al final del ejercicio.

**Los precios industriales caen el 1,1% en los doce últimos meses hasta febrero.**

**Los precios mayoristas continúan bajando**

En febrero los precios mayoristas continuaron registrando tasas de variación interanuales negativas reflejando el desplome de los precios de las materias primas y también la disminución de la demanda. Así, el índice general de precios industriales se redujo el 1,1% en los últimos doce meses. Tanto los bienes intermedios como la energía mostraban tasas de variación interanuales negativas. Los bienes de consumo y los de equipo presentaban tasas anuales positivas, pero con tendencia descendente. Por su parte, los precios de importación bajaron el 5,6% respecto a febrero de 2008, 0,7 puntos más que en el mes precedente.

## 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>2007</b> |                  |                                |                   |                  |                    |                    |                        |                   |                   |                         |                       |  |
| Diciembre   | 17,6             | 5,7                            | 4,8               | 3,2              | 5,0                | 10,2               | 5,2                    | 1,0               | 0,1               | 0,8                     | -                     |  |
| <b>2008</b> |                  |                                |                   |                  |                    |                    |                        |                   |                   |                         |                       |  |
| Enero       | 11,1             | 6,3                            | 5,4               | 2,9              | 5,5                | 11,1               | 7,0                    | 1,1               | 0,4               | 1,9                     | -                     |  |
| Febrero     | 7,3              | 6,3                            | 5,6               | 2,6              | 5,9                | 11,0               | 7,0                    | 1,4               | 0,2               | 1,9                     | 3,2                   |  |
| Marzo       | 10,5             | 6,6                            | 5,4               | 2,5              | 5,9                | 12,4               | 6,9                    | 0,7               | -0,3              | 2,3                     | -                     |  |
| Abril       | 8,5              | 6,6                            | 5,1               | 2,5              | 5,8                | 13,3               | 6,9                    | 0,6               | -0,4              | 2,3                     | -                     |  |
| Mayo        | 15,2             | 7,4                            | 5,1               | 2,3              | 5,9                | 17,4               | 9,2                    | 0,7               | -0,1              | 2,5                     | 3,1                   |  |
| Junio       | 8,6              | 8,4                            | 5,2               | 2,3              | 6,2                | 21,1               | 10,4                   | 1,1               | -0,2              | 2,6                     | -                     |  |
| Julio       | 14,1             | 10,2                           | 5,1               | 2,5              | 7,3                | 27,4               | 10,4                   | 0,5               | -0,2              | 3,7                     | -                     |  |
| Agosto      | 6,9              | 9,2                            | 4,8               | 2,5              | 7,6                | 23,2               | 9,6                    | 1,3               | 0,3               | 5,0                     | 3,4                   |  |
| Septiembre  | -2,3             | 8,3                            | 4,1               | 2,4              | 7,1                | 19,9               | 8,5                    | 1,9               | 0,6               | 5,9                     | -                     |  |
| Octubre     | -8,2             | 6,1                            | 2,8               | 2,4              | 5,3                | 14,9               | 5,2                    | 3,2               | 1,3               | 5,1                     | -                     |  |
| Noviembre   | -11,4            | 2,9                            | 2,1               | 2,3              | 2,9                | 4,3                | 0,9                    | 4,3               | 1,9               | 5,0                     | 2,5                   |  |
| Diciembre   | -9,7             | 0,4                            | 1,6               | 2,3              | 0,9                | -3,7               | -3,9                   | 2,6               | 1,6               | 2,0                     | -                     |  |
| <b>2009</b> |                  |                                |                   |                  |                    |                    |                        |                   |                   |                         |                       |  |
| Enero       | ...              | -0,5                           | 0,9               | 1,9              | -1,6               | -2,2               | -4,9                   | 2,9               | 1,9               | 0,5                     | -                     |  |
| Febrero     | ...              | -1,1                           | 0,4               | 1,5              | -3,2               | -1,9               | -5,6                   | 3,1               | 2,4               | -1,1                    | ...                   |  |

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

(\*\*) Excepto energía.

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



## Sector exterior

### Comercio exterior: importante reducción del déficit

El déficit comercial en el mes de enero de 2009 cayó un 50,8% respecto al mismo mes del año anterior, registrando el menor valor desde marzo de 2004, 4.498 millones de euros. Esta reducción vino provocada en gran medida por la contracción del déficit del componente energético, que se redujo un 56,2% en ese mes, debido a la evolución del precio del petróleo. Como consecuencia, el valor del déficit acumulado durante los doce últimos meses se contrajo un 11,0%, manteniendo la tendencia iniciada durante 2008.

En el contexto actual de desplome del comercio mundial, la mejora de este des-

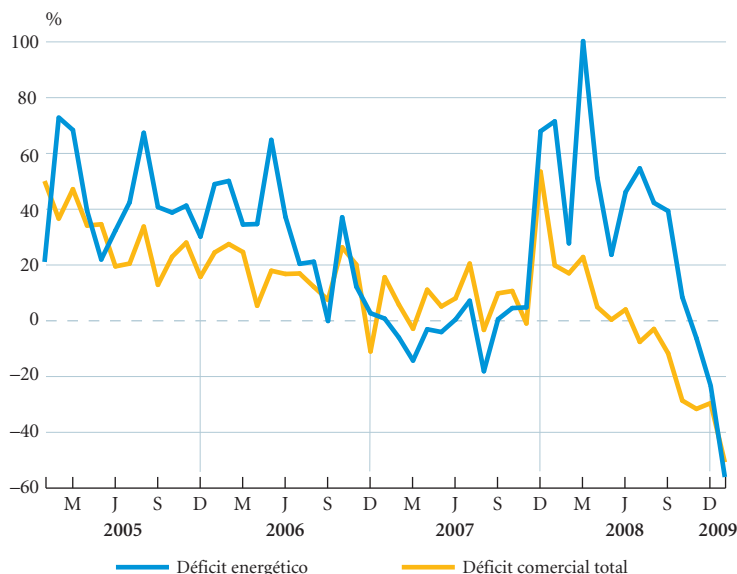
equilibrio viene motivada por una mayor contracción de la demanda nacional. Así, las importaciones registraron una caída del 35,3%, superior en casi diez puntos porcentuales a la reducción del 25,7% de las exportaciones, elevando la tasa de cobertura hasta niveles similares a los de 2004, del 71,1%. Sin embargo, si se tiene en cuenta la variación real de las importaciones y las exportaciones, esta diferencia se redujo hasta los 6,5 puntos porcentuales, como consecuencia de la mayor caída del precio de las importaciones, en particular de las energéticas.

Un análisis más detallado de los flujos comerciales muestra cómo el valor de las exportaciones a los países de la Unión Europea, que en enero representaban el 71,9%

**El déficit comercial de enero registra una caída del 50%.**

### EL DÉFICIT COMERCIAL SE REDUCE LIDERADO POR EL COMPONENTE ENERGÉTICO

Variación del déficit respecto al mismo mes del año anterior



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

|                                   | Importaciones           |                                  |                         | Exportaciones           |                                  |                         | Saldo<br>Millones<br>de<br>euros | Tasa de<br>cobertura<br>(%) |
|-----------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
|                                   | Millones<br>de<br>euros | % variación<br>anual<br>en valor | %<br>partici-<br>pación | Millones<br>de<br>euros | % variación<br>anual<br>en valor | %<br>partici-<br>pación |                                  |                             |
| <b>Por grupos de productos</b>    |                         |                                  |                         |                         |                                  |                         |                                  |                             |
| Energéticos                       | 2.486                   | -51,7                            | 15,9                    | 564                     | -25,6                            | 5,1                     | -1.922                           | 22,7                        |
| Bienes de consumo                 | 4.961                   | -13,5                            | 31,8                    | 4.557                   | -16,3                            | 41,1                    | -404                             | 91,9                        |
| <i>Alimenticios</i>               | 1.123                   | -6,8                             | 7,2                     | 1.881                   | 0,6                              | 17,0                    | 758                              | 167,4                       |
| <i>No alimenticios</i>            | 3.838                   | -15,3                            | 24,6                    | 2.676                   | -25,1                            | 24,1                    | -1.162                           | 69,7                        |
| Bienes de capital                 | 1.313                   | -37,5                            | 8,4                     | 788                     | -36,2                            | 7,1                     | -525                             | 60,0                        |
| Bienes intermedios no energéticos | 6.831                   | -38,5                            | 43,8                    | 5.183                   | -30,8                            | 46,7                    | -1.648                           | 75,9                        |
| <b>Por áreas geográficas</b>      |                         |                                  |                         |                         |                                  |                         |                                  |                             |
| Unión Europea                     | 8.487                   | -32,5                            | 54,4                    | 7.976                   | -25,5                            | 71,9                    | -511                             | 94,0                        |
| <i>Zona del euro</i>              | 7.202                   | -31,1                            | 46,2                    | 6.671                   | -22,6                            | 60,1                    | -531                             | 92,6                        |
| Otros países                      | 7.104                   | -38,3                            | 45,6                    | 3.116                   | -26,1                            | 28,1                    | -3.987                           | 43,9                        |
| <i>Rusia</i>                      | 370                     | -56,4                            | 2,4                     | 89                      | -52,5                            | 0,8                     | -281                             | 24,0                        |
| <i>EEUU</i>                       | 732                     | -28,9                            | 4,7                     | 467                     | -21,1                            | 4,2                     | -265                             | 63,8                        |
| <i>Japón</i>                      | 253                     | -51,4                            | 1,6                     | 87                      | -24,2                            | 0,8                     | -166                             | 34,5                        |
| <i>América Latina</i>             | 743                     | -45,2                            | 4,8                     | 487                     | -25,0                            | 4,4                     | -257                             | 65,5                        |
| <i>OPEP</i>                       | 1.194                   | -50,4                            | 7,7                     | 381                     | -1,9                             | 3,4                     | -813                             | 31,9                        |
| <i>Resto</i>                      | 3.811                   | -28,7                            | 24,4                    | 1.606                   | -29,8                            | 14,5                    | -2.206                           | 42,1                        |
| <b>TOTAL</b>                      | <b>15.591</b>           | <b>-35,3</b>                     | <b>100,0</b>            | <b>11.092</b>           | <b>-25,7</b>                     | <b>100,0</b>            | <b>-4.498</b>                    | <b>71,1</b>                 |

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

### Las exportaciones hacia la Unión Europea siguen perdiendo fuelle.

del total, se redujo un 25,5% interanual, la mayor caída desde su creación. Las exportaciones hacia el Reino Unido e Italia fueron las que sufrieron una mayor caída interanual, del 44,1% y el 32,3% respectivamente. Por su parte, Francia, que continúa siendo el principal socio comercial, registró una caída de la demanda de productos españoles del 16,9%, por debajo de la caída europea. El sector automovilístico fue el que más sufrió la contracción de las exportaciones, con una reducción, respecto a enero de 2008, del 45,3%, acompañado por las exportaciones de bienes duraderos, que cayeron un 38,2%.

### El déficit por cuenta corriente sigue reduciéndose...

Ante la coyuntura actual, se espera que las tendencias a corto plazo de los flujos comerciales se mantengan, arrastradas

por la caída generalizada de la demanda. Además, la reducción interanual del precio del petróleo durante los próximos meses seguirá provocando la disminución del déficit energético español, intensificando la contracción de las importaciones y favoreciendo el descenso del déficit comercial durante este periodo.

### Balanza de pagos: ajuste progresivo de la necesidad de financiación

La balanza por cuenta corriente registró en enero de 2009 un déficit de 6.584 millones de euros, un 45,3% inferior al alcanzado en el mismo mes del año anterior. La importante mejora del saldo de la balanza comercial durante este mes fue

## BALANZA DE PAGOS

Enero 2009

|  | 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                        | -4.116                     | -52,2             | -83.154                    | 9.341           | -10,1        |
| Servicios                                |                            |                   |                            |                 |              |
| <i>Turismo</i>                           | 1.451                      | -11,7             | 27.874                     | 101             | 0,4          |
| <i>Otros servicios</i>                   | -152                       | -38,9             | -1.466                     | 2.921           | -66,6        |
| Total                                    | 1.299                      | -6,9              | 26.407                     | 3.022           | 12,9         |
| Rentas                                   | -3.259                     | -7,5              | -33.790                    | -2.574          | 8,2          |
| Transferencias                           | -508                       | -60,5             | -8.472                     | -701            | 9,0          |
| <b>Total</b>                             | <b>-6.584</b>              | <b>-45,3</b>      | <b>-99.008</b>             | <b>9.088</b>    | <b>-8,4</b>  |
| <b>Cuenta de capital</b>                 | <b>53</b>                  | <b>-95,7</b>      | <b>4.370</b>               | <b>-177</b>     | <b>-3,9</b>  |
| <b>Balanza financiera</b>                |                            |                   |                            |                 |              |
| Inversiones directas                     | -3.673                     | -                 | -22.083                    | 15.505          | -41,3        |
| Inversiones de cartera                   | 10.629                     | -                 | 15.972                     | -72.454         | -81,9        |
| Otras inversiones                        | 3.622                      | -                 | 76.825                     | 42.496          | 123,8        |
| <b>Total</b>                             | <b>10.578</b>              | <b>128,1</b>      | <b>70.714</b>              | <b>-14.453</b>  | <b>-17,0</b> |
| Errores y omisiones                      | -1.025                     | -                 | 2.310                      | 2.712           | -            |
| Variación de activos del Banco de España | -3.021                     | -                 | 21.613                     | 2.830           | 15,1         |

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.

la principal razón de esta reducción del desequilibrio. En un contexto temporal más amplio, el déficit acumulado los últimos doce meses se redujo en 5.447 millones de euros, situándose en 99.008 millones, con mejoras en todos sus componentes excepto de la balanza de servicios, que se mantiene cercana al nivel del mes anterior.

Como consecuencia de esta mejora del déficit por cuenta corriente, la necesidad de financiación de la economía española acumulada en los últimos doce meses se redujo en 8.910 millones de euros, ajustando lentamente el elevado desequilibrio que alcanzó su máximo en los primeros meses de 2008. Se espera que esta tendencia continúe debido a la importante con-

tracción de la inversión, muy superior a la del ahorro, reduciendo así la necesidad de financiación en 2009.

La menor necesidad de financiación de la economía española se refleja en una reducción de los pasivos financieros acumulados durante el último año. Así, la inversión en cartera neta extranjera se redujo en 72.454 millones de euros, compensada parcialmente por la menor inversión directa neta hacia el exterior y el aumento de la financiación a través de instrumentos financieros a corto plazo (préstamos, depósitos y repos). Esta última partida, que está ganando mayor importancia en los últimos meses, muestra el cambio de la cobertura de las necesidades de liquidez de las instituciones financieras españolas.

**...aliviando ligeramente la necesidad de financiación española.**

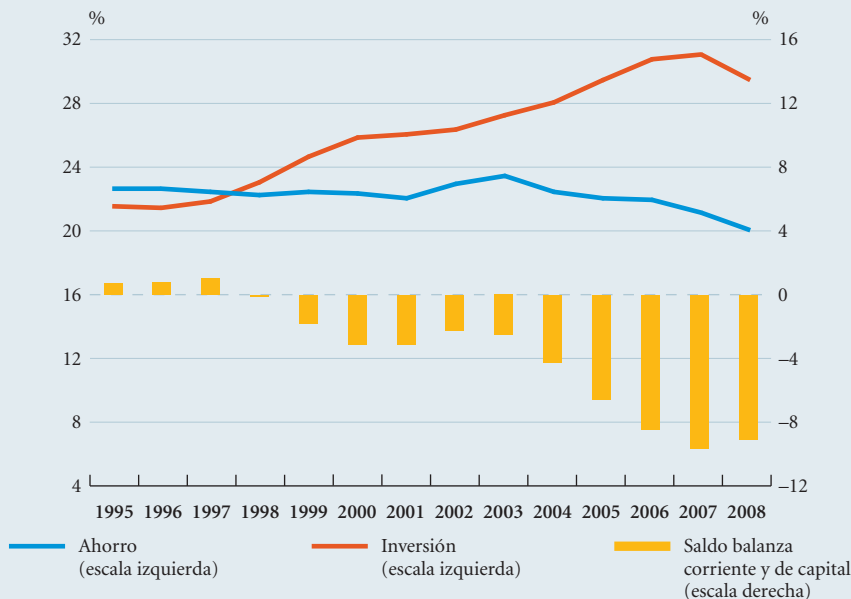
## El ajuste del déficit español: ¿Dónde escondimos la hucha?

Escribía Charles Dickens en su novela *David Copperfield* que la diferencia entre la felicidad y la miseria de una persona dependía de no gastar sistemáticamente más de lo que ingresaba. Si lo trasladáramos al nivel nacional, esto equivaldría a decir que la economía española ha reducido su felicidad durante los últimos diez años. En este periodo, España ha presentado crecientes déficits por cuenta corriente, registrando en el segundo trimestre de 2008 su máximo histórico, del 10,5% del PIB, y situándose entre las economías desarrolladas con un mayor déficit, muy por encima del 5,0% de la estadounidense. Este desequilibrio ha elevado el endeudamiento neto externo español hasta el 80% del PIB en 2008.

El saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital equivale al flujo financiero neto con el exterior, esto es, la diferencia entre el ahorro y la inversión nacionales. Como se aprecia en el gráfico, la brecha entre ambas partidas ha aumentado considerablemente durante los últimos diez años debido al fuerte impulso que cobró la inversión, generando una importante necesidad de financiación exterior de la economía española. Por su parte, el ahorro agregado se mantuvo bastante estable, a pesar de la reducción del ahorro de los hogares que fue compensado parcialmente por el mayor ahorro de las administraciones públicas. Este comportamiento difiere considerablemente del vivido en los Estados Unidos, donde la necesidad de financiación vino provocada por el deterioro del ahorro tanto de los hogares como de las administraciones públicas.

### EL INCREMENTO DE LA INVERSIÓN HA AUMENTADO EL DÉFICIT

Flujos con relación al PIB



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Así, el ciclo expansivo español de los últimos años, impulsado por la inversión en construcción y bienes duraderos, se sustentó en el endeudamiento de los agentes económicos, en particular empresas y hogares, que pudieron disfrutar de una facilidad de financiación casi sin límites.

¿Es sostenible este elevado déficit de la economía española? Un déficit por cuenta corriente puede tener efectos positivos para el desarrollo de una economía si los recursos obtenidos se utilizan para generar rentas futuras que permitan la devolución de las deudas y obligaciones adquiridas, o lo que es lo mismo, si es sostenible a largo plazo.

Dado que el déficit por cuenta corriente tiende a incrementar la deuda respecto al resto del mundo, una manera de juzgar la sostenibilidad del déficit es evaluando el endeudamiento asociado a éste. De una manera simplificada, la sostenibilidad de la deuda depende, además del déficit anual, de la tasa de crecimiento nominal de la economía y del tipo de interés que se aplica a la deuda acumulada.<sup>(1)</sup> El ingreso de España en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y el aumento del ahorro mundial en los últimos años generaron una revisión al alza de las expectativas de crecimiento españolas, así como una reducción de los tipos de interés y del riesgo asociado a la inversión en el país, que aliviaron la carga de la deuda.

Sin embargo, un ejercicio hipotético muestra que dado el déficit corriente actual, para que la deuda neta acumulada española se estabilizara alrededor del 80%, serían necesarios, en términos nominales, un crecimiento del PIB superior al 10% y un tipo de interés de la deuda del 1,5%, supuestos poco probables. El mismo ejercicio, bajo hipótesis más plausibles (crecimiento nominal del 5,5% y tipo de interés del 4,5%), alcanzaría un endeudamiento de equilibrio elevadísimo (seis veces superior al PIB del país). En ambos casos cobra una gran importancia la carga de los intereses asociados a la deuda neta, que asciende, con el nivel de endeudamiento neto actual, al 3,6% del PIB, hecho que dificulta aún más la compensación del desequilibrio.

Este elevado endeudamiento significa un factor de riesgo muy importante para la economía española, ya que la deja vulnerable ante, además de un incremento del tipo de interés, una desaceleración económica o un estancamiento de los flujos de capital internacional, situaciones que están teniendo lugar en la actualidad y que eran impensables ahora hace dos años. Como consecuencia, el elevado desequilibrio que presenta la economía española respecto al resto del mundo debe corregirse durante los próximos ejercicios.

El estallido de la crisis financiera en el tercer trimestre de 2007, provocó un aumento de la incertidumbre, repercutiendo en una mayor aversión al riesgo, acompañada por el endurecimiento del acceso al crédito y la necesidad de liquidez. Este contexto ha provocado una congelación del mercado de capitales, que junto al agotamiento del modelo de crecimiento español, ha reducido el atractivo de la inversión en España, contrayéndose drásticamente las entradas de capitales extranjeros. Así, la partida que ha sufrido una mayor reducción ha sido la inversión extranjera en cartera, que se ha visto parcialmente compensada por el crecimiento de la partida de otras inversiones, reflejo de la nueva cobertura de las necesidades de liquidez de las instituciones financieras, con un elevado aumento del financiamiento a corto plazo.

Ante esta situación de restricción de la financiación externa, la economía española se enfrenta a un ajuste severo del déficit por cuenta corriente y, por consiguiente, a un acusado ajuste del gasto interior. Los datos del déficit acumulado durante doce meses ya muestran una reducción del déficit de un punto porcentual durante los dos últimos trimestres. Esta caída habría podido ser mayor sin la posibilidad del recurso a las subastas de liquidez del Banco Central Europeo (BCE), que ha permitido satisfacer una parte de la necesidad de financiación externa, aunque a expensas del aumento del peso de la financiación a corto plazo.

La corrección del desequilibrio exterior se está produciendo a través de la menor necesidad de financiación del sector privado que compensa el mayor endeudamiento del Estado debido a la menor recaudación impositiva y

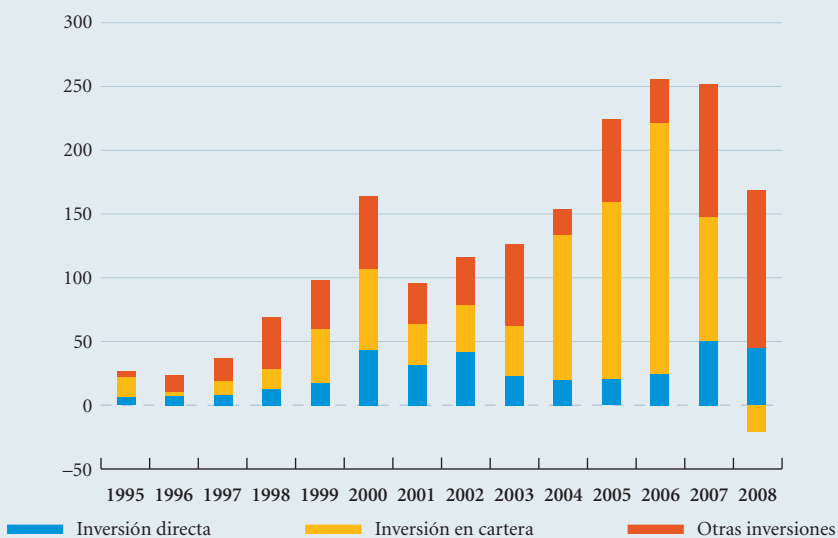
(1) Fernández, E.: «La sostenibilidad del déficit exterior de los Estados Unidos». Documentos de Economía (2007).

el aumento del gasto motivados por los planes de estímulo fiscal. Todo apunta a que durante los próximos ejercicios se mantendrá esta tendencia, con una reducción del déficit que, según nuestras previsiones podría situarse alrededor del 5% en los dos próximos ejercicios.

No obstante, en el nuevo marco en el que el capital privado será más reacio a la adquisición de activos extranjeros, estos niveles continuarán siendo muy elevados. Por lo que después de este último ciclo de endeudamiento excesivo, la economía española, especialmente familias y empresas, deberá hacer caso de las palabras de Dickens..., es momento de recuperar las huchas.

### LAS ENTRADAS DE CAPITAL EXTRANJERO SE HAN REDUCIDO

Miles de millones de euros



FUENTE: Banco de España.

*Este recuadro ha sido elaborado por Joan Daniel Pina  
Departamento de Economía Europea, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

## Sector público

### La crisis impacta desfavorablemente en las cuentas del Estado

La situación recesiva en que se halla la economía española continúa incidiendo negativamente en las cuentas públicas. En el primer bimestre de 2009 los ingresos del Estado en términos de caja, o sea, de acuerdo con los flujos monetarios anotados, se cifraron en 38.176 millones de euros antes de las cesiones a las administraciones autonómicas y locales según el sistema de financiación vigente. Este importe representa un descenso del 6,1% en relación con el mismo periodo del año anterior. Esta disminución es superior a la del producto interior bruto (PIB) nominal.

La recaudación de los impuestos directos en el periodo enero-febrero registró una caída interanual del 6,9%. Dentro de ellos, la mayor partida, la del impuesto sobre la renta de las personas físicas, bajó el 10,0% en los doce últimos meses a consecuencia sobre todo de la evolución de las retenciones del trabajo, al reducirse la ocupación y por la deducción anticipada de hasta 400 euros, que no se aplicaba en los primeros meses de 2008. Las entradas por el impuesto de sociedades subieron el 7,3% sobre el primer bimestre de 2008, a causa fundamentalmente de la variación en el calendario de retenciones sobre intereses de la deuda pública. Corrigiendo por este efecto y por el calendario de las devoluciones resulta que en tér-

**Los ingresos del Estado registran una caída interanual del 6% en el primer bimestre...**

### EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Febrero 2009

|   | Mes               |                                       | Acumulado del año |                                       |
|---|-------------------|---------------------------------------|-------------------|---------------------------------------|
|   | Millones de euros | % variación s/ mismo mes año anterior | Millones de euros | % variación s/ mismo mes año anterior |
| <b>Ingresos no financieros</b>                            | <b>18.279</b>     | <b>-2,8</b>                           | <b>28.656</b>     | <b>-9,4</b>                           |
| <b>Ingresos no financieros corregidos (*)</b>             |                   |                                       |                   |                                       |
| IRPF  | 4.424             | -11,0                                 | 14.848            | -10,0                                 |
| Impuesto de sociedades                                    | 791               | -                                     | 1.343             | 7,3                                   |
| IVA   | 13.321            | -15,5                                 | 14.094            | -16,7                                 |
| Impuestos especiales                                      | 1.465             | -18,1                                 | 3.222             | -3,3                                  |
| Resto   | 3.038             | 292,5                                 | 4.669             | 77,1                                  |
| <b>Total</b>  | <b>23.039</b>     | <b>-1,1</b>                           | <b>38.176</b>     | <b>-6,1</b>                           |
| <b>Pagos no financieros</b>                               | <b>15.991</b>     | <b>65,2</b>                           | <b>28.726</b>     | <b>3,3</b>                            |
| <b>Saldo de caja</b>                                      | <b>2.288</b>      | <b>-74,9</b>                          | <b>-70</b>        | <b>-</b>                              |
| <b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)</b> | <b>4.606</b>      | <b>-42,7</b>                          | <b>5.325</b>      | <b>-43,7</b>                          |

NOTAS: (\*) Están incluidos los tramos cedidos a las administraciones territoriales de acuerdo con el sistema de financiación vigente.

(\*\*) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

**...debido a descensos tanto de la recaudación de los impuestos directos como de los indirectos.**

minos homogéneos la recaudación de este impuesto descende el 17,1% interanual.

Por su parte, los impuestos indirectos, afectados por la contracción del consumo y de la inversión, se redujeron el 14,4%. La mayor figura de este apartado, el impuesto sobre el valor añadido (IVA), sufrió un decremento del 16,7%, con la incidencia de mayores aplazamientos de la deuda tributaria.

Los impuestos especiales disminuyeron el 3,3%, debido sobre todo a la bajada del 5,5% de la mayor partida de este grupo, los impuestos sobre los hidrocarburos, afectados por un menor consumo de carburantes y combustibles. Otra partida importante, el impuesto sobre el tabaco, se redujo el 1,0%, mientras que el impuesto sobre el alcohol y bebidas derivadas descendió el 20,6%.

El resto de ingresos registró una extraordinaria alza interanual del 77,1%. Ello fue debido básicamente al incremento de los ingresos por diferencias entre los valores de reembolso y emisión de deuda pública, al reintegro por cancelación del anticipo al presupuesto de la Unión Europea basado en la renta nacional bruta y a las nuevas comisiones por avales de emisiones de entidades financieras dentro del Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

Por otro lado, los pagos no financieros del Estado en los dos primeros meses del ejercicio totalizaron 28.726 millones de euros, con una subida del 3,3% respecto al mismo periodo del año pasado. Los gastos corrientes descendieron el 3,8%. Los

gastos de personal se incrementaron el 4,0%, mientras que los pagos corrientes en bienes y servicios se redujeron el 12,8% y los gastos financieros bajaron el 18,0%.

Los gastos de capital ascendieron a 5.249 millones de euros, con un aumento interanual del 54,7%. Las inversiones reales se elevaron el 2,3% y las transferencias de capital el 138,2%.

A consecuencia de la evolución de los ingresos y pagos las cuentas del Estado registraron un déficit público en el primer bimestre de 2009 de 70 millones de euros, que se contrapone a un superávit de 3.831 millones de euros contabilizado en el mismo periodo del año pasado. En términos de contabilidad nacional, o sea, teniendo en cuenta los derechos y obligaciones generados, se anotó una capacidad de financiación de 5.325 millones de euros, pero que fue inferior en un 43,7% a la correspondiente al mismo periodo de 2008.

Dadas las tendencias de los ingresos y gastos públicos y las medidas de estímulo económico emprendidas tanto por el Estado como por las administraciones territoriales prevemos que en 2009 el déficit público será del orden de 8% del PIB. Por otra parte, la Comisión Europea ha advertido que las autoridades económicas españolas deben preparar un escenario de corrección del déficit público hasta situarlo de nuevo por debajo del límite del 3% del PIB en el año 2012. Por otro lado, el gobernador del Banco de España también ha alertado recientemente contra una expansión excesiva del gasto público.

**Los gastos del Estado suben el 3% con relación al primer bimestre de 2008.**

**La Comisión Europea advierte que se deberá reconducir el déficit público hasta por debajo del 3% del PIB en 2012.**



## Ahorro y financiación

### La financiación a las empresas y familias sigue ralentizándose

La recesión económica está provocando, por una parte, el desapalancamiento del sector privado, al disminuir la demanda de financiación de las empresas y las familias y al endurecerse las condiciones de financiación. No obstante, por otro lado, el deterioro de la coyuntura económica está motivando un fuerte repunte del endeudamiento público al disminuir los ingresos tributarios y al aumentar el gasto público a consecuencia de mayores pagos por el subsidio de desempleo y por las medidas de estímulo económico emprendidas. De esta manera, la tasa de variación interanual de la financiación total repun-

tó en febrero por primera vez desde enero de 2008 y se colocó en el 6,7%.

Así, la financiación al sector privado se incrementó el 5,2% en febrero en relación con el mismo mes del año anterior, tasa inferior en 4 décimas a un mes antes y casi un punto menos que en diciembre. La desaceleración de la financiación afectó tanto a las empresas como a las familias, pero fue más intensa en este último caso.

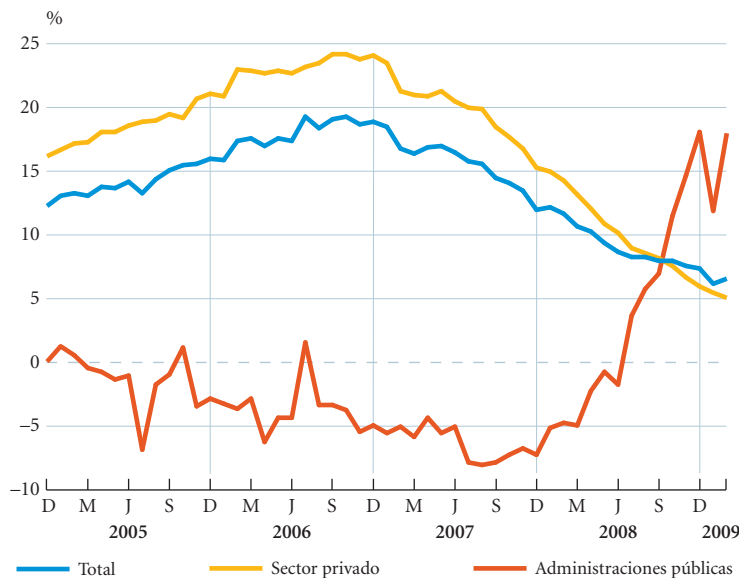
La financiación recibida por las empresas no financieras subió el 6,7% en los últimos doce meses hasta febrero, si bien esta tasa fue inferior en casi 10 puntos a la correspondiente a un año antes. Las emisio-

**Desapalancamiento del sector privado al disminuir la demanda de financiación y endurecerse las condiciones de financiación.**

**La moderación de la financiación a las familias es más intensa que a las empresas.**

### EL DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO SE COMPENSA CON EL APALANCAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO

Variación interanual de la financiación



FUENTE: Banco de España.

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Febrero 2009

|                                | Saldo             |                   | Variación año actual |                   | Variación 12 meses |              | % participación |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|----------------------|-------------------|--------------------|--------------|-----------------|
|                                | Millones de euros | Millones de euros | %                    | Millones de euros | %                  |              |                 |
| Crédito comercial              | 64.631            | -9.583            | -12,9                | -24.110           | -27,2              | 3,5          |                 |
| Deudores con garantía real (*) | 1.102.625         | -6.171            | -0,6                 | 24.586            | 2,3                | 59,3         |                 |
| Otros deudores a plazo         | 521.220           | -8.237            | -1,6                 | 16.463            | 3,3                | 28,0         |                 |
| Deudores a la vista            | 49.688            | 560               | 1,1                  | 9.443             | 23,5               | 2,7          |                 |
| Arrendamientos financieros     | 43.369            | -1.859            | -4,1                 | -2.619            | -5,7               | 2,3          |                 |
| Créditos dudosos               | 77.653            | 14.596            | 23,1                 | 57.536            | 286,0              | 4,2          |                 |
| <b>TOTAL</b>                   | <b>1.859.187</b>  | <b>-10.695</b>    | <b>-0,6</b>          | <b>81.300</b>     | <b>4,6</b>         | <b>100,0</b> |                 |

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### La financiación a las familias baja por tercer mes consecutivo.

nes de renta fija de las empresas repuntaron notablemente, registrando una tasa de variación interanual del 21,9%, si bien es una parte reducida del total y accesible sólo a grandes empresas. Mayor fue la contribución de los préstamos del exterior, de 2,1 puntos, cuya tasa de variación interanual se elevó hasta el 9,2%, 8 décimas más que en el mes anterior.

En cambio, los préstamos de entidades de crédito residentes siguieron decelerándose. El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante, continuó cayendo hasta mostrar una tasa de variación interanual del 27,2%. Pero también la demanda de financiación para la inversión era floja, a tenor de un descenso interanual del 5,7% de los arrendamientos financieros.

A su vez, el crédito concedido a los hogares continuó moderándose hasta presentar un crecimiento interanual del 3,0% al final de febrero, frente al 11,8% de doce meses antes. Esta rápida desaceleración es atribuible tanto a los préstamos para la vivienda como al resto de financiación. De hecho, el saldo de financiación a las familias se redujo en febrero en términos absolutos por tercer mes consecutivo. La tasa de expansión interanual de los prés-

tamos para la vivienda cayó 9 puntos en los últimos doce meses, hasta el 3,2%, a pesar del descenso del tipo de interés euríbor a un año, ampliamente utilizado como referencia, en 2,2 puntos en ese periodo. Este tipo de interés continuó bajando en promedio mensual en marzo hasta el 1,909%, reflejando la perspectiva de nuevos recortes del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo y unas menores tensiones en el mercado interbancario.

La intensificación de la recesión económica y la escalada del paro siguieron propiciando el repunte de la morosidad. De esta manera, la tasa de dudosidad del conjunto de entidades crediticias se situó en el 4,2% en febrero, más de 3 puntos por encima del nivel de febrero de 2008. El alza de la morosidad ha traído aparejado un aumento del número de ejecuciones hipotecarias, que en 2008 fueron más del doble de las registradas en el año precedente según datos del Consejo General del Poder Judicial.

Por lo referente a las administraciones públicas, sus necesidades de financiación ascendieron el 18,1% en los doce últimos meses, frente a una tasa negativa del 4,6% en febrero de 2008. El mayor aumento de

la financiación correspondió a los instrumentos a corto plazo, como las letras del Tesoro, con una subida interanual del 67,6% de su saldo. Por su parte, los valores a medio y largo plazo se elevaron el 13,2%.

### Los depósitos bancarios aumentan más que los créditos

En los últimos meses mejoró notablemente la situación de liquidez de las instituciones financieras gracias a la paulatina normalización de los mercados interbancarios, a las subastas del Fondo de Adquisición de Activos Financieros promovido por el Gobierno y a los avales del Estado para nuevas emisiones. Con todo, las entidades mantuvieron la presión de sus campañas comerciales para captar depósitos de la clientela, si bien, lógicamente, bajaron las remuneraciones al compás de las rebajas del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo. De todas formas, la retribución media de los depósitos continuaba superando sensiblemente la inflación.

De este modo, en los últimos doce meses hasta febrero, los depósitos del sector privado en las entidades de crédito aumen-

taron en 132.849 millones de euros, superando la correspondiente variación de los créditos. Así, se cerró un poco la brecha entre el saldo de créditos y el de depósitos.

La mayor elevación en los últimos doce meses correspondió a las imposiciones a plazo, que subieron el 21,7%, si bien esta tasa era algo inferior a la anotada en los meses precedentes. En cambio, las cuentas a la vista y de ahorro se avivaron, y el incremento interanual del saldo de las primeras pasó a ser positivo.

En este contexto, otro generalizado producto de ahorro, las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria, continuó sufriendo la competencia de los depósitos. Así, en marzo anotaron reembolsos netos por un importe de 1.837 millones de euros. Casi todas las modalidades experimentaron retiradas netas, a excepción de los garantizados de renta fija, de la renta fija internacional y de la renta variable de Estados Unidos.

La mejora de la situación de los mercados financieros internacionales en marzo, en especial de la renta variable y en los mercados emergentes, dio un respiro y permitió que la rentabilidad media mensual

**Mejora notablemente la liquidez de las entidades financieras.**

**Se cierra un poco la brecha entre el saldo de créditos y depósitos.**

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

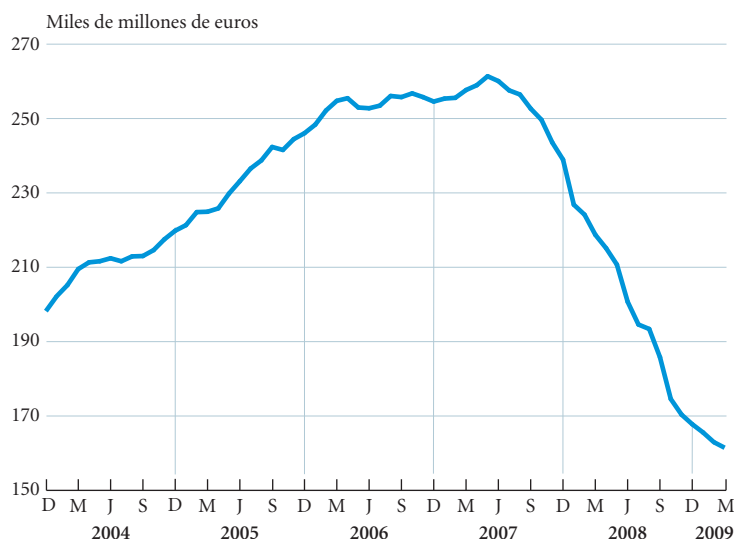
Febrero 2009

|                             | Saldo             |                   | Variación año actual |                   | Variación 12 meses |              | % participación |
|-----------------------------|-------------------|-------------------|----------------------|-------------------|--------------------|--------------|-----------------|
|                             | Millones de euros | Millones de euros | %                    | Millones de euros | %                  |              |                 |
| A la vista                  | 244.491           | -321              | -0,1                 | 1.130             | 0,5                | 17,3         |                 |
| De ahorro                   | 180.565           | 788               | 0,4                  | 5.747             | 3,3                | 12,7         |                 |
| A plazo                     | 729.091           | -181              | 0,0                  | 130.162           | 21,7               | 51,5         |                 |
| En moneda extranjera        | 29.741            | 423               | 1,4                  | -4.192            | -12,4              | 2,1          |                 |
| <b>Total depósitos</b>      | <b>1.183.889</b>  | <b>710</b>        | <b>0,1</b>           | <b>132.849</b>    | <b>12,6</b>        | <b>83,6</b>  |                 |
| <b>Resto del pasivo (*)</b> | <b>232.857</b>    | <b>-15.772</b>    | <b>-6,3</b>          | <b>-40.956</b>    | <b>-15,0</b>       | <b>16,4</b>  |                 |
| <b>TOTAL</b>                | <b>1.416.745</b>  | <b>-15.063</b>    | <b>-1,1</b>          | <b>91.892</b>     | <b>6,9</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.

## SE FRENA LA CAÍDA DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.

### Mejora la rentabilidad de los fondos de inversión mobiliaria en marzo.

fuese del 0,29%. Sin embargo, el rendimiento medio anual seguía siendo negativo, del 3,6%, pero con una gran dispersión. Así, la rentabilidad oscilaba entre el 3,7% de la renta fija internacional y las minusvalías del 42,1% de la renta variable emergente. De esta manera, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria registró un decremento mensual de 1.493 millones de euros, sensiblemente menor que en los meses previos, y se colocó en 161.325 millones de euros, con una caída interanual del 26,2%.

El patrimonio de los fondos de inversión libre, los denominados *hedge funds*, siguió disminuyendo hasta situarse en 1.092 millones de euros. Por su parte, los fondos de inversión inmobiliaria tampoco pudieron sortear la crisis y su patrimonio bajó en 300 millones de euros en el mes, hasta 6.770 millones de euros. La rentabilidad media ponderada de estos fondos en el último año resultó negativa, del 5,6%.



# Servicio de Estudios de "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 2008

Selección de indicadores  
Edición completa disponible en Internet

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico
2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico

### ■ 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"

1. El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación? Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino
2. El empleo a partir de los 55 años María Gutiérrez-Domènech
3. *Offshoring* y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional Claudia Canals
4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer
5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández
6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres María Gutiérrez-Domènech
7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer
8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer
10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández
11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero 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

### ■ "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)

- 02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein
- 03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta
- 04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
- 01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals
- 02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal
- 03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta
- 01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alícia Adsera

### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

## Consejo Asesor

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

- Carles Boix  
University of Princeton
- Antonio Ciccone  
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado  
Universidad Carlos III
- Jordi Galí  
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén  
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler  
Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz  
Universidad Complutense
- Ginés de Rus  
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell  
ESADE Business School
- Xavier Vives  
IESE Business School y UPF

## 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

## INFORME MENSUAL

Mayo 2009

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Servicio de Estudios

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

Correo electrónico:  
Para consultas relativas  
al Informe Mensual:  
[informemensual@lacaixa.es](mailto:informemensual@lacaixa.es)

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

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2008

### ACTIVIDAD FINANCIERA

Millones €

|                              |         |
|------------------------------|---------|
| Recursos totales de clientes | 238.407 |
| Créditos sobre clientes      | 176.100 |
| Resultado atribuido al Grupo | 1.802   |

### PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

|                            |        |
|----------------------------|--------|
| Empleados                  | 27.818 |
| Oficinas                   | 5.530  |
| Terminales de autoservicio | 8.113  |
| Tarjetas (miles)           | 10.344 |

### OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2009

Millones €

|                            |            |
|----------------------------|------------|
| Sociales                   | 310        |
| Ciencia y medio ambiente   | 81         |
| Culturales                 | 79         |
| Educativas e investigación | 30         |
| <b>TOTAL PRESUPUESTO</b>   | <b>500</b> |



**Canal Móvil**

El Servicio de Estudios  
desde cualquier lugar **estudios.laCaixa.mobi**

El Canal Móvil te permite tener disponibles, allí donde te encuentres, algunos de los contenidos de la web del Servicio de Estudios de "la Caixa".

Sólo necesitas un dispositivo móvil, conexión a internet y un navegador.

Más información en [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

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