

# Informe Mensual



NÚMERO 325

*¿Recuperación en Estados Unidos? La inversión no engaña...* Pág. 10

La evolución de los beneficios condiciona la recuperación de la inversión

*Explicando el aumento de los beneficios a largo plazo: innovación y globalización* Pág. 24

¿Por qué ha aumentado el peso de los beneficios en la renta nacional?

*Beneficios y bolsa* Pág. 41

Desde los años treinta no asistíamos a variaciones de los beneficios tan intensas como las del ciclo actual

*Sectores de actividad ante el cambio de ciclo: la crisis irá por barrios* Pág. 50

El mayor ajuste, en los bienes o servicios que no son de primera necesidad y que operan en entornos muy competitivos

# 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>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	2,0	1,1	-2,9	2,5	2,1	0,7	-0,8	-2,6	-3,7
Japón	2,4	-0,7	-7,4	1,3	0,6	-0,2	-4,5	-9,1	-8,6
Reino Unido	3,0	0,7	-4,6	2,6	1,7	0,3	-1,8	-4,1	-5,3
Zona del euro	2,6	0,7	-4,5	2,1	1,4	0,6	-1,4	-4,6	-5,0
<i>Alemania</i>	2,6	1,0	-5,6	2,8	2,0	0,8	-1,6	-6,9	-6,5
<i>Francia</i>	2,1	0,7	-3,0	2,0	1,2	0,6	-1,7	-3,2	-3,3
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	2,9	3,8	-1,0	4,2	4,3	5,2	1,5	-0,2	-1,4
Japón	0,1	1,4	-1,0	1,0	1,4	2,2	1,0	-0,2	-0,3
Reino Unido	2,1	3,6	1,8	2,4	3,3	4,9	3,9	3,0	1,8
Zona del euro	2,1	3,3	0,4	3,4	3,6	3,8	2,3	1,0	0,3
<i>Alemania</i>	2,3	2,6	0,5	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>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	3,4	0,1	-3,1	2,0	0,8	-0,2	-2,3	-4,1	-3,9
Consumo de las AAPP	4,9	5,3	4,3	3,7	5,0	6,1	6,3	5,4	4,5
Formación bruta de capital fijo	5,3	-3,0	-15,4	2,4	-0,8	-4,1	-9,3	-13,1	-15,4
<i>Bienes de equipo</i>	10,0	-1,1	-22,2	5,2	1,8	-1,3	-9,7	-18,6	-25,0
<i>Construcción</i>	3,8	-5,3	-14,2	0,2	-3,1	-7,3	-10,9	-12,4	-12,7
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	4,4	0,1	-5,4	2,6	1,2	-0,2	-3,0	-5,3	-5,8
Exportación de bienes y servicios	4,9	0,7	-14,4	4,8	4,4	1,5	-7,9	-19,0	-16,7
Importación de bienes y servicios	6,2	-2,5	-17,0	3,6	1,8	-2,0	-13,2	-22,3	-18,8
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,2</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	2,9	-0,6	-6,6	1,6	0,1	-0,9	-3,1	-6,0	-7,5
Tasa de paro (% población activa)	8,3	11,3	18,4	9,6	10,4	11,3	13,9	17,4	18,7
Índice de precios de consumo	2,8	4,1	-0,2	4,4	4,6	4,9	2,5	0,5	-0,7
Costes laborales unitarios	2,9	3,4	-0,5	4,2	3,6	3,4	2,6	0,8	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-10,1	-9,5	-6,1	12,1	9,5	8,7	7,9	8,7	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,7	-9,1	-5,5	-11,2	-9,0	-8,4	-7,6	-8,5	
Saldo público (% PIB)	2,2	-3,8	-8,3			-1,0	-17,0		
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<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	1,32	1,50	1,56	1,51	1,34	1,30	1,33

## La dinámica de los beneficios empresariales

### Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Estados Unidos
- 10 *¿Recuperación en Estados Unidos? La inversión no engaña...*
  - 13 Japón
  - 15 China
  - 17 México
  - 19 Materias primas
- 21 Unión Europea
  - 21 Zona del euro
- 24 *Explicando el aumento de los beneficios a largo plazo: innovación y globalización*
  - 26 Alemania
  - 27 Francia
  - 29 Italia
  - 30 Reino Unido
  - 31 Europa emergente
- 33 Mercados financieros
  - 33 Mercados monetarios y de capital
- 41 *Beneficios y bolsa*
- 45 Coyuntura española
  - 45 Actividad económica
- 50 *Sectores de actividad ante el cambio de ciclo: la crisis irá por barrios*
  - 53 Mercado de trabajo
  - 57 Precios
  - 61 Sector exterior
  - 64 Sector público
  - 66 Ahorro y financiación

Desde finales de la década de los setenta o principios de los ochenta la proporción de la renta destinada a retribuir al capital ha aumentado, tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea. España tampoco escapa a esta dinámica. Se trata de una tendencia de carácter global que va más allá de las fluctuaciones cíclicas de las economías. ¿A qué responde esta evolución? Los factores que se relacionan con la distribución del producto entre salarios o beneficios son la innovación tecnológica y la globalización, mientras que la evidencia relativa a los cambios institucionales (desregulación laboral, grado de sindicalización o dinámica de la negociación salarial) es menos concluyente.

En cuanto al progreso tecnológico, se considera que empezó a cambiar su naturaleza y su ritmo en la década de los ochenta, principalmente por el impacto de las nuevas tecnologías de la información y del conocimiento. Su efecto se tornó plenamente evidente a partir de mediados de los años noventa. Estos cambios tecnológicos tienden a potenciar el factor capital en la medida en que la rápida innovación genera rentas extraordinarias transitorias hasta que los nuevos productos o procesos son imitados o copiados por nuevos competidores y sus precios bajan. Además, el cambio tecnológico aumenta la demanda relativa del colectivo de alta cualificación. Dado que en la práctica totalidad de países industrializados la proporción de trabajadores de alta cualificación hacia 1980 era relativamente baja, el proceso de innovación elevó la proporción de la renta destinada a retribuirlos, mientras que el grueso de los trabajadores se vio relativamente menos demandado.

Al mismo tiempo, la globalización de la economía ha reforzado el cambio en la distribución entre salarios y beneficios. La entrada en los flujos del comercio internacional de países que tradicionalmente estaban orillados del mismo (las llamadas economías emergentes, con China a la cabeza) tiende a provocar un descenso de la cuota del trabajo en la renta en los países donde abunda el capital, situación en la que se encuentran los países avanzados.

La tendencia al crecimiento de los beneficios ha coincidido con un extraordinario periodo de avances de la prosperidad y del empleo mundial. La actual recesión económica va a suponer una dura prueba para estas tendencias. De entrada, los beneficios empresariales están sufriendo una caída vertiginosa, debido a su acusada prociclicidad. Es decir, cuando la demanda cae abruptamente, la diferente velocidad de ajuste entre los precios de los productos y los costes productivos (especialmente los costes salariales), determina una rápida compresión de los beneficios. En Estados Unidos, los beneficios empresariales totales caían un 24% anual a finales de 2008. El desplome es aun más intenso en las empresas cotizadas en bolsa, debido al mayor peso relativo del sector financiero en las mismas. Así, entre el segundo trimestre de 2007 y el cuarto de 2008 las ganancias de las empresas cotizadas en el índice S&P 500 acumulaban un retroceso del 82%, si bien es verdad que en el verano de 2007 los beneficios se encontraban en niveles excepcionalmente elevados.

En la medida en que la fase recesiva se supere y los mecanismos de cambio tecnológico y globalización recuperen su normalidad, las tendencias precedentes probablemente volverán a reactivarse. Una dinámica ventajosa ya que al fin y al cabo, sigue siendo cierta la máxima citada por el ex canciller alemán, Helmut Schmidt, de que «los beneficios de hoy son la inversión de mañana y los empleos de pasado mañana».

## RESUMEN EJECUTIVO

**Lo peor de la recesión podría haber quedado atrás, pero la incertidumbre es muy elevada.**

**Los resultados del primer trimestre arrojan intensos retrocesos en las principales economías.**

**Algunos indicadores de la economía real permiten confiar en un paulatino alivio de la recesión.**

### **Signos de mejora alivian la peor recesión en medio siglo**

A lo largo del último mes se han ido conociendo los datos de crecimiento del primer trimestre de 2009. Una palabra, crecimiento, que se ha convertido en un eufemismo más que en una descripción de la realidad, pues para la gran mayoría de países estos datos fueron los peores en décadas. Al mismo tiempo, han aparecido indicadores positivos que dan cuenta de mejoras en algunos ámbitos, lo que ha generado expresiones primaverales –los brotes verdes– para referirse a un hipotético fin de la recesión. Lo cierto es que la economía mundial atraviesa la coyuntura más grave en muchas décadas, pero lo peor de la recesión puede haberse registrado entre finales del pasado año y principios del actual. A partir de ahora cabe esperar datos no tan negativos, si bien la recuperación puede hacerse esperar. Incluso no cabe descartar recaídas; la incertidumbre es muy elevada y la salida del túnel no va a ser un camino de rosas.

Japón y Alemania son, entre las grandes potencias, las más afectadas. Su elevada orientación al comercio internacional y su especialización en la exportación de bienes de capital de alto valor añadido les ha perjudicado muy acusadamente por el colapso del comercio a finales del pasado año. El crecimiento interanual de la economía nipona sufrió un retroceso del 9,1% en el primer trimestre del año. El repliegue de la economía germana fue algo menos dramático, un 6,9%. En comparación con estas cifras, los resultados para el conjunto de la Unión Europea, el Reino Unido y, sobre todo, los Estados Unidos, parecen incluso

aceptables. En estos casos el descenso interanual del PIB en el primer trimestre fue del 4,6%, 4,1% y 2,6%, respectivamente.

Esta evolución, peor de lo previsto, obliga a revisar las previsiones de crecimiento para 2009 sensiblemente a la baja. Esperamos que después de la fuerte caída del primer trimestre de 2009, el ritmo al que continuarán contrayéndose las principales economías se moderará de forma gradual. En el segundo semestre del año podrían alcanzarse ya tasas de crecimiento intertrimestrales positivas en Estados Unidos, la eurozona y Japón. Ello no evitará que los resultados del conjunto del año sean negativos, casi un 3% en Estados Unidos, un 4,5% en la zona del euro y cerca del 6% en Japón. En 2010 volverían las cifras positivas, al asentarse una recuperación que, a pesar de todo, se mantendrá por debajo del potencial de crecimiento existente a largo plazo.

¿Por qué confiamos en un escenario de recuperación? Dos factores, principalmente, indican que las principales economías avanzadas pueden encarar la senda de crecimiento: la mejora de los índices de sentimiento económico y la normalización de los mercados financieros.

En Estados Unidos, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de mayo continuó distanciándose del mínimo histórico de febrero, pero aún está lejos de niveles propios de recuperación. El índice de actividad y sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de abril también continuó acercándose paulatinamente al umbral que marca el inicio de las etapas expansivas.

Los principales indicadores de sentimiento económico de la zona del euro siguieron el mismo camino. El índice Purchasing Managers Index de los gestores de compras, lleva ya tres meses consecutivos mejorando y el índice general de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea también registró una notable mejora en el mes de abril.

De Japón merece la pena destacar la evolución reciente de las exportaciones, pues los peores retrocesos parecen quedar atrás. Entre finales de septiembre de 2008 y enero de 2009 las exportaciones descendieron un 46,9%, pero en marzo ganaron un 5,3% tras el moderado descenso de febrero. La producción industrial de marzo, aunque mostró una modesta ganancia respecto al mes previo, también puso fin a su periodo de descensos.

El segundo factor que impulsará el cambio de ritmo de los descensos en los próximos trimestres es la normalización del sistema financiero. En los mercados interbancarios las primas de liquidez y de riesgo de contrapartida continúan estrechándose. Las bolsas siguen mostrando un buen tono: han consolidado los fuertes avances de marzo-abril, la volatilidad está reduciéndose y el volumen es sólido. La emisión de bonos corporativos ha moderado algo el ritmo, pero sigue en niveles saludables.

El efecto sobre la economía real no será inmediato, pero sí que gradualmente deberíamos observar que el crédito a empresas y hogares va recuperándose. En la zona del euro, por ejemplo, los tipos de interés del crédito a empresas y hogares están bajando con celeridad, respondiendo a los recortes del tipo de interés de referencia que el Banco Central Europeo viene impulsando desde octubre del año pasado. En mayo, la autoridad monetaria europea volvió a bajar 0,25 puntos porcentuales, y lo dejó en el 1%. El recorrido para seguir estimulando la economía vía reducciones

del tipo de interés está llegando a su fin. Es por ello que en la última reunión del Consejo Jean-Claude Trichet anunció nuevas disposiciones para seguir facilitando y ampliando la base de liquidez de la economía.

De todas formas, es importante resaltar que la incertidumbre acerca de la trayectoria de salida de la recesión global es aún muy elevada. La velocidad con la que el sistema financiero será capaz de transmitir su recuperación a la economía real es una incógnita ya que el saneamiento del sistema bancario internacional está lejos de haber concluido. También es difícil evaluar los efectos de los planes de expansión fiscal, que si bien han paliado algo la recesión, al mismo tiempo han generado déficits públicos muy elevados cuyas consecuencias sobre la actividad futura pueden suponer un pesado lastre. Otro factor a tener en cuenta es el alcance del deterioro del mercado laboral, que hará que la recuperación del consumo sea muy débil y limitará la capacidad de recuperación de la economía en su conjunto. El último elemento que introduce un elevado nivel de incertidumbre es la recomposición de las políticas monetarias en el momento en que la actividad se normalice, puesto que las masivas inyecciones de liquidez destinadas a frenar el deterioro de las economías significarían un peligro para la estabilidad de los precios y un riesgo de formación de nuevas burbujas especulativas.

La economía española no puede sustraerse a este marco de crisis financiera internacional y de fuerte desaceleración global. Las cuentas del primer trimestre presentan una caída intertrimestral del producto interior bruto (PIB) del 1,9%. Se trata del tercer trimestre consecutivo en que se registra un retroceso de la actividad. En estos tres primeros meses del año, el PIB anotó la mayor caída interanual de las últimas décadas, del 3,0%, superando incluso la peor cifra trimestral de la anterior recesión de 1992-1993. Se trata, no obstante,

**Los indicadores de la economía financiera también apuntan hacia una progresiva normalización.**

**Pero los riesgos persisten: saneamiento del sector bancario, déficits públicos, mercado laboral y burbuja de liquidez.**

**En España, la economía cae un 3% en el primer trimestre, menos que en la eurozona.**

## **Marcada contracción del consumo de las familias.**

de un descenso inferior al del agregado de la Unión Europea o al de la eurozona.

El fuerte decremento del PIB fue debido a la aceleración de la caída de la demanda nacional. El consumo de las familias intensificó su contracción en el primer trimestre hasta una disminución interanual del 4,1%. Este descenso se explica por la reducción de la renta disponible al caer el empleo un 6,0% interanual, por el adverso efecto de la baja del valor de los activos bursátiles e inmobiliarios y por el aumento de la propensión al ahorro por motivo precaución ante la escalada del paro, junto con el endurecimiento de las condiciones de financiación. Todos los componentes del consumo anotaron tasas de variación negativas, incluso la alimentación y los servicios, que en el cuarto trimestre de 2008 todavía se mantenían positivas. La bajada es mayor en el caso de los bienes duraderos, si bien no empeoró con respecto al trimestre anterior.

Esta marcada caída continuó en abril en el caso de los automóviles, lo que ha propiciado la aprobación de un plan de ayudas directas a su adquisición. Los planes de estímulo públicos, la caída de los tipos de interés y la recuperación de las bolsas en las últimas semanas pueden explicar la recuperación de la confianza de los consumidores en marzo y abril, que, no obstante, se coloca todavía en niveles muy bajos.

En cuanto a la inversión, todos los componentes aceleraron su caída, especialmente los bienes de equipo, y dentro de ellos sobre todo la maquinaria. La debilidad de la demanda, tanto interna como externa, el retroceso de los beneficios empresariales y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas explican el hundimiento de la inversión. Sin embargo, la utilización de la capacidad productiva experimentó una liviana subida en el segundo trimestre, lo que podría favorecer un freno en el deterioro de este componente de la demanda. En cuanto a la inversión

en construcción, sigue en tasas negativas de dos dígitos por el ajuste del mercado inmobiliario, si bien la obra en infraestructuras experimentó una cierta recuperación gracias sobre todo al plan de obras locales y los trabajos relacionados con el ferrocarril de alta velocidad.

En el ámbito exterior, tanto las importaciones como las exportaciones acentuaron su desaceleración en un entorno de reducción del comercio internacional. No obstante, la caída interanual de las importaciones, del 22,3%, fue superior a la anotada por las exportaciones, del 19,0% y ello, junto con la favorable evolución de los precios, está permitiendo un rápido descenso del déficit comercial y un alivio parcial de la elevada necesidad de financiación exterior que hasta ahora ha requerido la economía española.

En este panorama, el Gobierno ha lanzado nuevas medidas de política económica para hacer frente a la crisis. Entre las mismas destaca la supresión de la deducción fiscal a la adquisición de vivienda a partir del 1 de enero de 2011 para las rentas altas, las citadas ayudas directas para la adquisición de automóviles, reducciones fiscales para pymes y trabajadores autónomos que mantengan plantillas, ampliación de la introducción de nuevas tecnologías en las escuelas y un recorte presupuestario de 1.000 millones de euros.

Los escasos indicadores disponibles del segundo trimestre apuntan a una continuación de la recesión. No obstante, el perfil de caída empieza a suavizarse, lo que permite avanzar que el momento de mayor debilidad se registró en el primer trimestre y que en los próximos meses la recesión se irá atenuando. Hacia finales de año la actividad se estabilizará y el próximo año volverán a registrarse tasas positivas. Siempre y cuando, naturalmente, el entorno internacional lo permita.

26 de mayo de 2009

## **Desplome de la inversión, con mejora del sector exterior como contrapartida.**

## **En el segundo trimestre del año la recesión continúa, pero con menor intensidad.**

## CRONOLOGÍA

### 2008

- 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**.
- mayo**
- 7 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,00% y anuncia medidas para facilitar liquidez al sistema bancario.
  - 12 En el debate parlamentario sobre el estado de la nación, el presidente del Gobierno anuncia **nuevas medidas de política económica**: eliminación parcial de la deducción fiscal por la compra de la vivienda habitual a partir de 2011, ayudas para la compra de automóvil, reducción de la fiscalidad para algunas pymes y autónomos, etc.

## AGENDA

### 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).

### Julio

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 3 Índice de producción industrial (mayo).
- 10 IPC (junio).
- 15 IPC armonizado de la UE (junio).
- 22 Comercio exterior (mayo).
- 23 Precios industriales (junio).
- 24 Encuesta de población activa (segundo trimestre).
- 28 Ingresos y pagos del Estado (junio).
- 30 Avance IPCA (julio).
- 31 Balanza de pagos (mayo). PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos:  
la economía baja  
un 6,1% por el desplome  
de la inversión...**

**...pero el consumo privado  
se estabiliza y el público  
evolucionará al alza.**

### Estados Unidos: hacia la estabilidad... con permiso de los precios

El producto interior bruto (PIB) del primer trimestre de 2009 retrocedió un 2,6% interanual, un 6,1% intertrimestral anualizado que prácticamente repite el descenso del último trimestre de 2008. La inversión en bienes de equipo tuvo un retroceso intenso, del 33,8% en términos intertrimestrales anualizados, mientras que la construcción cedió un contundente 38,0%. El resto de los componentes, que son el 85% del total de la economía, ofrece, empero, una imagen algo mejor que el dato agregado y que apunta al final de los descensos abruptos de la actividad.

La economía podría tocar fondo durante el segundo trimestre para después empezar ya la senda de una recuperación que, eso sí, se anticipa débil y dubitativa.

¿Dónde se encuentra el lado positivo de un descenso tan abrupto del PIB? En primer lugar, la reducción de existencias contribuyó 2,7 puntos porcentuales al total del descenso intertrimestral. Si bien este ajuste fue coherente con la reducción de la demanda, también es de esperar que en los próximos meses su intensidad remita. En segundo lugar, el consumo privado avanzó en términos anuales un 2,2% intertrimestral, como reacción a dos trimestres seguidos de intensas caídas. Final-

### 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	Abril
PIB real	2,0	1,1	2,5	2,1	0,7	-0,8	-	-2,6	-	-
Ventas al por menor	3,3	-0,7	2,6	2,4	0,4	-8,0	-9,1	-8,0	-9,6	-10,1
Confianza del consumidor (1)	103,4	58,0	76,5	57,3	57,3	40,7	37,4	25,3	26,9	39,2
Producción industrial	1,5	-2,2	1,4	-0,4	-3,2	-6,7	-10,7	-11,4	-12,6	-12,5
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	49,5	49,1	47,4	36,1	35,6	35,8	36,3	40,1
Venta de viviendas unifamiliares	-26,8	-37,2	-33,1	-39,1	-36,7	-40,4	-44,6	-37,4	-30,6	...
Tasa de paro (2)	4,6	5,8	4,9	5,4	6,1	6,9	7,6	8,1	8,5	8,9
Precios de consumo	2,9	3,8	4,1	4,4	5,3	1,6	0,0	0,2	-0,4	-0,7
Balanza comercial (3)	-700,3	-681,1	-699,2	-701,8	-714,5	-681,1	-658,2	-622,4	-592,6	...
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	1,0
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,9	74,4	72,0	70,9	73,5	81,3	81,0	83,1	83,8	82,3

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.

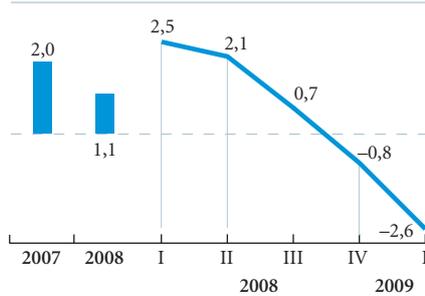
(4) Tipo de cambio ponderado por los flujos del comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa.

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

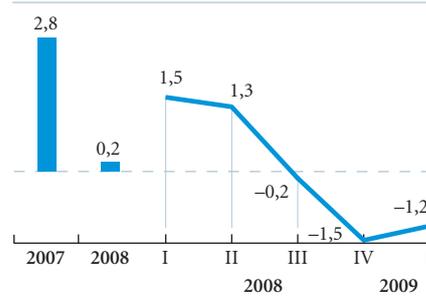
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

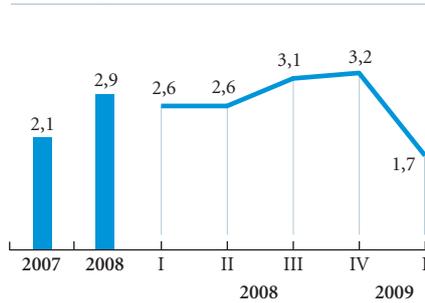
### PIB



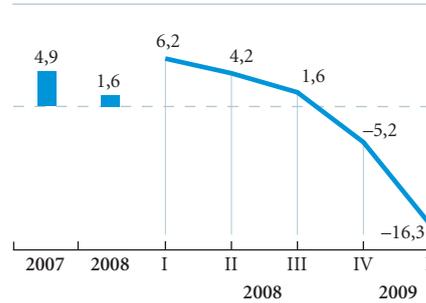
### Consumo privado



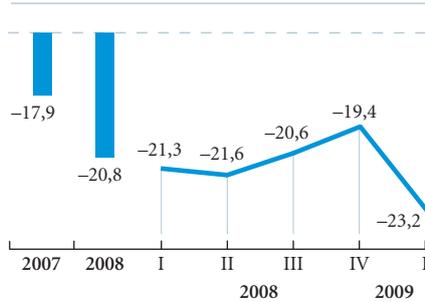
### Consumo público



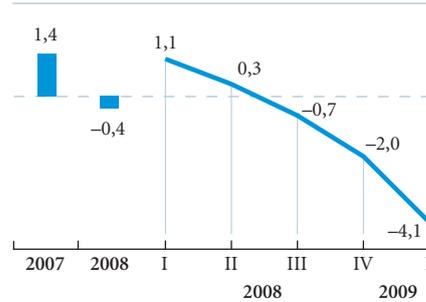
### Inversión no residencial



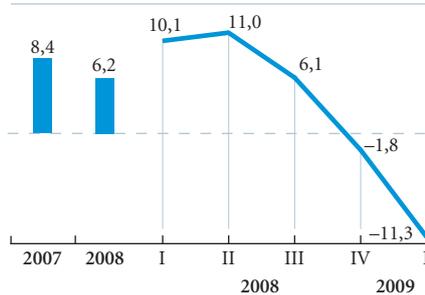
### Inversión residencial



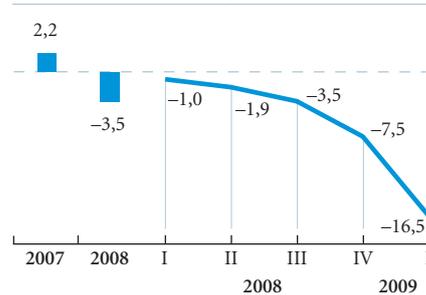
### Demanda interna



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

**La economía puede tocar fondo durante el segundo trimestre pero la recuperación será modesta.**

**La confianza de los consumidores mejora mientras que las ventas minoristas retoman la senda bajista.**

**Los empresarios son menos pesimistas, y la actividad industrial sigue en mínimos.**

mente, el consumo público, que en Estados Unidos incluye el gasto estatal en infraestructuras, fue anormalmente bajo en el primer trimestre y debería evolucionar al alza, especialmente a partir del verano, cuando empiecen a sentirse los efectos del plan Obama, que incluye gastos en infraestructuras por valor de un 2% del PIB, a repartir mayormente entre 2009 y 2010.

¿Por qué la recuperación será más débil que en ciclos anteriores? Porque el repunte del consumo privado no debe ir a más. Los hogares deben reducir su endeudamiento bruto, que está todavía en niveles cercanos al 100% del PIB, cuando en 2000 era del 60%. Entre enero de 2005 y septiembre de 2008 las familias estadounidenses dedicaron al ahorro un magro 0,7% de su renta disponible mientras que en los tres primeros meses de 2009 la ratio promedio fue del 4,2. La pérdida de riqueza de las familias, que entre junio de 2007 y finales de 2008 también rozó el total del PIB, combinando activos tangibles y acti-

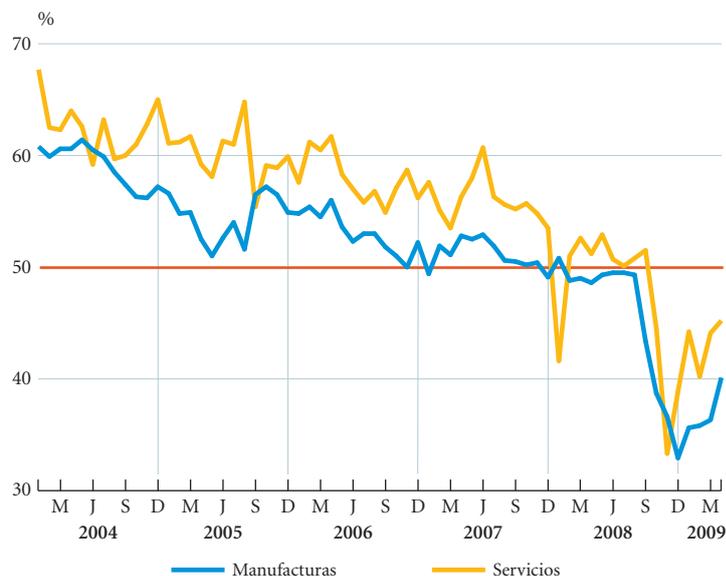
vos financieros, también juega contra la recuperación del consumo. Las transferencias y la reducción de impuestos del plan Obama pueden suavizar estos efectos pero no compensarlos en su totalidad.

Los últimos indicadores de demanda confirman que el repunte del consumo pierde fuerza. Las ventas minoristas de abril retrocedieron por segundo mes consecutivo después de un inicio de año en positivo. Sin automóviles ni gasolina, cayeron un 5,7% interanual en términos reales. Por su parte, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de abril subió de 26,9 hasta los 39,2 puntos, distanciándose del mínimo histórico de febrero pero lejos aún de niveles propios de recuperación.

Por el lado de la oferta, el índice de actividad y sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de abril siguió acercándose paulatinamente a la barra de los 50 puntos, que se considera el

## ESTADOS UNIDOS: ¿CAMINO DE LA RECUPERACIÓN?

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.

umbral que marca el inicio de etapas expansivas. El índice de manufacturas tuvo su cuarto mes consecutivo de avances, llegando al nivel de los 40,1 puntos, mientras que el índice de servicios se recuperó hasta los 45,2 puntos. El contrapunto negativo estuvo en la producción industrial, que en abril retrocedió un 12,5% interanual mientras que la utilización de la capacidad productiva marcó un nuevo mínimo histórico desde el inicio del indicador en 1967 bajando hasta el 69,1%.

La vivienda sigue sin dar señales de tocar fondo, tanto en la demanda como en la oferta. El precio de los inmuebles sigue empeorando la situación patrimonial de los hogares con un índice Case-Shiller que en febrero acumulaba un retroceso del 31,6% respecto al máximo de junio de 2006. Las ventas de viviendas de segunda mano descendieron un 7,1% interanual y volvieron a marcar un nuevo mínimo ya que las ejecuciones por impago de hipotecas y la falta de confianza de los compradores siguieron pesando

más que la tentación de unos precios más asequibles.

Una dificultad para la recuperación del precio de la vivienda es la incertidumbre del mercado de trabajo. La tasa de paro alcanzó en abril el 8,9% de la población activa y en los próximos meses puede seguir aumentando hasta alcanzar el 10,0%.

La incierta pugna entre los riesgos inflacionistas y deflacionistas se está decantando hacia los primeros. El índice general de precios al consumo (IPC) de abril retrocedió un 0,7% interanual, pero el IPC subyacente, el general sin los alimentos ni la energía, sumó en abril su tercer mes consecutivo de subidas intermensuales y aceleró para incrementarse un 1,9% interanual que, sin el alquiler de la vivienda llega al 2,2%.

En el sector exterior, la reducción de los flujos moderó sus retrocesos, aunque aún es pronto para confirmar que se haya tocado fondo. Aunque con bajadas más

**El precio de los inmuebles sigue a la baja y la construcción no toca fondo.**

**El mercado laboral sigue débil con una tasa de paro que llega al 8,9%.**

**El IPC desciende un 0,7% pero la tendencia subyacente es al alza.**

## ESTADOS UNIDOS: LOS PRECIOS VUELVEN A SUBIR

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



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

**El déficit comercial interrumpe sus descensos debido al menor volumen de comercio.**

moderadas, en marzo las exportaciones y las importaciones se situaron un 17,4% y un 27,0% por debajo del mismo periodo del año anterior, respectivamente. Pese a ello, el déficit comercial de marzo repuntó ligeramente, especialmente en

los productos no petrolíferos, hasta los 27.577 millones de dólares. El nivel está cercano a la mitad de lo que imperaba en 2008 pero será difícil que la corrección del desequilibrio comercial continúe en los próximos meses.

## ¿Recuperación en Estados Unidos? La inversión no engaña...

El estallido de la burbuja inmobiliaria, y el posterior colapso del sistema financiero han llevado a la economía estadounidense a una recesión histórica. De momento, uno de los centros de atención lo acapara el impacto que la contracción económica está teniendo sobre los hogares, así como sus posibles consecuencias. El elevado apalancamiento en el que éstos se encuentran y la creciente tasa de paro hacen prever que el consumo, el principal motor de la economía, se mantendrá muy débil en el medio plazo. Ello hará que la recuperación sea más lenta que en un ciclo típico. En cambio, la situación que atraviesa el sector empresarial ha recibido menos atención, aunque es igualmente importante. Si el tejido empresarial ve limitada su capacidad de inversión, la fase bajista será más profunda y la recuperación aún más lenta.

### LAS RECESIONES VAN ACOMPAÑADAS DE FUERTES CONTRACCIONES DE LOS BENEFICIOS

Ratio de beneficios sobre PIB (\*)



NOTA: (\*) Beneficios antes de impuestos de las empresas no financieras y no agrícolas.

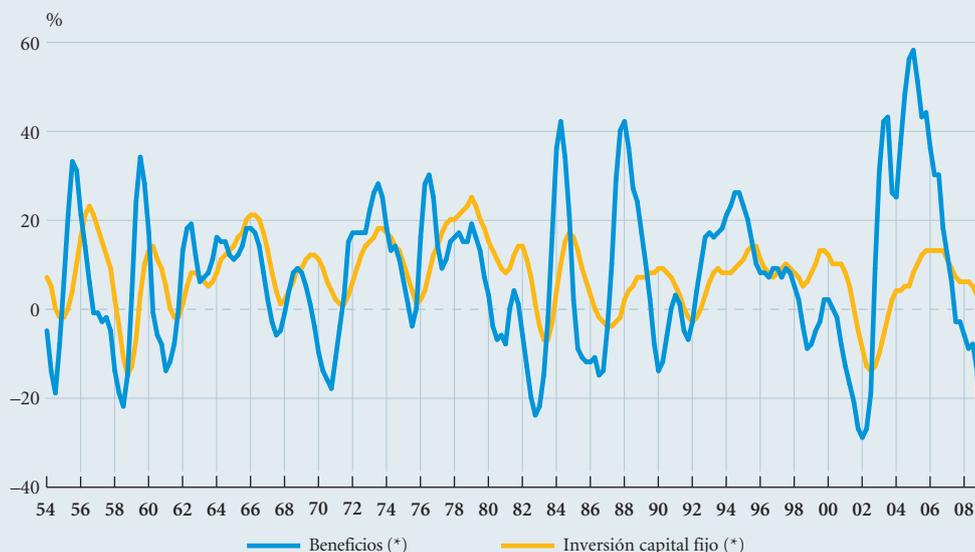
FUENTES: Reserva Federal, NBER y elaboración propia.

A juzgar por los resultados del último trimestre de 2008 el sector empresarial no ha podido escapar de las dinámicas bajistas que atraviesan el resto de componentes de la economía. En este periodo, los beneficios de las empresas no financieras y no agrícolas registraron un retroceso del 24% con respecto al mismo trimestre del año

anterior. Además, un rápido repaso del comportamiento de los beneficios a lo largo de los últimos ciclos nos advierte que esta dinámica puede agudizarse en el corto plazo. Como nos muestra el gráfico anterior, los beneficios empresariales no sólo son procíclicos, sino que son más volátiles que el conjunto de la economía: crecen a una tasa superior a la del producto interior bruto durante los periodos expansivos y anotan fuertes contracciones durante las recesiones.

### LA CAPACIDAD DE INVERSIÓN ESTÁ ESTRECHAMENTE LIGADA A LOS BENEFICIOS

Variación del saldo acumulado de cuatro trimestres sobre el mismo periodo del año anterior



NOTA: (\*) Datos para empresas no financieras y no agrícolas.

FUENTES: BEA, Reserva Federal y elaboración propia.

La marcada prociclicidad de los beneficios es, en buena parte, el resultado del ajuste asimétrico de los costes operativos y de los precios a lo largo del ciclo. Mientras los precios se ajustan relativamente rápido, la menor flexibilidad de los costes asociados al capital y a la fuerza laboral tiende a llevar a las empresas a un exceso de capacidad durante las fases bajistas, y al contrario en las fases alcistas. Ello hace que el beneficio por unidad producida aumente durante las fases expansivas y se reduzca en las fases bajistas. Dado que el volumen de negocio es procíclico, ello explica la mayor volatilidad de los beneficios a lo largo del ciclo.

Una de las consecuencias inmediatas de la caída de los beneficios durante los periodos recesivos es que las empresas pueden ver limitada su capacidad de inversión. El análisis de la evolución histórica de los beneficios y la inversión nos da una muestra indirecta de ello. Como se observa en el gráfico anterior, ambas series han seguido sendas paralelas a lo largo de los últimos ciclos, con lo que parece que la capacidad de inversión de las empresas está estrechamente ligada a la evolución de los beneficios. De momento, en el primer trimestre de 2009 la inversión privada bruta en los Estados Unidos ya ha retrocedido el 24% con respecto al mismo trimestre del año anterior.

Además, existe un factor que hará que la caída de los beneficios reduzca la capacidad de inversión de las empresas más que en episodios anteriores. Durante un ciclo recesivo típico, éstas suelen recurrir al sector financiero

para obtener crédito. Ello les permite paliar, en parte, el efecto de la caída de los beneficios, con lo que la caída de la inversión es más moderada. Pero las elevadas primas de riesgo y el aumento de los estándares de crédito que el sector financiero se está viendo obligado a fijar para poder hacer frente a la actual situación de elevada incertidumbre podrían cerrar esta puerta a las empresas.

Por otro lado, hay dos factores que apuntan en dirección contraria y que ayudarán a moderar la contracción de la inversión. Como se observa en el gráfico anterior, el crecimiento de la inversión se ha mantenido sensiblemente por debajo de los niveles históricos durante el último ciclo expansivo (2001-2007). Por lo tanto, el riesgo de que se haya producido una sobreinversión es más limitado que en ciclos anteriores. Ello hará que los excesos de capacidad con los que se encuentran las empresas estadounidenses durante la actual fase recesiva sean más moderados. El segundo factor a tener en cuenta es el nivel de apalancamiento en el que se encuentra el sector empresarial estadounidense. Como se observa en el gráfico siguiente, la ratio de deuda sobre el patrimonio neto llegó a su máximo a principios de la década de los noventa, y desde entonces se ha ido moderando de forma progresiva.

### LA RATIO DE APALANCAMIENTO DEL SECTOR EMPRESARIAL ESTÁ EN NIVELES RELATIVAMENTE MODERADOS

Ratio de deuda de las empresas no financieras y no agrícolas sobre patrimonio neto



FUENTES: Reserva Federal y elaboración propia.

En definitiva, la contracción de los beneficios de las empresas estadounidenses reducirá significativamente su capacidad de inversión. En el corto plazo parece difícil que el sector financiero pueda ayudar a amortiguar la caída dados los aprietos que éste está atravesando. Sin embargo, es de esperar que cuando se restablezca la confianza en los mercados, el sector productivo podrá reemprender la marcha con relativa celeridad ya que, a diferencia de ciclos recesivos anteriores, esta vez parte de una ratio de apalancamiento más moderada.

*Este recuadro ha sido elaborado por Oriol Aspachs-Bracons  
Departamento de Economía Europea, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

## Japón: una caída muy aguda... que puede revertir

En el primer trimestre de 2009, la economía nipona se contrajo un 9,1% interanual, un 15,2% en términos intertrimestrales anualizados. Este retroceso récord desde 1945, se explicó en su práctica totalidad por el descenso de las exportaciones, que se desplomaron un 36,8% interanual. También la inversión en bienes de equipo, que cedió un 22,4%, tuvo una im-

portante contribución negativa. El tercer elemento bajista fue la intensificación del descenso del consumo privado, que cedió un 2,7% interanual y que, por su inercia, hará más difícil una pronta recuperación.

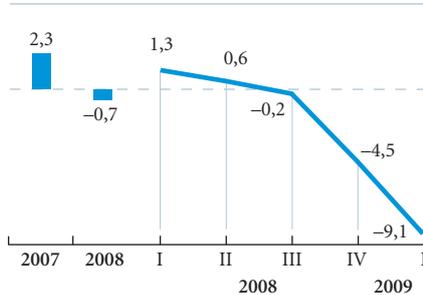
Las exportaciones japonesas se han visto afectadas de forma negativa por tres canales simultáneamente. En primer lugar, la sincronización de la recesión ha reducido la demanda mundial, incluida la de bienes japoneses. En segundo lugar, la cri-

**Japón retrocede un 9,1% a causa de la caída de las exportaciones.**

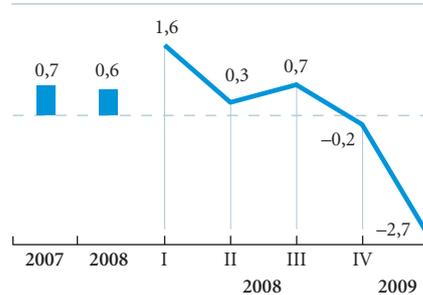
### EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

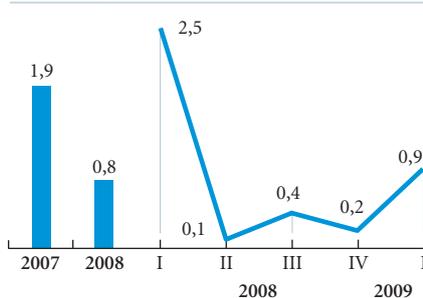
#### PIB



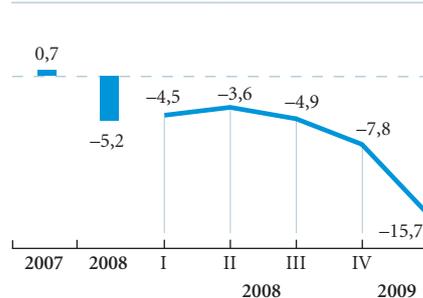
#### Consumo privado



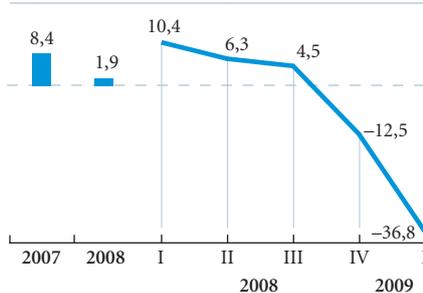
#### Consumo público



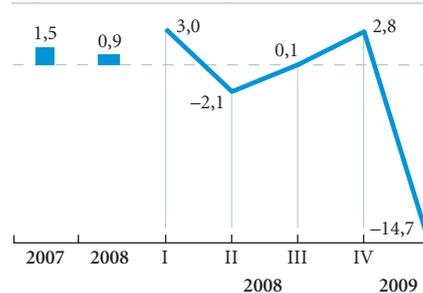
#### Formación bruta de capital fijo



#### Exportaciones de bienes y servicios



#### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto de Investigación Económica y Social y elaboración propia.

**La mayor intensidad en bienes de capital de las exportaciones amplifica la caída...**

**...pero existen indicios de estabilización en el sector exterior.**

**La producción industrial interrumpe sus caídas abruptas.**

sis del crédito ha provocado una distorsión del comercio mundial por el lado de la oferta que ha disparado los costes del seguro de crédito y caución, lo que ha provocado múltiples rupturas en las cadenas de proveedores. En tercer lugar, los bienes de capital tienen una naturaleza más fluctuante que los de consumo, como puede observarse en los fuertes retrocesos de la inversión en el PIB de las principales economías en el primer trimestre de 2009. Como las exportaciones japonesas tienen un importante peso en bienes de capital de alto valor añadido, en los últimos meses han amplificado la ya de por sí profunda bajada del volumen de comercio mundial.

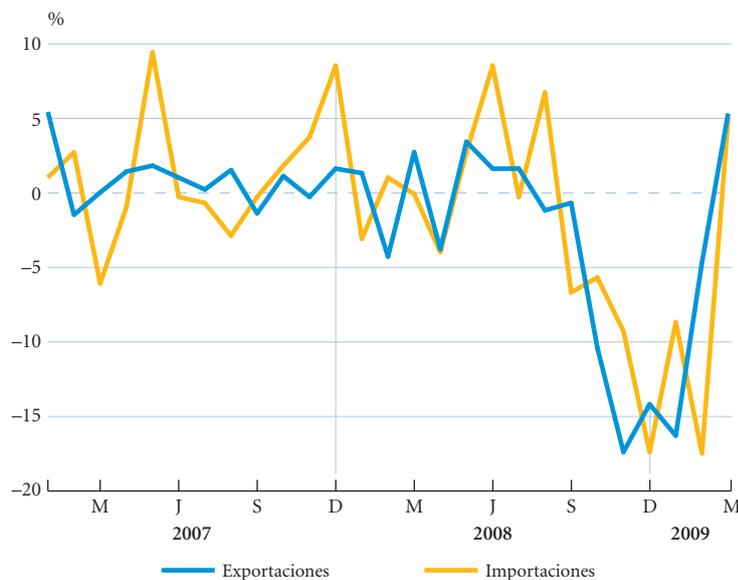
Sin embargo, los peores retrocesos parecen haber pasado. Desde finales de septiembre de 2008 hasta enero de 2009, inclusive, las exportaciones japonesas descendieron un 46,9%, pero en marzo ganaron un 5,3% tras el moderado descenso de febrero. Según los datos de la balanza de pagos, en febrero y marzo volvió

el superávit a la balanza de bienes, después de una serie de déficits significativos. Los fuertes descensos de los flujos exportadores podrían estar ya llegando a su fin, llevando a la economía a guarismos más acordes con la evolución de los últimos años, y existe una probabilidad real de que la misma volatilidad de los descensos también se dé en la recuperación del sector exterior, tras la hecatombe de los últimos meses. Así, si las perspectivas para la primera mitad de 2009 se muestran algo más sombrías que hace un mes, en la segunda parte de 2009 y los inicios de 2010 podríamos asistir a un repunte de la economía japonesa.

En Japón predominan los productores sobre los consumidores y, en consecuencia, son los indicadores de oferta los que más han evidenciado la debilidad de los últimos meses. Pero al igual que en el caso de las exportaciones, también aquí remiten los descensos drásticos, aunque los últimos datos de confianza empresarial del Tankan del primer trimestre siguen bajo

### JAPÓN: EL COMERCIO TOCA FONDO

Variación intermensual de las exportaciones y las importaciones



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

## 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	Abril
PIB real	2,3	-0,7	1,3	0,6	-0,2	-4,5	-	-9,1	-	-
Producción industrial	2,9	-3,4	3,5	1,6	-3,3	-15,0	-30,0	-36,9	-35,1	...
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	-20,5	...
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	3,8	4,0	4,0	4,0	4,1	4,4	4,8	...
Precios de consumo	0,1	1,4	1,0	1,4	2,2	1,0	0,0	-0,1	-0,3	...
Balanza comercial (3)	12,6	4,0	11,7	10,3	7,5	4,0	2,6	2,1	1,4	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	83,4	82,6	81,9	98,5	105,1	103,5	97,7	95,9

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.

mínimos. Así, la producción industrial de marzo, aunque sólo mostró una modesta ganancia respecto al mes previo, puso fin a cuatro meses seguidos de descensos.

La demanda continuó su tendencia bajista. Las ventas minoristas de marzo retrocedieron un 3,8% interanual y en los doce meses hasta abril se vendieron un 28,7% menos de automóviles que en el máximo de 2005. Fruto de la debilidad de la demanda, los precios bajaron en marzo un 0,3% interanual, el primer incremento negativo desde septiembre de 2007. La bajada de precios fue más consistente en el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, que también retrocedió un 0,3% interanual pero que acumuló el tercer mes consecutivo de descensos. La debilidad de los precios irá a más en los próximos meses, a causa de la débil demanda y la primera prueba de ello es el IPC de Tokio que, en abril, cedió un 0,4% interanual. Abundando en las debilidades de la economía nipona, el mercado laboral volvió a repetir en marzo los descensos del mes anterior, con una tasa de paro que

pasó del 4,4% hasta el 4,8% de la población activa, el máximo desde 2004, y con la pérdida de 450.000 empleos, lo que eleva hasta 1.930.000 los puestos de trabajo destruidos desde mayo de 2008.

### China debe centrarse en la demanda interior

Con una economía que crece al 6,1%, China presenta unas envidiables perspectivas para 2009 que, sin embargo, no están exentas de riesgos, con un excesivo superávit exterior y con un mercado inmobiliario en retroceso. La población rural continúa generando cada año un gran flujo de mano de obra que obliga a China a crecer por encima del 8%, que es el objetivo del gobierno. Con unos estabilizadores automáticos relativamente pequeños, el estímulo fiscal chino está obligado a ser intenso, con unos gastos adicionales en infraestructuras del 4,5% del PIB tanto para 2009 como para 2010. Sin embargo, su implementación a través de la tupida red de gobiernos locales no es fácil.

**El consumo cae, el IPC baja un 0,3% y el paro llega al 4,8%.**

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

## 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	Abril
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	7,3
Producción eléctrica	15,7	6,7	16,0	11,9	6,7	-6,0	-14,1	4,8	-2,2	-3,6
Precios de consumo	4,8	5,9	8,0	7,8	5,3	2,5	1,0	-1,6	-1,2	-1,5
Balanza comercial (*)	262,4	295,2	256,5	247,4	257,0	295,2	314,9	311,6	317,0	313,7
Tipo interbancario 3 meses (**)	3,6	4,2	4,6	4,6	4,4	3,2	2,5	1,3	1,5	1,7
Renminbi por dólar	7,6	6,9	7,1	6,9	6,8	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.

### La producción industrial sube un 7,3% y los precios bajan un 1,5%.

Los indicadores recientes ilustran una recuperación algo titubeante. La producción industrial creció en abril un 7,3% interanual, un ritmo respetable pero que supone una desaceleración respecto a marzo y queda lejos del 15% que era norma en los últimos años. La producción nacional de energía eléctrica también dio un paso atrás en abril con un incremento negativo. Por su parte, los precios siguen

descendiendo. El IPC general de abril bajó un 1,5% interanual, mientras que el de los alimentos cedió un 1,3%.

La debilidad del comercio mundial está perjudicando a la economía china menos de lo esperado. Las exportaciones son un 29,8% del PIB pero no son tan intensivas en bienes de capital, ni tienen un altísimo valor añadido, por lo que su caída es me-

## CHINA: UNA RECUPERACIÓN MUY INCIPIENTE

Variación interanual de la producción industrial (\*)



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

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas de China y elaboración propia.

nos abrupta y se compensan con menores importaciones. Así, el superávit comercial de los últimos doce meses hasta abril se mantuvo en 313.665 millones de dólares, cerca del récord histórico, con las exportaciones cayendo un 22,6% interanual y las importaciones un 23,0%.

Aunque China mantenga su superávit en tiempos de crisis, existe el consenso de que el crecimiento debe concentrarse en la demanda interna. Los superávit exteriores han llevado a una acumulación de reservas en dólares que hacen a China vulnerable frente a una política monetaria expansiva de la Reserva Federal estadounidense. Pero el crecimiento interior pasa por aumentar la propensión al consumo. Aquí, el gasto público en educación y, especialmente, en sanidad son esenciales para reducir la aversión al riesgo de los hogares. Así, los anunciados 850.000 millones de renminbi del plan de sanidad para proveer coberturas básicas aumentarán la renta disponible de las familias y pueden mostrarse más efectivos que muchos proyectos de infraestructura.

## México: severo impacto de la recesión mundial

La economía mexicana está siendo golpeada por una secuencia de eventos negativos sin precedentes recientes. La contracción del PIB mexicano está inducida por la profunda crisis financiera mundial y la fuerte recesión de Estados Unidos. Además, la aparición, y rápida propagación, del agente patógeno A/N1H1 o gripe A (mal llamada «gripe porcina») durante abril de 2009 ha agravado la situación.

El PIB de México se contrajo un 8,6% en tasa interanual en el primer trimestre de 2009. La magnitud de la caída de la economía ya se vislumbraba en el Indicador Global de Actividad Económica (IGAE), que registraba un desplome del 10,8% interanual en febrero. El ministro de Hacienda mexicano –Agustín Carstens– ha apuntado que los malos datos del primer trimestre motivarán una revisión a la baja de las previsiones oficiales de contracción del PIB para el conjunto de 2009 desde el 4,1% al 5,5%.

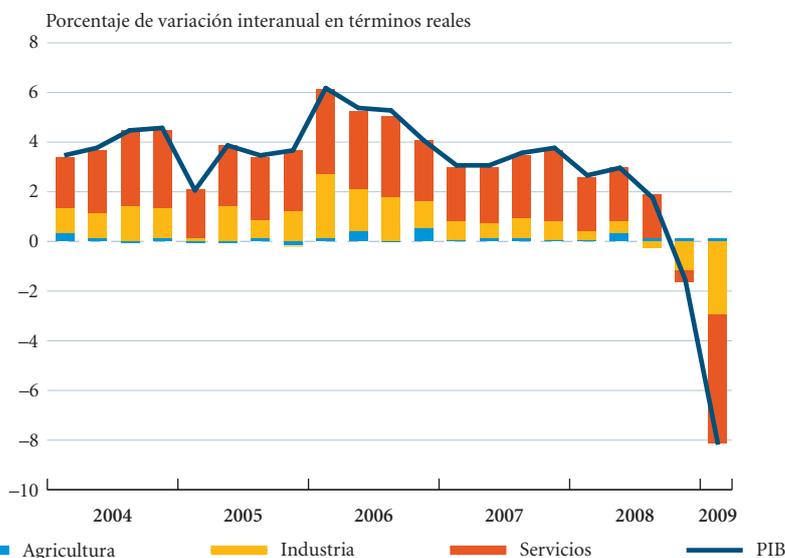
**Las exportaciones bajan pero el superávit comercial continúa.**

**La implementación del gasto de sanidad debe incentivar el consumo privado.**

**La economía mexicana navega en un entorno sin precedentes.**

### LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS SE DERRUMBAN...

PIB por rama de actividad



FUENTE: Banco de México.

**La intensidad de la caída en la producción industrial es similar a la del «Tequilazo».**

Los datos por ramas de actividad muestran una fuerte contracción del sector industrial y de servicios. El valor añadido por el sector industrial en su conjunto se redujo un 9,9% interanual. Este sector no registraba una caída tan intensa desde la crisis del «Tequila» en 1995. Dentro de la industria, las manufacturas, altamente relacionadas a la demanda exterior, registraron una caída del 13,8%. En concreto, la producción automotriz se derrumbó un 38,3% interanual, por la retracción de la demanda de Estados Unidos. El sector de la construcción cayó un 7,7%. El PIB asociado al sector de servicios perdió un 7,8% interanual lastrado por una espectacular caída del comercio (17,2%) y los servicios de transporte (10,3%).

A pesar de que el PIB mexicano por el lado de la demanda aún no se ha publicado, algunos indicadores ofrecen pistas sobre la evolución de los diferentes componentes. El consumo privado se está viendo afectado negativamente por el menor ingreso disponible de las familias y, desde abril, por el impacto de la gripe A. Esta caída de los ingresos está asociada al deterioro del mercado laboral, que ha

provocado un repunte de la tasa de desempleo desde el 4,3% en el último trimestre de 2008 hasta el 5,0% de primer trimestre de 2009, y a la caída de las remesas del exterior del 4,9% interanual entre enero y marzo. En este entorno, las ventas minoristas, que cayeron un 0,4% interanual en marzo, podrían registrar un comportamiento sustancialmente peor en abril debido al impacto de la gripe A. La ligera mejora de la confianza de las familias y las empresas en abril se debe interpretar con cautela, y no como un brote verde, pues la encuesta se realiza en la primera quincena del mes y, por tanto, no refleja el impacto de la gripe A en la actividad.

A pesar del contexto de debilidad, la inflación se resiste a bajar. El IPC aumentó el 6,2% interanual en abril, frente al 6,0% de marzo por el alza de los alimentos. A pesar de que el IPC subyacente se redujo ligeramente hasta el 5,8% interanual en abril, se mantiene por encima del 4,9% promedio de 2008 debido al encarecimiento de productos importados inducido por la depreciación del peso.

**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	Abril
PIB real	3,3	1,4	3,3	2,5	1,5	-1,7	...	-8,6	...	...
Producción industrial	2,4	-1,0	1,9	0,1	-1,4	-4,4	-9,6	-9,2	...	...
Confianza del consumidor (1)	104,9	92,2	102,4	94,2	88,9	83,3	81,9	78,9	79,4	82,1
Tasa de paro general (2)	3,7	4,0	3,9	3,5	4,2	4,3	5,0	5,3	4,8	...
Precios de consumo	-22,7	-11,8	4,0	4,0	3,8	4,7	6,3	6,2	6,0	6,2
Balanza comercial (3)	-10,1	-17,3	-9,3	-7,8	-11,9	-17,3	-17,1	-16,4	-17,5	...
Tasa de interés oficial de Banxico (%) (4)	7,00	7,50	7,50	7,75	8,25	8,25	7,75	7,50	6,75	6,00
Pesos mexicanos por dólar (1)	11,0	10,6	10,6	10,3	11,0	13,9	14,4	15,1	14,2	13,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) El 21 de mayo Banxico bajó 75 puntos básicos hasta el 5,25%.

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

El sector exterior continúa con la tónica negativa, alcanzando los 17.500 millones de dólares de déficit en marzo, un incremento del 60% respecto al promedio de 2008. Una buena noticia fue que las exportaciones de productos no petroleros moderaron su caída en marzo (15,7% interanual) en comparación al mes anterior (24%).

En un contexto marcado por el mal primer trimestre y el impacto de la gripe, la revisión a la baja del crecimiento avanzada por el ministro Carstens se puede quedar corta. Dado que la gripe va a prolongar la debilidad en el segundo trimestre del año, limitar la contracción del PIB al 5,5% en el conjunto del 2009 implicaría un fuerte rebote de la actividad en la segunda mitad del año, algo que ante las perspectivas de lenta y prolongada recuperación la economía de Estados Unidos y el mundo parece optimista. Por otro lado, el efecto de la gripe podría ser mayor al previsto. El Banco Mundial ha estimado que podría restar entre 0,5% y 5,3% al PIB de 2009, dependiendo si el escenario es medio o severo. El escenario previsto en estos momentos por el gobierno y el consenso de los economistas es el más benévolo, lo que sesga los riesgos a la baja.

### **El petróleo retoma el camino al alza**

El precio del petróleo volvió a subir después de tomarse un leve respiro el mes anterior. Así, entre el 20 de abril y el 22 de

mayo el crudo avanzó un 17,9% hasta los 59,18 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes) tras haber sobrepasado momentáneamente la barra de los 60 dólares. La subida acumulada en el año corriente llega ya al 51,4%.

El precio del petróleo siguió apostando por un escenario de recuperación económica en la banda optimista y por la debilidad del dólar. La previsión, una menor demanda de crudo durante 2009 anunciada por la Agencia Internacional de la Energía tuvo un efecto muy leve sobre los precios, que se vieron apoyados por dos factores adicionales. En primer lugar, la OPEP incrementó su producción en 220.000 barriles diarios, muy poco frente al total de 25,8 millones de barriles diarios y muy por debajo del aumento esperado de 800.000. Un factor adicional a favor de la subida del precio de petróleo es el anuncio por parte de las autoridades chinas de la continuidad de los controles de precios interiores de combustibles, lo que estimula la demanda del segundo consumidor mundial y presiona al alza los precios.

Las materias primas siguieron en general la estela del petróleo. Los metales básicos se tomaron un respiro después de las subidas del mes anterior. El oro repuntó moderadamente y las mayores alzas se concentraron en los alimentos. Así, el índice *The Economist* de materias primas subió un 6,9% entre el 20 de abril y el 22 de mayo, acumulando un ascenso del 16,8% en el año corriente, y el trigo se encareció un 23,2% tras los descensos de los meses previos.

**El gobierno revisa a la baja las previsiones de crecimiento.**

**El precio del petróleo vuelve a subir y acumula un incremento del 51%.**

**Las materias primas siguen al alza lideradas por los alimentos.**

**El modesto aumento de producción de la OPEP y la demanda China apoyan al precio del crudo.**

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

Índice «The Economist»



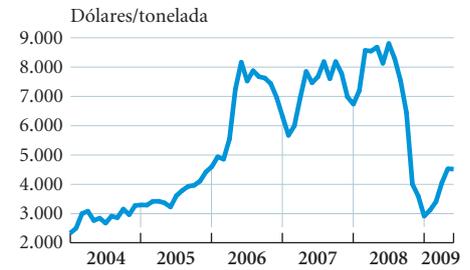
Petróleo Brent



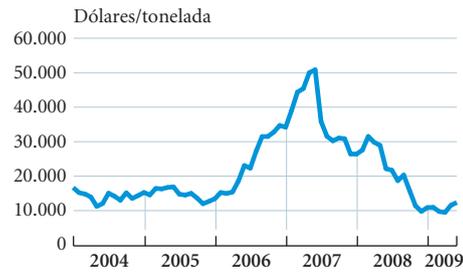
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 22 de mayo).  
FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

## UNIÓN EUROPEA

### Zona del euro: cambio de tendencia, pero con mucha incertidumbre

En el Informe Mensual del mes de mayo destacábamos la virulencia con la que la contracción económica mundial estaba afectando la zona del euro, especialmente por su exposición al colapso del comercio mundial. Por ello concluimos que, con una alta probabilidad, el retroceso del crecimiento del primer trimestre de 2009 sería superior al del último trimestre de 2008. Y así ha sido. Tanto la zona del euro como el conjunto de la Unión Europea anotaron un crecimiento negativo del 2,5% respecto al trimestre anterior, 0,9 puntos porcentuales por encima del registrado en el último trimestre de 2008. Ello ha rebajado el crecimiento interanual

hasta una tasa negativa del 4,6% para la zona del euro y del 4,4% para el conjunto de la Unión Europea.

Los datos desagregados por componentes aún no han sido publicados, pero los indicadores de alta frecuencia alertan que el retroceso fue generalizado en todos ellos. Las ventas al por menor, un buen indicador de la evolución del consumo, registraron un retroceso del 3,5% con respecto al mismo trimestre del año anterior. El ritmo de contracción de la producción industrial, un buen indicador de la inversión, se aceleró hasta el 20,2% en el mes de marzo. Los datos de comercio exterior, en cambio, parece que hayan encontrado un suelo. En marzo, las exportaciones anotaron una tasa de

**El crecimiento de la economía sufre un fuerte retroceso en el primer trimestre de 2009.**

### 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	Abril
PIB	2,7	0,7	2,2	1,5	0,6	-1,4	-	-4,6	-	-
Ventas al por menor	1,3	-0,2	1,0	0,6	-0,2	-1,9	-2,7	-3,9	-4,0	...
Confianza del consumidor (1)	-4,9	-17,9	-11,9	-14,6	-19,2	-26,1	-30,5	-32,5	-33,7	-31,3
Producción industrial	3,5	-1,7	2,5	1,1	-1,4	-8,8	-16,5	-19,1	-20,2	...
Sentimiento económico (1)	108,9	91,1	101,4	97,5	89,9	75,8	67,2	65,3	64,7	67,2
Tasa de paro (2)	7,4	7,5	7,2	7,4	7,5	8,0	8,4	8,7	8,9	...
Precios de consumo	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3	1,1	1,2	0,6	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	1,5
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	107,9	113,0	113,0	116,0	114,0	109,1	111,9	110,4	113,3	112,5

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.

Revisamos nuestro  
escenario de previsiones  
a la baja...

...aunque hay indicios  
de que se está produciendo  
un cambio de tendencia...

...los índices de sentimiento  
económico han repuntado  
con fuerza...

crecimiento positiva con respecto al mes anterior por segunda vez consecutiva. Ello sitúa el descenso interanual en el 17%. Aunque es 6 puntos porcentuales más bajo que el registrado en febrero, todavía es muy superior al del último trimestre de 2008.

Los nuevos datos disponibles nos han llevado a revisar las previsiones de crecimiento de la eurozona. Después de la fuerte caída que se produjo en el primer trimestre de 2009, el ritmo al que continuará contrayéndose la economía se moderará de forma gradual. En el último trimestre del año, muy probablemente, ya se alcanzarán tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. A pesar de ello, el retroceso que experimentará la economía en el conjunto del año será del 4,5%. El crecimiento previsto para 2010 es del 0,5%. Con ello se confirmaría el proceso de recuperación económica, a pesar de que el crecimiento aún se mantendría por debajo del potencial.

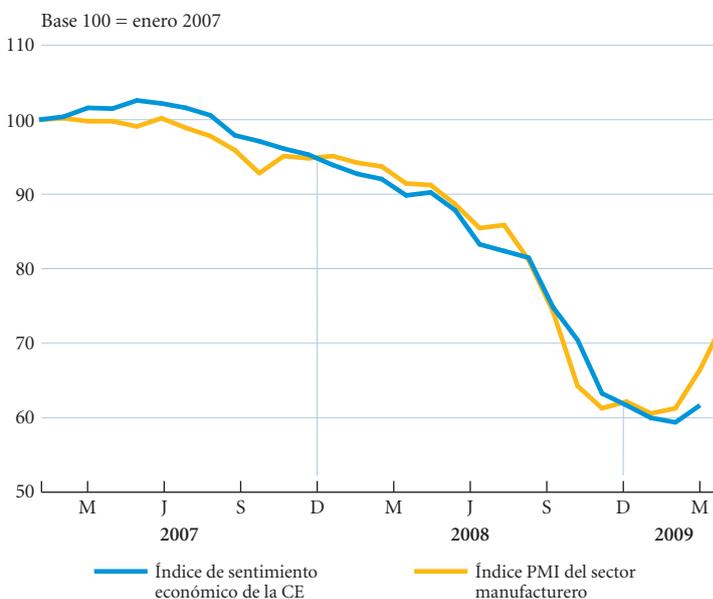
Hay, principalmente, dos factores que nos indican que la economía ha entrado en un gradual proceso de recuperación: la mejora de los índices de sentimiento económico y la normalización de los mercados financieros.

Como se observa en el gráfico siguiente, los principales indicadores de sentimiento económico parece que encontraron un suelo durante los últimos meses. El índice *Purchasing Managers Index* (PMI) de los gestores de compras, que resume los cambios en la producción, los pedidos, los inventarios y el empleo, ya lleva tres meses consecutivos mejorando. El índice general de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea, que resume las condiciones de los principales sectores de la economía, después de unos meses estancado también registró una notable mejora en el mes de abril.

El segundo factor que impulsará el cambio de ritmo de los descensos en los pró-

## LOS ÍNDICES DE SENTIMIENTO ECONÓMICO MARCAN UN CAMBIO DE TENDENCIA

Índices de sentimiento económico



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y elaboración propia.

ximos trimestres es la normalización del sector financiero. Como se comenta en el capítulo de mercados financieros, la disminución de la aversión al riesgo está permitiendo que las primas de riesgo y, por lo tanto, el coste de financiación hayan disminuido en los últimos meses. Ello se está traduciendo en una normalización de las emisiones de deuda y está abriendo las puertas a la tan esperada re-capitalización del sector.

El efecto sobre la economía real no será inmediato, pero sí que gradualmente deberíamos observar que el crédito a empresas y hogares va recuperándose. De momento, los tipos de interés de ambos tipos de crédito están bajando con celeridad, respondiendo a la fuerte bajada del tipo de interés de referencia que el Banco Central Europeo viene impulsando desde octubre del año pasado. En el mes de mayo lo volvió a bajar 0,25 puntos porcentuales, y lo dejó en el 1%.

De todas formas, es importante resaltar que la incertidumbre acerca de la celeridad con la que la economía se recuperará es aún muy elevada. La velocidad con la que el sistema financiero será capaz de transmitir su recuperación a la economía real es una incógnita. Tampoco se conoce con exactitud el impacto final que tendrán los planes de expansión fiscal. Según estimaciones de la Comisión Europea (CE) presentadas en el informe de primavera, su efecto sobre el PIB estaría entre el 0,5% y el 1% en 2009, y entre el 0,4% y el 0,7% en 2010.

Otro factor a tener en cuenta es el alcance del deterioro del mercado laboral du-

rante los próximos años. En el mes de marzo la tasa de paro volvió a aumentar dos puntos porcentuales, y ya se sitúa en el 8,9%. Según el informe de previsiones de la CE, el empleo se contraerá un 2,5% tanto en la zona del euro como en el conjunto de la Unión Europea en 2009, y en 2010 éste seguirá retrocediendo el 1,5%. Ello supone que 8 millones y medio de personas perderán su trabajo en la Unión Europea a lo largo de estos dos años. De confirmarse estas previsiones, la recuperación del consumo será muy débil y limitará la capacidad de recuperación de la economía en su conjunto.

El último elemento que introduce un elevado nivel de incertidumbre en las previsiones es la futura evolución de la inflación. De momento, ésta muestra una clara tendencia bajista, ya que en abril se mantuvo en el 0,6%, y podría alcanzar tasas negativas en el corto plazo por efecto de la caída de los precios de las materias primas. Pero en el medio plazo existen dos fuerzas que empujan en direcciones opuestas. Por un lado, la debilidad del consumo frenará la recuperación de la inflación, pero por otro lado ésta podría repuntar con fuerza si las enormes cantidades de liquidez que el BCE ha introducido en el sistema no son retiradas de forma ordenada.

En definitiva, finalmente tenemos algunos indicios convincentes de que lo peor de la recesión ya podría haber pasado. Pero la senda que nos llevará hacia tasas de crecimiento positivas está rodeada de elementos que introducen un elevado nivel de incertidumbre y que deberemos ir siguiendo de cerca.

**...y los mercados financieros están volviendo a la normalidad.**

**Pero la incertidumbre es aún muy elevada.**

## Explicando el aumento de los beneficios a largo plazo: innovación y globalización

El economista clásico David Ricardo consideró a principios del siglo XIX que la cuestión fundamental en economía era cómo se determinaba la distribución de la renta entre los factores de producción, capital y trabajo. Ese interés era el reflejo de un fuerte debate que la entonces denominada economía política vivía en sus inicios. Y sin embargo, la cuestión dejó de atraer la atención. Durante mucho tiempo los economistas aceptaron que la tesis de Nicholas Kaldor de que la retribución de los factores de producción era estable (unos dos tercios de la renta retribuía al trabajo; el resto, al capital) reflejaba adecuadamente la realidad. Las estadísticas ciertamente mostraban oscilaciones cíclicas, pero tendencialmente la proporción beneficios/salarios se mantenía. Sin embargo, tras más de dos décadas en las cuales la retribución del capital ha ido ganando peso, el debate ha vuelto.

### UNA TENDENCIA GLOBAL DE RECUPERACIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Cuota de beneficios en proporción del producto interior bruto (\*)



NOTAS: (\*) Cuota de beneficios empresariales calculados como 100 menos la cuota del conjunto de retribuciones del factor trabajo (salarios y cotizaciones sociales a cargo de la empresa, todo ello dividido por el PIB a coste de los factores).

(\*\*) Unión Europea a 15.

FUENTE: AMECO Database.

Los datos disponibles apuntan a que, efectivamente, desde finales de la década de 1970 o principios de 1980 la proporción de la renta destinada a retribuir el capital ha aumentado, tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea. España no escapa a dicha evolución, como tampoco lo hacen países como Canadá o Australia. Se trata, en definitiva, de una tendencia de carácter global, y que tiene un segundo punto de inflexión alcista a partir de la segunda mitad de la década de 1990. Queda por dilucidar, no obstante, si podría revestir un carácter cíclico, ya que no en vano, precisamente desde la recesión de 1993, el mundo vivió una larga etapa de expansión económica que alcanzó hasta 2008. Cuando se aplican distintos métodos para eliminar la incidencia del ciclo el resultado es coincidente: el aumento de la cuota de los beneficios en la renta es creciente, más allá de las fluctuaciones cíclicas.

Por tanto, para explicar dicha tendencia, debemos buscar factores de carácter estructural y global que empiecen a despuntar hacia 1980. Los candidatos que habitualmente se mencionan en la literatura son la innovación tecnológica, la globalización y los cambios institucionales. El progreso tecnológico empieza a cambiar de naturaleza y de ritmo en la década de los ochenta. Aunque no se limita al impacto de las nuevas tecnologías de la información y del conocimiento en la economía, sí que éstas representan la materialización más evidente del cambio tecnológico. Su efecto es ya plenamente evidente desde mediados de los años noventa.

Las teorías económicas indican que los cambios de tecnología pueden beneficiar tanto al capital como al trabajo. En el caso de la mencionada revolución de las tecnologías de la información y del conocimiento, ésta se ha materializado en gran medida en los bienes de capital informáticos y otros, lo que a su vez comporta que el capital tecnológico vea incrementado su rendimiento y, en consecuencia, su cuota sobre la renta. Asimismo, y dado que cada tipo de tecnología tiene asociado un perfil de trabajador determinado, si se producen saltos tecnológicos acelerados va a aumentar la demanda relativa del colectivo de alta calificación por dos motivos diferentes. En primer lugar, porque ciertas tecnologías avanzadas comportan intrínsecamente necesidades de trabajadores con mayor cualificación profesional. Pero también se da este proceso porque la mano de obra con mayor capacitación en general es más «adaptable» a las nuevas tecnologías.

Esta presunción teórica se ve corroborada por la evidencia empírica, que tiende a subrayar que la entrada de nuevas tecnologías es complementaria al trabajo cualificado, pero es sustitutiva del segmento no cualificado. Dado que en la práctica totalidad de países industrializados la proporción de trabajadores de alta cualificación hacia 1980 era baja, el proceso de innovación tendió a provocar un aumento de la proporción de la renta destinada a retribuir al capital, ya que sólo una fracción del total de trabajadores se benefició de la mayor demanda (y de mayores retribuciones, en consecuencia), mientras que el grueso de los trabajadores se vieron relativamente menos demandados.

Un segundo elemento que actúa es la globalización. La entrada en la economía internacional de países que tradicionalmente estaban orillados de ella (las llamadas «economías emergentes», con China a la cabeza) se produce con plena intensidad al avanzar la década de 1990 y, sobre todo, en los primeros años del siglo XXI. Aunque los efectos de la globalización sobre el *mix* beneficios/salarios son complejos, se acepta generalmente que un proceso de liberalización comercial tiende a provocar un descenso de la cuota del trabajo en la renta si el país es abundante en capital en relación con el resto de economías (situación en la que se encuentran los países industrializados).

Los cambios institucionales, a diferencia de la tecnología y la globalización, tienen un impacto menos claro. Por ejemplo, aunque ciertos autores apuntan a que el aumento del peso de la retribución del capital se debe a la desregulación laboral y al proceso de reducción de la sindicalización, lo cierto es que el país de la Unión Europea que más activo se ha mostrado en este frente, Reino Unido, ha registrado una práctica estabilidad de la proporción beneficios/salarios en las dos últimas décadas. Otro tipo de aspecto institucional que a veces se ha mencionado son ciertas dinámicas de negociación salarial que tienden a hacer crecer los salarios por encima de la productividad, incentivando la sustitución de trabajo por capital. Aunque ésta es una explicación plausible para ciertos países (por ejemplo, Francia), en otros países como Austria o Finlandia esta presión de los salarios no se dio y, en cambio, el aumento de la cuota de beneficios sobre la renta fue acusada.

En resumidas cuentas, dos tendencias configuradoras de la actual economía (el cambio tecnológico acelerado y la globalización) explican el aumento de la cuota de la retribución del capital desde 1980, viéndose este efecto intensificado en algunos casos por factores institucionales. ¿En qué medida explica cada uno de los factores la

tendencia al mayor peso de los beneficios? Los estudios empíricos disponibles coinciden en señalar que el cambio tecnológico es el principal causante, teniendo los aspectos de globalización económica un peso menor.<sup>(1)</sup> Decíamos antes que Ricardo detectó la importancia del tema hace cerca de dos siglos. No es casual. Entonces, como hoy, se estaba viviendo una etapa de aumento progresivo de los flujos comerciales y financieros junto con una revolución industrial. Aunque la historia nunca se repite, a veces se producen resonancias de una época en otra. Ello nos debería dar confianza en un momento de incertidumbre como el actual ya que, no en balde, Ricardo fue coetáneo del inicio de una etapa de prosperidad que iba a prolongarse cerca de un siglo.

(1) Véase, como ejemplo representativo de los estudios empíricos realizados, Florence Jaumotte e Irina Tytell, «How Has The Globalization of Labor Affected the Labor Income Share in Advanced Countries?», IMF Working Paper No. 07/298, diciembre de 2007.

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

**La economía alemana vive su mayor contracción desde la Segunda Guerra Mundial.**

### **Alemania: el deterioro de la economía podría empezar a frenarse**

La economía alemana sufrió, en el primer trimestre de 2009, su mayor contracción desde la Segunda Guerra Mundial, con una reducción interanual del PIB del 6,9%. Esta caída se debió en gran medida al brusco deterioro de la actividad durante los tres primeros meses del año, que disminuyó un 3,8% respecto al último trimestre de 2008. Esta cifra se alineó con las previsiones de los principales organismos internacionales y del propio gobierno alemán, que anticipan una contracción económica para el 2009 entre el 5,4% y el 6,0%.

No es casualidad que las economías germana y nipona se vean duramente afectadas por la coyuntura económica actual. El colapso del comercio exterior, fruto de la recesión global y de las dificultades de financiación, ha castigado severamente a aquellos países donde la demanda externa consistía en la pieza clave de su crecimiento. Además, ante la especialización alemana en bienes intensivos en capital, la caída de las exportaciones ha arrastrado consigo una fuerte contracción de la inversión,

convirtiéndose, junto con el consumo interno, en los tres componentes que arrastran al PIB, sólo compensados parcialmente por un mayor gasto público.

La excepcionalidad de la recesión vivida en el primer trimestre de 2009 se ve reflejada en el comportamiento de los indicadores de mayor frecuencia, que alcanzaron en este periodo las mayores caídas de los últimos sesenta años. Entre ellos, destaca el sector exterior alemán, que muestra una caída del superávit comercial superior al 50% interanual en los tres primeros meses del año, debido a la contracción de las exportaciones en un 21,3%. Por su lado, la producción y los pedidos industriales cayeron un 19,7% y un 35,7% respectivamente, que junto a la menor utilización de la capacidad productiva nos permiten estimar que la inversión en este primer trimestre siguió contrayéndose de forma muy intensa. Además, por el lado de la demanda, las ventas al por menor, mostraban una reducción del 3,0%

A pesar de estos datos tan poco esperanzadores, parece que empiezan a atisbarse algunos indicios de mejoría, que señalarían, aunque de forma muy débil, una re-

**Los indicadores muestran caídas sin precedentes durante el primer trimestre del año.**

## 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	Abril
PIB	2,6	1,0	2,8	2,0	0,8	-1,8	-	-6,9	-	-
Ventas al por menor	-3,0	-0,5	-1,2	-0,8	0,1	-0,5	-2,1	-6,2	-1,0	...
Producción industrial	5,8	0,0	4,8	2,8	0,0	-7,5	-18,1	-21,0	-20,3	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,1	96,8	104,0	102,1	94,8	86,2	83,1	82,6	82,2	83,7
Tasa de paro (**)	9,0	7,8	8,1	7,9	7,7	7,6	7,8	8,0	8,1	8,3
Precios de consumo	2,3	2,6	3,0	3,0	3,1	1,6	0,9	1,0	0,5	0,6
Balanza comercial (***)	181,5	195,3	199,5	202,3	196,3	183,0	168,8	161,0	152,4	...

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.

ducción de la contracción durante los próximos meses. Así, fijándonos en los datos mensuales, observamos cómo, a pesar de la fuerte caída de la producción y de los pedidos industriales en el primer trimestre, los datos de marzo mostraron un cierto repunte, que se vio reflejado también en la mejora del índice IFO de actividad empresarial del mes de abril, tanto del componente presente como del futuro. También se apreciaron algunos signos esperanzadores en la evolución de las exportaciones y de las ventas al por menor en el mes de marzo, mientras que las matriculaciones de automóviles siguieron aumentando en este mes, estimuladas por el incentivo fiscal para renovar el parque automovilístico, después de dos trimestres de caídas.

Sin embargo, estas ligeras mejoras de los datos mensuales coinciden con una elevada incertidumbre en el mercado laboral. La tasa de paro del mes de abril aumentó un mes más, hasta alcanzar el 8,3% de la población activa.

Nuestra lectura de las diferentes tendencias que nos muestran los datos es que nos encontramos en un punto de infle-

xión en el que la economía alemana, a pesar de seguir contrayéndose durante los próximos meses, mostrará gradualmente un menor deterioro, e incluso puede alcanzar tasas de crecimiento intertrimestrales positivas a finales de año. Esta ralentización vendrá motivada por una mejora de las exportaciones y de la inversión, mientras que esperamos que el consumo privado siga las tendencias de los últimos trimestres debido a la continuidad del deterioro del mercado de trabajo. Este último efecto mantiene la incertidumbre sobre la evolución de la tasa de inflación, que si bien seguirá reduciéndose en los próximos meses, a partir de la segunda mitad del año recibirá dos efectos de direcciones opuestas: por un lado, la debilidad de la demanda interna seguirá presionándola a la baja, mientras que las medidas fiscales y las rebajas de los tipos de interés por parte del Banco Central lo harán en la dirección opuesta.

### La recesión francesa, menos intensa que en otros países

Los datos de la contabilidad nacional de Francia muestran una caída del PIB del

### Aparecen algunos indicios débiles de ralentización del deterioro económico.

**El PIB francés cae un 3,2% interanual en el primer trimestre de 2009.**

**El consumo interno se mantiene en tasas positivas.**

3,2% interanual en el primer trimestre de 2009. No obstante, los indicadores del mes de abril pronostican que el momento más crítico de la recesión probablemente se haya atravesado durante el primer trimestre de 2009. Así, el índice del sentimiento económico aumentó levemente. También los datos de confianza y la cifra de pedidos industriales mostraron cierta recuperación en abril.

Desde la perspectiva de la demanda, los indicadores señalan una desaceleración intensa del consumo interno. No obstante, cabe destacar el repunte del consumo durante el primer trimestre de 2009. Así, según los datos de contabilidad nacional, el consumo privado creció un 0,6% interanual, tasa superior al 0,2% anotado en el cuarto trimestre de 2008.

Menos tranquilizadoras son las cifras de la inversión y las exportaciones francesas. Los datos de la contabilidad nacional señalan que la tónica de decrecimiento de la formación bruta de capital continuó en el primer trimestre de 2009, con una tasa interanual negativa del 7,0%, tras el 3,9% anotado en el trimestre anterior.

Asimismo, las cifras también reflejan una demanda externa muy débil, ya que el

desplome de las exportaciones se acentuó en el primer trimestre de 2009, con una tasa negativa interanual del 12,9%. Ello contrasta con el crecimiento del 4,2% visto en el mismo trimestre de 2008. Por tanto, la recuperación económica de Francia está sujeta a la evolución que lleven a cabo sus socios comerciales. Además, dependerá de su capacidad de implementar reformas que contribuyan a mejorar su competitividad. Así, según un reciente informe de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Francia debería eliminar barreras en muchos sectores, en especial en el eléctrico, que dificultan su competitividad internacional.

Por otro lado, el número de parados ha aumentado sustancialmente en los últimos meses, alcanzando el 8,8% en marzo. El deterioro del mercado laboral ha afectado de forma más intensa a los jóvenes, especialmente a aquéllos en situaciones menos favorables. El mismo informe de la OCDE hace hincapié en ello y propone algunas reformas dirigidas a mejorar el empleo de los más jóvenes. Por ejemplo, plantea dar un impulso a la formación universidad/empresa y eliminar la dualidad en los contratos de trabajo entre temporal e indefinido.

**Las exportaciones en Francia se desploman un 12,9% interanual.**

**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	Abril
PIB	2,3	0,3	1,9	1,0	0,1	-1,7	-	-3,2	-	-
Consumo de los hogares	4,4	1,1	2,4	1,5	0,9	-0,2	1,8	-1,9	0,6	...
Producción industrial	1,4	-2,5	1,6	-0,3	-2,2	-9,0	-14,6	-15,9	-16,1	...
Tasa de paro (*)	8,3	7,8	7,6	7,6	7,8	8,2	8,4	8,6	8,8	...
Precios de consumo	1,5	2,8	2,9	3,3	3,3	1,8	0,7	0,9	0,3	0,1
Balanza comercial (**)	-33,3	-48,1	-41,6	-45,6	-50,5	-54,8	-54,1	-55,2	-55,8	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

## Italia no muestra signos de mejora

Tal y como apuntaban los principales organismos internacionales, la economía italiana sufrió en el primer trimestre del año una nueva caída intertrimestral del 2,4%. Dicha contracción, fruto de una importante disminución de la demanda, tanto interna como externa, significó un retroceso del PIB del 5,9% respecto al mismo periodo de 2008. Este dato, junto con la evolución de los indicadores de mayor frecuencia, señalan una perspectiva de la actividad económica trasalpina poco favorable para la primera mitad de 2009.

La fuerte contracción de la producción industrial en el mes de marzo y los pedidos industriales en abril apuntan a que la inversión mantendrá su senda de decrecimiento durante los próximos meses, fruto de la incertidumbre sobre la duración de la recesión, las dificultades de financiación y la reducida utilización de la capacidad productiva. Por su parte, las exportaciones del primer trimestre de 2009 se redujeron un 22,8% respecto al mismo periodo de 2008, convirtiéndose en la mayor caída en décadas. Sin embargo, el ligero repunte de las exportaciones en los meses de febrero y marzo, junto con la reducción del precio de las materias primas, provocaron un superávit del déficit comercial

en este último mes, mostrando signos de cierta estabilización a corto plazo.

Además, a pesar de los recortes fiscales por parte del gobierno y del nivel históricamente bajo de la inflación, el consumo privado continúa sin repuntar. La incertidumbre respecto al deterioro del mercado laboral ha provocado un aumento de la tasa de ahorro de los hogares, que se espera se mantenga durante este año. Como consecuencia, las perspectivas para el año 2009 son de una continuada caída del PIB trasalpino, aunque gradualmente irá perdiendo intensidad.

La menor recaudación impositiva, fruto de la caída de la actividad económica, y el mayor gasto público para estimular la economía, han aumentado el déficit público italiano. Así, las nuevas previsiones de la Comisión Europea lo sitúan alrededor del 4,5% para los dos próximos ejercicios, elevando la deuda pública por encima del 110%, un nivel similar al de finales de los años noventa. Ante este panorama, el gobierno de Berlusconi se encuentra ante el difícil reto de limitar la contracción de la economía italiana y mantener bajo control las finanzas públicas. Una tarea cada vez más difícil ante la aparición de numerosas voces que piden una mayor inversión gubernamental.

**Las perspectivas de la economía italiana en la primera mitad de 2009 son poco favorables.**

**El consumo privado se mantiene a niveles muy bajos.**

**La recesión empuja el déficit italiano por encima del 3% del PIB.**

## 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	Abril
PIB	1,5	-1,0	0,4	-0,3	-1,3	-3,0	-	-5,9	-	-
Ventas al por menor	1,3	-0,3	1,4	-0,7	0,1	-1,7	0,4	-4,7	-5,2	...
Producción industrial	2,1	-3,3	0,9	0,1	-3,9	-10,6	-17,1	-21,3	-25,1	...
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	1,2
Balanza comercial (**)	-12,8	-10,0	-8,5	-8,6	-10,8	-12,3	-11,0	-11,4	-10,8	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**El PIB británico cae un 4,1% interanual en el primer trimestre de 2009.**

## Reino Unido: la recesión económica podría haber tocado fondo

Según los datos de la contabilidad nacional británica, la contracción del PIB en el primer trimestre de 2009 fue muy fuerte, llevando la caída al 4,1% interanual. Por componentes, cabe destacar el desplome de la inversión, un 8,3% interanual, resultado de la debilidad e incertidumbre de la demanda y de la restricción del crédito.

El consumo privado experimentó un retroceso del 2,8% interanual, bastante por encima de la caída del 0,8% anotada el trimestre anterior. Un factor muy importante en la evolución del consumo, la renta familiar, se ha visto deprimida por la moderación salarial y por el incremento del desempleo. En efecto, la tasa de paro registrado aumentó en abril dos décimas, hasta el 4,7%, y el número de ocupados descendió en 295.000 durante el pasado año hasta marzo.

Tal y como era de esperar, la única contribución positiva a la evolución del producto proviene del consumo público, que aumentó un 3,5% interanual. Por otro

lado, tanto las exportaciones como las importaciones cayeron de forma significativa, un 11,0% y un 12,8% interanual, respectivamente.

A pesar de la intensa desaceleración de la actividad económica reflejada en los datos de la contabilidad nacional del primer trimestre de 2009, cabe destacar que, después de varios meses con pésimos indicadores, algunas cifras reflejan un cambio de tendencia y, en cierto modo, entrevén la luz al final del túnel. Así, en el mes de marzo se frenó la contracción de la producción industrial. Del mismo modo, el total de pedidos y los indicadores del sentimiento económico y de confianza del mes de abril experimentaron una cierta mejoría.

Por otra parte, el aumento de los precios ha estado por encima de lo que se pronosticaba hace unos meses, en parte debido al efecto de la depreciación de la libra. Así, la tasa de inflación se situó en el 2,3% interanual en abril, tras el 2,9% anotado en el mes anterior. No obstante, tal y como se indica en el *May Inflation Report* del Banco de Inglaterra, es muy

**El paro registrado aumenta dos décimas hasta el 4,7%.**

### 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	Abril
PIB	3,0	0,7	2,6	1,8	0,4	-2,0	-	-4,1	-	-
Ventas al por menor	4,4	3,5	5,3	4,4	2,3	2,5	3,6	0,9	1,7	2,7
Producción industrial	0,1	-2,8	0,5	-1,3	-2,5	-7,5	-11,6	-12,3	-12,4	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,8	2,4	2,5	2,8	3,4	3,9	4,3	4,5	4,7
Precios de consumo	2,3	3,6	2,4	3,3	4,9	3,9	3,0	3,1	2,9	2,3
Balanza comercial (**)	-83,2	-93,0	-90,9	-93,1	-94,3	-93,6	-92,8	-91,9	-91,0	...
Tipo de interés Líbor 3 meses	5,3	6,0	6,0	6,0	5,9	6,3	2,8	2,2	2,0	1,6
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	76,9

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.

posible que la inflación se sitúe por debajo del 2% a finales de este año debido a la moderación de los precios en el sector alimentario y energético.

Por último, cabe señalar que la mayoría de organismos estima una desaceleración severa de la economía del Reino Unido en 2009, y sitúan el primer trimestre de 2009 como el punto de mayor caída. En esta línea, el Fondo Monetario Internacional (FMI) pronostica en su informe de abril una caída del PIB británico del 4,1% en 2009, con una recuperación gradual a lo largo del 2010. El FMI señala que la corrección será lenta debido al elevado nivel de endeudamiento de los bancos y de los hogares. Por otro lado, también enfatiza que tanto las medidas de estímulo fiscal como la depreciación de la libra probablemente actúen favorablemente en el proceso de reactivación de la economía británica.

### Europa emergente: la actividad se desfonda en el primer trimestre

La evolución económica reciente de Europa emergente ha venido presidida por

dos hechos clave. El primero, la actividad se hundió fuertemente en el primer trimestre. El segundo, la evolución de los mercados financieros, que ha sido marcadamente positiva desde finales de febrero o principios de marzo, en función del activo a que nos refiramos. Algunos analistas han interpretado estos datos como que ya se ha tocado fondo y a partir de aquí viene la recuperación.

En nuestra opinión, esta valoración es errónea: ni se han alcanzado los mínimos de actividad ni la situación macroeconómica es el principal determinante de la recuperación financiera. Además, el balance de riesgos se ha modificado rápidamente, de manera que quizás estemos centrando nuestra atención en el punto equivocado. Un primer elemento para formular nuestro juicio es la interpretación correcta de lo acaecido en los tres primeros meses de 2009.

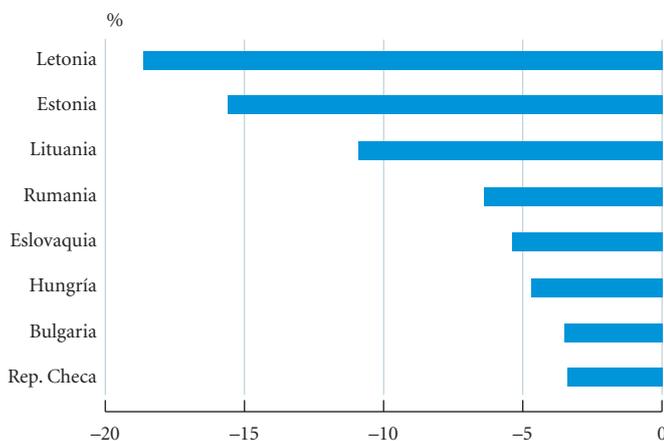
Indudablemente, en ese periodo los países de Europa emergente han experimentado una intensa caída del PIB en términos interanuales. Aunque las cifras disponibles hasta el momento se sitúan en un rango amplio que va del retroceso

**La inflación se sitúa en el 2,3% en abril.**

**A pesar del fuerte ajuste de la actividad en el primer trimestre, todavía no se toca fondo en la Europa emergente.**

#### DRÁSTICA CAÍDA DE LA ACTIVIDAD EN EUROPA EMERGENTE

Variación interanual del producto interior bruto, primer trimestre de 2009



FUENTE: Eurostat.

**La demanda interna sufre por la restricción de crédito, la presión de la deuda y una política fiscal procíclica.**

interanual del 3,4% de la República Checa al descenso del 18,6% de Letonia (véase el detalle en el gráfico anterior), se trata, en la mayoría de casos, de cifras que batan a la baja las previsiones que se manejaban. Con todo, lo más probable no es que el PIB vuelva a crecer a partir del segundo trimestre sino sencillamente que caerá a un ritmo menor en ese periodo.

Por lo que se refiere a la evolución de las macromagnitudes, y a falta de disponer del detalle por componentes, los indicadores mensuales abundan en que la caída del PIB se habrá debido no sólo a la caída de las exportaciones sino también al empeoramiento de todos los componentes de la demanda interna.

Por tanto, los datos relativos al primer trimestre sugieren que inversión y consumo, con la ayuda de exportaciones, deben reafirmarse antes de poder alcanzar cifras de dinamismo apreciables. La recuperación de las exportaciones y la inversión va a depender críticamente de un mejor tono de la zona del euro, una situación que difícilmente se producirá antes de bien entrado 2010. Por su parte, el consumo privado depende de variables que tardarán a mejorar (como el empleo), con lo cual se debe también excluir un tirón del gasto por parte de las familias en un futuro próximo.

Pero las perspectivas se antojan todavía más magras si consideramos cuáles son los factores que subyacen a esta depresión de la actividad. En gran medida se trata del efecto del drenaje de la financiación internacional, un elemento derivado de la crisis de liquidez global. A esta limitación financiera se le suman aspectos como el esfuerzo para limitar los déficit fiscales que están realizando muchos países, el hundimiento de las exportaciones por la depre-

sión de sus mercados exteriores y el efecto sobre la deuda, familiar y empresarial, de las fuertes depreciaciones de las divisas entre el verano de 2008 y febrero de este año. Incluso el efecto beneficioso de las sustanciales rebajas de los tipos de intervención queda difuminado porque, ante el aumento de las primas de riesgo, los tipos de interés de mercado que afrontan empresas y consumidores no reflejan estos descensos.

Se trata de tendencias que van a tardar en mejorar. La mejoría de los mercados financieros no se explica tanto porque se descuenta un escenario de recuperación sino más bien por la combinación de una reducción global de la aversión al riesgo y de la disminución de la posibilidad de impago internacional y de «contagio» regional gracias a la ayuda financiera de las organizaciones internacionales. Todo ello ha favorecido la recuperación de las bolsas, la apreciación de las divisas y la reducción de los indicadores de riesgo-país.

Adicionalmente, y aunque la posibilidad de una crisis convencional de balanza de pagos se ha reducido y gran parte del riesgo cambiario ya está reflejado en las cotizaciones actuales, ambos son dos frentes en los que todavía pueden haber sorpresas negativas. No obstante, ahora la evolución del sector bancario se antoja central. Aunque la erosión de la actividad empiece a revertirse, la morosidad bancaria va a tender a aumentar y las necesidades de recapitalización van a seguir estando presentes. Finalmente, un último riesgo es de carácter político, ya que la dureza de las medidas económicas ya ha provocado que los gobiernos de Hungría y la República Checa cayesen. En definitiva, hasta la recuperación, todavía distante, va a transitarse un camino trufado de dificultades.

**La mejora de los mercados financieros es reflejo de la menor aversión al riesgo global y de la reducción de la probabilidad de impago internacional.**

**Preocupan los riesgos bancario y político.**

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Los tipos de interés del mercado interbancario siguen su tendencia bajista

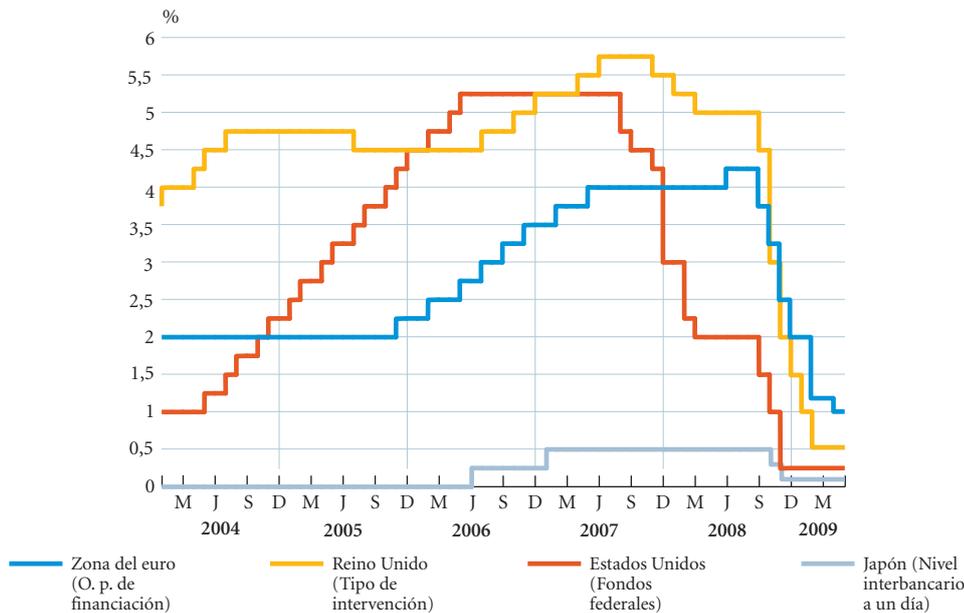
El Banco Central Europeo (BCE) no defraudó a los mercados financieros. En su reunión del 7 de mayo decidió un nuevo recorte del tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta dejarlo en el 1%. Este es el nivel más bajo desde la creación del BCE hace 10 años. El presidente del banco central, Jean-Claude Trichet, descartó este nivel como un suelo definitivo para los tipos, pero tampoco insinuó una nueva bajada, reflejando la división de opiniones sobre este tema entre los miembros del BCE.

El banco emisor de la eurozona aprovechó su reunión para anunciar medidas no convencionales de política monetaria. En primer lugar, decidió mantener el actual rango de activos entregables como colateral en las operaciones de financiación con el BCE hasta diciembre de 2010. Una de las medidas que el mercado esperaba y el BCE confirmó fue la prolongación de las subastas de liquidez por importe ilimitado hasta los 12 meses. Hasta este anuncio las subastas se realizaban por un periodo máximo de 6 meses. Finalmente, la decisión más novedosa fue el anuncio de la compra en el mercado secundario de *covered bonds* o bonos res-

**El BCE recorta el tipo de interés 25 puntos básicos hasta el 1% y anuncia medidas no convencionales de política monetaria.**

### EL BCE RECORTÓ EL TIPO OFICIAL HASTA EL 1%

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTES: Bancos centrales.

**La Reserva Federal rebaja su previsión de crecimiento, pero mantiene sin apenas cambios la previsión de inflación en 2009.**

**El Banco de Inglaterra aumenta la cuantía dedicada a la compra de deuda pública y el Banco de Japón se vuelve más optimista.**

paldados por activos hipotecarios, emitidos en euros hasta un importe máximo de 60.000 millones de euros. Esta última medida tiene como objetivo reducir los diferenciales de tipos de interés que los inversores exigen a este tipo de activos financieros.

También se ha producido un cambio significativo en la Reserva Federal, que publicó el 20 de mayo las actas de su última reunión de política monetaria. En las mismas se recogen las nuevas estimaciones de crecimiento e inflación para los años 2009 y 2010. Respecto al crecimiento en 2009 revisó a la baja su estimación central desde un descenso del 0,9% al 1,7%. En cambio, sólo revisó cuatro décimas a la baja el crecimiento de 2010 hasta el

2,5%. Respecto a la inflación no varió sustancialmente su previsión de inflación subyacente para 2009 que es de un 1,3%. En este contexto es previsible que se mantenga durante todo el 2009 el tipo de interés de referencia en el rango 0%-0,25%.

Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés de referencia inalterado en el 0,5%. En el comunicado oficial destacó la significativa desaceleración en los últimos meses y la elevada tasa de inflación consecuencia de la fuerte depreciación de la libra esterlina. Además, el banco central anunció la extensión del plan de compra de deuda pública en el mercado secundario, incrementando en 50.000 millones de libras esterlinas el presupuesto para la compra de bonos.

## 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>									
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	1,25	1,37	1,73	0,25	1,02	0,10	0,50	1,45	0,66
Mayo (1)	1,00	1,27	1,63	0,25	0,66	0,10	0,50	1,28	0,60

NOTAS: (1) Día 26.

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

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

(4) Últimas fechas de variación: 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 04-12-08 (2,0%), 7-01-09 (1,5%), 05-02-09 (1,0%), 5-03-09 (0,50%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

Finalmente, el Banco de Japón dejó atrás su pesimismo y mejoró sus previsiones por primera vez en los últimos tres años. Según el instituto emisor el deterioro de la economía se moderará, aunque es probable que se mantenga la deflación medida por el índice de precios al consumo. Por otra parte, percibe una intensa mejora en la capacidad de financiarse de las empresas niponas. Sin embargo, y a pesar de estas mejoras, el banco central de Japón sigue investigando la posibilidad de introducir nuevas medidas para seguir apoyando al sistema financiero. Entre éstas, la más novedosa es el estudio de la posibilidad de aceptar bonos del Tesoro norteamericano junto a otros bonos de deuda pública extranjeros como colateral en el mercado abierto. Si finalmente aprobara la medida, a través de esta ampliación del rango de colaterales el Banco de Japón estaría otorgando mayor flexibilidad para acceder a su facilidad de crédito, entregando yenes a cambio de bonos emitido en otras divisas.

La masiva inyección de liquidez por parte del BCE y el nuevo recorte del tipo de interés de referencia han permitido marcar nuevos mínimos históricos en el mercado interbancario de la eurozona. Así por ejemplo, el 19 de mayo el tipo de interés euríbor a 3 meses alcanzó un mínimo histórico de 1,24%. El mismo día, el tipo de interés euríbor a 12 meses cotizó un 1,60%. El margen de reducción adicional de los diferenciales de los tipos del mercado interbancario con respecto al tipo de interés oficial del BCE es ya escaso, pero se recorrerá conforme se implementen las medidas cuantitativas anunciadas por el banco emisor. Entre éstas será importante la facilidad de préstamos a 12 meses que contribuirá a incrementar la seguridad de las entidades financieras respecto a su financiación y que por lo tanto incidirá positivamente en una reducción adicional del tipo de interés euríbor a 12 meses.

La caída de la rentabilidad ha sido muy intensa en el mercado interbancario de

**El tipo de interés euríbor a 12 meses cotiza un 1,6% siendo un mínimo histórico.**

**El resultado del test de estrés, sobre los bancos norteamericanos, calma a los inversores.**

## 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>								
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	3,18	3,59	3,92	4,28	3,12	1,43	3,50	2,14
Mayo (*)	3,58	3,90	4,26	4,40	3,42	1,45	3,69	2,41

NOTA: (\*) Día 26.

FUENTE: Bloomberg.

**Ligera subida de las rentabilidades ofrecidas por la deuda pública, reflejo de la mejora en los indicadores económicos avanzados.**

los Estados Unidos en el que el Líbor a 3 meses cotiza un 0,66%. En este caso no sólo la inyección de liquidez de la Fed sino, además, el tranquilizador resultado del test de estrés a los 19 grandes bancos de los Estados Unidos apoyaron la reducción. El test indicó que estos grupos bancarios tendrán que incrementar su capital ordinario por un total de 75.000 millones de dólares para hacer frente a la crisis actual. Una cantidad sustancialmente menor a la que esperaban los mercados. Muchos de estos grupos bancarios realizaron ampliaciones de capital para reforzarse. Estas nuevas emisiones de capital fueron acogidas favorablemente por parte de los inversores.

**El dólar se deprecia contra el euro por la reducción de la aversión al riesgo y por la timidez de las medidas adoptadas por el BCE.**

La mejora de las expectativas económicas y del comportamiento de los activos financieros con mayor riesgo ha propiciado un ligero incremento de las rentabili-

dades ofrecidas por la deuda pública. Como puede verse en la tabla anterior, este movimiento ha sido compartido por bonos emitidos por los gobiernos a ambos lados del Atlántico. Este aumento se explica por un incremento del tipo de interés real que refleja la mejoría en los indicadores económicos avanzados. En cambio, ha disminuido la prima de riesgo por impago exigida a los bonos públicos y la compensación exigida por la inflación esperada no ha variado significativamente, pues se mantienen por parte de los inversores las expectativas de mantenimiento de la inflación en los niveles actuales.

**El dólar se deprecia frente al resto de divisas**

Durante el mes de mayo el dólar se fue depreciando contra el euro, alcanzando

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

27-05-2009

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2008	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	95,4	-1,5	5,0	-9,3
Libra esterlina	0,625	-9,3	-9,6	19,0
Franco suizo	1,085	-6,5	1,5	4,7
Dólar canadiense	1,112	-9,8	-9,6	10,6
Peso mexicano	13,173	-6,7	-3,8	21,2
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,395	6,6	-0,1	-12,5
Yen japonés	133,1	5,2	4,8	-22,9
Franco suizo	1,514	0,5	1,4	-7,1
Libra esterlina	0,872	-2,1	-9,6	8,9
Corona sueca	10,688	0,3	-2,4	12,9
Corona danesa	7,445	-0,1	0,0	-0,2
Zloty polaco	4,433	-2,8	6,4	23,4
Corona checa	26,76	0,1	-0,3	6,0
Forint húngaro	281,3	-4,9	5,6	13,1

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

FUENTE: Bloomberg.

el 25 de mayo una cotización de 1,40 dólares por euro. Dos factores han apoyado este movimiento. En primer lugar, la reducción de la aversión al riesgo. Muchos inversores habían protegido sus carteras adquiriendo deuda pública de los Estados Unidos que en épocas de crisis se considera uno de los activos de máxima calidad crediticia para proteger el capital de las inversiones. La mejora de las expectativas ha permitido deshacer la huida hacia la calidad. En segundo lugar, la timidez del BCE en sus medidas de expansión cuantitativa en comparación con la Fed ha favorecido al euro contra el dólar.

Sin embargo hay que tener en cuenta que existen dos riesgos a medio plazo sobre el dólar: la posible pérdida de confianza de los inversores internacionales ante el deterioro de las finanzas públicas, y adicionalmente ante el riesgo inflacionista de la agresiva política monetaria empleada por la Fed. Pero la recuperación económica en los Estados Unidos será más rápida e intensa que en la eurozona, con lo que a medio plazo el dólar debería fortalecerse.

El dólar no sólo se ha depreciado contra el euro sino contra el resto de las divisas más importantes, entre ellas la libra esterlina y el franco suizo como puede verse en la anterior tabla, con caídas alrededor de un 8% en el último mes. Además, el billete verde también se ha depreciado contra las divisas de los países emergentes más importantes, entre ellos el peso mexicano, el real de Brasil y el rublo ruso. La única divisa que ha permanecido estable con respecto al dólar es el yuan chino que desde agosto del año pasado se cambia alrededor de 6,84 yuanes por dólar. El banco central chino ha intervenido en el mercado para evitar que su divisa se apreciase y de esta forma impedir una mayor caída de la demanda de exportación para sus empresas en un entorno de recesión global.

## Se modera la recuperación en la renta variable

Durante el mes de mayo las bolsas mundiales volvieron a mostrar un buen tono generalizado. A pesar de que las revalorizaciones de los principales índices, S&P 500 y Eurostoxx 50, fueron más modestas que las observadas en los dos meses anteriores, la estabilización de los volúmenes negociados y la progresiva afluencia de inversores son indicios de que el mercado anticipa un escenario económico global menos grave de lo temido a principios de año.

El marco bursátil se dibujó en torno a una serie de señales que apuntaban hacia un aumento del grado de estabilización. Estos signos estuvieron articulados a través de tres áreas ya conocidas: las noticias empresariales, los datos macroeconómicos, y los indicadores técnicos de mercado. Adicionalmente, hay que hacer referencia al impacto positivo que tuvieron sobre el terreno de la renta variable las medidas excepcionales anunciadas por el BCE, así como la ampliación de las facilidades de financiación adoptadas por la Reserva Federal.

El flujo continuo de noticias del entramado empresarial americano protagonizó buena parte de las sesiones. En primer lugar, cabe destacar la campaña de resultados del primer trimestre de las compañías del S&P 500. Tras las fuertes revisiones a la baja realizadas a principios de año por los analistas en sus estimaciones de resultados, principalmente los relativos al sector financiero, el 65% de las empresas reportaron unos beneficios mejores de lo esperado por el consenso. El sector financiero presentó los mejores resultados desde que comenzó la crisis de crédito. A pesar de que gran parte de los ingresos se debieron a la revalorización de los activos de renta fija, se puso de manifiesto la efectividad de las medidas de rescate

**El dólar también se deprecia contra las divisas emergentes exceptuando el yuan chino.**

**Las bolsas moderan el ritmo de crecimiento.**

**Los beneficios reportados de compañías superan las estimaciones de los analistas.**

**Los datos económicos contribuyen a la mejora de la confianza.**

acordadas por las autoridades monetarias, así como la aplicación de las modificaciones contables referentes a la valoración de ciertos activos en los balances de los bancos. En Europa, la lectura de los beneficios fue más modesta pero no defraudó las expectativas de la mayoría de inversores.

En segundo lugar, se hicieron públicas las conclusiones del test de estrés realizado por el Tesoro americano a las 19 entidades bancarias más relevantes del país. El resultado final apuntó a que diez de estos bancos se enfrentaban a la necesidad de recapitalizarse en 75.000 millones de dólares, correspondiendo a Bank of America, Wells Fargo y Citigroup más del 70% del total. Las opciones para llevar a cabo este aumento de capital giran en torno a tres instrumentos: la emisión de nuevas

acciones, la conversión de acciones preferentes en comunes, y la venta de activos. El respaldo por parte de los mercados a la acción del Tesoro ha ganado firmeza gracias a dos aspectos; el primero fue que se mostró un sistema bancario menos deteriorado al que por ejemplo estimaba el FMI (que calculaba una inyección de capital entre 200.000 y 300.000 millones de dólares); y el segundo, que varios de los bancos analizados pudieron restaurar su imagen ante el mundo, llegando incluso a declararse preparados para devolver los fondos públicos recibidos a través de las ayudas del TARP.

Los sectores que presentaron mejor comportamiento y que actuaron como motor del rally de las bolsas fueron el sector financiero y el del automóvil. Se aprecia en el mercado un paulatino incremento de

**ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES**

26-05-2009

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	8.277,3	2,5	-5,7	-33,7
<i>Standard &amp; Poor's</i>	887,0	2,4	-1,8	-35,5
<i>Nasdaq</i>	1.692,0	-0,1	7,3	-30,8
Tokio	9.347,0	7,3	5,5	-33,3
Londres	4.365,3	5,0	-1,6	-28,3
Zona del euro	2.433,5	4,9	-0,6	-34,7
<i>Francfort</i>	4.918,8	5,2	2,3	-29,2
<i>París</i>	3.228,0	4,0	0,3	-34,6
<i>Amsterdam</i>	260,1	8,7	5,8	-45,6
<i>Milán</i>	20.007,0	7,3	2,8	-39,1
<i>Madrid</i>	9.308,6	4,7	1,2	-31,4
Zurich	5.409,3	5,8	-2,3	-27,5
Hong Kong	17.173,3	12,5	19,4	-30,5
Buenos Aires	1.562,4	24,1	44,7	-30,1
São Paulo	50.568,5	8,1	34,7	-29,2

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.

los flujos desde sectores defensivos a sectores cíclicos, descontando un escenario macroeconómico de menor riesgo.

Otro aspecto crucial para la recuperación de los índices fueron los datos macroeconómicos. Si bien desde el sector inmobiliario se confirmaba la desaceleración del ritmo de caída de sus principales variables, el protagonismo se centró en los indicadores adelantados de actividad y de confianza. Las encuestas de confianza empresarial siguieron mejorando desde niveles mínimos históricos, lo cual ayudó a establecer un suelo, tanto para las expectativas industriales como para los mercados. Conviene sin embargo tener presente que la continuidad de la mejora del sentimiento empresarial afronta el obstáculo del deterioro del mercado laboral y del elevado endeudamiento de las familias, factores que pueden limitar el potencial de recuperación de las ventas y los márgenes.

Los indicadores técnicos de mercado fueron otro de los apoyos importantes en la

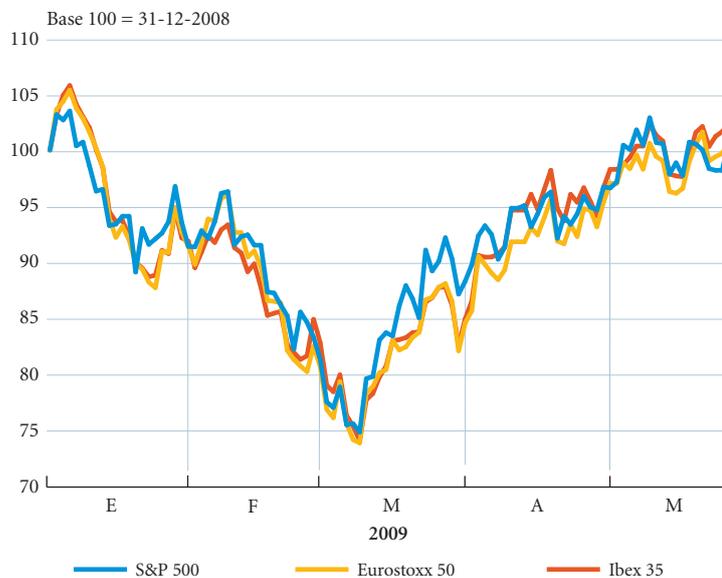
escalada de las bolsas. La volatilidad, que es un reflejo de la aversión al riesgo, se moderó para situarse en niveles cercanos a los que presentaba días previos a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del año pasado. Asimismo, las posiciones en liquidez se mantienen en niveles muy elevados en las carteras de los inversores particulares americanos. Se ha llegado a producir una situación inédita en los últimos 16 años, por la cual las posiciones de las familias en fondos monetarios superan a las inversiones en fondos de renta variable. Esto significa que existe todavía un amplio potencial para la afluencia de fondos hacia las bolsas.

Las perspectivas para los próximos meses, siempre basadas en la asunción de que la probabilidad de empeoramiento del escenario económico está disminuyendo, dependerán del perfil temporal en la mejora de los datos de coyuntura, del fortalecimiento de la confianza de los agentes económicos, y en última instancia, del incremento del apetito por el ries-

**Perspectivas positivas a partir de un escenario de menores riesgos.**

## CONTINÚA LA TENDENCIA DE RECUPERACIÓN DE LAS BOLSAS DESDE MARZO

Principales índices bursátiles



FUENTE: Bloomberg.

## Continúa la caída de riesgos en los mercados de crédito.

go de los inversores. En este sentido, habrá que observar cómo se desarrollan las distintas ampliaciones de capital de los bancos americanos requeridas tras el test de estrés, y si finalmente la liquidez sigue canalizándose hacia los fondos de renta variable.

### Amplia reducción de riesgos en los mercados de crédito

La mejora de los mercados de crédito continuó a buen ritmo durante mayo gracias a un entorno económico más positivo y a la actividad de los bancos centrales, que siguieron incrementando sus balances a través de la compra de deuda pública y privada de alta calidad.

Entre los factores económicos que contribuyeron a la evolución favorable de los *spreads* de crédito destacaron: la relativamente escasa demanda de crédito por parte del sector privado, el mayor apetito por el riesgo de los inversores y el elevado nivel de partida en las carteras de las posiciones de activos líquidos con bajo ries-

go, que poco a poco van dejando de ser el refugio de los inversores.

A lo largo de los dos últimos meses se han publicado diversas encuestas de evolución de la demanda del crédito de empresas y familias, caracterizadas por la escasa necesidad de financiación del sector privado. Sectorialmente se ha producido en mayo una desaceleración de las emisiones de compañías de elevada solvencia, que ya aprovecharon el primer trimestre para cubrir una gran parte de sus necesidades de financiación para todo el ejercicio; mientras que en el lado opuesto, las empresas de alto riesgo crediticio han aumentado sus emisiones de bonos en las últimas semanas.

Otro aspecto determinante en el último mes fue el aumento del apetito por el riesgo de los inversores, atraídos por los elevados diferenciales de tipos de interés que ofrecen los bonos de emisores privados.

Este mayor apetito por el riesgo ha propiciado alteraciones en la composición de las carteras. Durante los meses finales

El entorno económico y el mayor apetito por el riesgo favorecen la caída de los diferenciales.

### NOTABLE CAÍDA DEL RIESGO DE CRÉDITO

Diferenciales de crédito. Índice genérico 5 años. HIVOL. Estados Unidos



FUENTE: Bloomberg.

de 2008 e iniciales de 2009 se acumuló un elevado volumen de recursos en los fondos monetarios, lo que ahora constituye una fuente potencial de flujos hacia otros activos de riesgo que ofrecen mayor rentabilidad, como es el caso de los mercados de bonos corporativos o de la bolsa.

Adicionalmente a la actuación de los agentes económicos privados, destacó también la actividad de los bancos centrales. El anuncio del BCE de la compra de *covered bonds* con un importe de hasta 60.000 millones de euros y la ampliación del plazo de la subasta de redescuento desde seis meses a un año, fueron medidas claves para la reducción del coste y la prima de riesgo del crédito. En Estados Unidos, la Reserva Federal prosiguió con su objetivo de compras programadas de activos financieros, principalmente de bonos del Tesoro americano y de agencias

hipotecarias. Asimismo, el Tesoro americano dio a conocer los resultados de los test de estrés, siendo éstos bien acogidos por los inversores, ya que suponen ampliaciones de capital y ventas de activos fácilmente manejables y asumibles por los mercados. El Banco de Japón se mostró también activo, ofreciendo una sorpresa positiva al anunciar el estudio de la posibilidad de admitir bonos de otros gobiernos como colateral en las subastas regulares de liquidez.

Este conjunto de medidas está facilitando el proceso de desapalancamiento del sistema bancario, en tanto que son los bancos centrales quienes aumentan su balance a costa de los activos de los bancos comerciales y éstos, a su vez, reducen sus riesgos. El resultado es una mejora de los ratios de solvencia y liquidez, hasta niveles suficientes para poner freno a la venta apresurada y forzada de sus activos.

**Los altos tipos de interés atraen a los inversores.**

**Las compras de activos de los bancos centrales contraen las primas de riesgo.**

## Beneficios y bolsa

En el entorno de crisis generalizada de los últimos dos años, el comportamiento de las bolsas ha sido particularmente negativo. El emblemático índice S&P 500 acumuló una caída de casi el 60% entre octubre de 2007 y marzo de 2008. Los beneficios de las empresas integrantes de dicho índice sucumbieron en una proporción incluso superior, concretamente un 82%<sup>(1)</sup> entre el segundo trimestre de 2007 y el cuarto de 2008. El carácter financiero de la crisis ha sido determinante para alcanzar estas cifras tan espectaculares, puesto que los bancos han encajado ingentes pérdidas por depreciación de los denominados activos tóxicos. La incógnita es dilucidar si el ajuste de beneficios y cotizaciones podría haber acabado ya.

Como puede observarse en el gráfico, históricamente los beneficios han oscilado alrededor de su tendencia secular, aunque desde los años treinta no asistíamos a variaciones tan intensas como las del ciclo actual. En el verano de 2007 los beneficios empresariales en Estados Unidos se encontraban en niveles especialmente elevados. Desde el final de la recesión de 2001, el crecimiento de los mismos encadenó cifras muy elevadas en torno al 20% anual. La aportación del sector financiero fue muy importante, producto de la gran expansión de los préstamos hipotecarios de los bancos comerciales y por el fuerte aumento de los riesgos asumidos por la banca de inversión. La proporción de beneficios financieros<sup>(2)</sup> sobre el total de sectores de la economía alcanzó el 45% en 2001 y se situó luego alrededor del 33%, notablemente por encima de su media histórica como puede verse en el segundo gráfico de la página siguiente. En el resto de

(1) La cifra corresponde al beneficio operativo por acción trimestral, según las estadísticas que confecciona Standard and Poor's.

(2) Según datos de Contabilidad Nacional referidos al conjunto del país.

## EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS DEL S&P 500

Beneficio neto por acción



FUENTE: Robert Shiller.

sectores, la expansión de los resultados también fue notable, en buena medida gracias al mayor apalancamiento financiero y operativo de las empresas. Los dos últimos años del periodo alcista, 2006-2007, registraron un compendio de factores procíclicos: expansión de la producción a nivel internacional, caída histórica de las primas de riesgo y contención de los tipos de interés, amplios programas de recompras de acciones por parte de las empresas, y proliferación de fórmulas retributivas favorecedoras del beneficio contable, como las *stocks options* y los fondos de pensiones.

## PESO DEL SECTOR FINANCIERO EN LOS BENEFICIOS TOTALES

Datos referidos al conjunto de la economía de Estados Unidos



FUENTES: Bloomberg y Bureau of Economic Analysis.

Ya con antelación al duro castigo de finales de 2008 eran perceptibles algunos signos de debilidad en las cuentas de resultados de las compañías. En efecto, el deterioro de los beneficios comenzó trimestres antes en las empresas no financieras y no energéticas, como reflejo de las caídas en márgenes propiciadas por la fuerte subida de los precios de las materias primas y el encarecimiento del crédito (el sector de la construcción fue uno de los primeros que entró en dificultades). Posteriormente, con la escalada de la crisis financiera en otoño de 2008, los ajustes de valoración en los balances de los bancos provocaron una caída histórica en los resultados del sector financiero. Por último, las empresas con mayor exposición al sector exterior, que habían logrado mantener durante algo más de tiempo un elevado nivel de beneficios gracias a sus filiales extranjeras, han sufrido en el último trimestre de 2008 y en el primero de 2009 las consecuencias de la internacionalización de la crisis.

El ciclo bajista de los beneficios, tanto en su moderada y silenciosa fase inicial como en la de las espectaculares pérdidas de las entidades financieras no fue adecuadamente anticipado por los analistas financieros. El desarrollo desde 2003 a 2007 de un *boom* retroalimentado en la economía y los mercados generó entre analistas e inversores una inercia que llevó a máximos numerosas previsiones y valoraciones.

En el entorno financiero se ignoraron los datos de sobreendeudamiento de las familias y de numerosas empresas; éstas últimas incluso eran premiadas en los mercados al emprender operaciones de fusión o absorción, habitualmente vía endeudamiento. El *consenso*<sup>(3)</sup> de analistas durante este proceso no cuestionó el modelo, adaptando continuamente al alza sus estimaciones a la estela de los resultados publicados por las empresas.

Con el inicio de la crisis se modificó el sentido de las revisiones de estimaciones, esta vez en dirección bajista. Los analistas pasaron a verse sorprendidos por resultados empresariales casi siempre peores a lo estimado por ellos. Entre el

### EVOLUCIÓN DEL CONSENSO DE PREVISIONES DE BENEFICIOS

Datos referidos al beneficio operativo por acción del S&P 500



FUENTE: Ecowin.

(3) El término *consenso* hace referencia al promedio de las estimaciones de beneficios realizadas por el conjunto de analistas financieros.

verano de 2007 y el de 2008 fue un proceso lento y paulatino de reconocimiento de una nueva realidad, pero los acontecimientos de otoño (quiebra de Lehman Brothers entre otros) lo aceleraron a ritmos vertiginosos y dramáticos.

El proceso llegó a un momento crítico el pasado mes de marzo. El *consenso* de analistas redujo drásticamente sus estimaciones de beneficios para 2009 y 2010 desde niveles ya muy bajos, justo en vísperas de la aparición de los primeros signos de mejora en la situación de los mercados financieros y de algunas áreas de la actividad económica. Con posterioridad, las revisiones a la baja de estimaciones se han moderado y el S&P 500 ha protagonizado en dos meses una subida muy significativa del 40%. Esto abre el interrogante de si habrá tenido lugar ya el episodio de capitulación de los analistas que con frecuencia antecede a los giros alcistas en el ciclo de beneficios, del mismo modo que la complacencia extrema suele preceder al momento cumbre.

Tras los drásticos recortes de los últimos meses, el *consenso* de analistas recogía a principios de mayo unas previsiones calificables como conservadoras, e incluso de corte pesimista si se confía en un escenario de progresiva estabilización del sector bancario y recuperación del conjunto de la economía. En concreto, para 2009 se esperan caídas del 12,4% del beneficio operativo por acción del S&P 500, una cifra que sería mucho más negativa de no ser por el efecto base en el sector financiero. Para 2010 las previsiones de aumento de beneficios alcanzan un llamativo 28,1%, conforme se generaliza la recuperación al conjunto de sectores y de nuevo con una importante contribución del sector financiero. A pesar de esta cifra, la expectativa del *consenso* para 2010 supone un nivel para los beneficios de 2010 notablemente inferior al alcanzado en 2007.

Si como ocurre con frecuencia,<sup>(4)</sup> los analistas han sobrereaccionado en los últimos meses rebajando sus estimaciones, bien podría suceder que en breve asistamos a un nuevo ciclo de revisiones al alza, acompañando y en cierta medida reforzando la mejora de condiciones financieras y económicas que empieza a observarse.

#### PREVISIONES DE CONSENSO PARA LOS BENEFICIOS DEL S&P 500

Crecimiento anual en %

Sectores	2008	2009	2010
Consumo cíclico	-52,0%	-14,0%	129%
Consumo no cíclico	-2,0%	-3,0%	10%
Energía	22,0%	-59,0%	43%
Financiero	-	-	75%
Salud	8,0%	0,0%	10%
Industria	-2,0%	-31,0%	10%
Materiales	-16,0%	-63,0%	88%
Tecnología	3,0%	-16,0%	22%
Comunicaciones	-2,0%	-6,0%	6%
Utilities	3,0%	-3,0%	9%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>-23,9%</b>	<b>-12,4%</b>	<b>28,10%</b>

FUENTE: Thomson Reuters.

(4) Para una visión panorámica de estudios que analizan la existencia de errores sistemáticos en las predicciones de los analistas véase por ejemplo: Ramnath, S., Rock S. y Shane P., «The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research», *International Journal of Forecasting*, 24 (2008).

*Este recuadro ha sido elaborado por Fernando San José  
Departamento de Mercados Financieros, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

## Actividad económica

### Retroceso histórico del PIB en el primer trimestre de 2009

Las cifras de contabilidad nacional del primer trimestre facilitadas por el Instituto Nacional de Estadística registraron una caída intertrimestral del producto interior bruto (PIB) del 1,9%, en línea con los indicadores económicos publicados. Así, la economía española anotó una caída de la actividad por tercer trimestre consecutivo, profundizándose la recesión en que entró a mediados de 2008. De esta manera, en un marco de crisis financiera internacional y de fuerte desaceleración global, el PIB anotó la mayor caída interanual de las últimas décadas, del 3,0%, superando incluso la peor cifra trimestral de la anterior recesión de 1992-1993. No obstante, el PIB agregado total de la Unión

Europea bajó más, el 4,4%, y también el de la eurozona, un 4,6% en el mismo periodo.

El fuerte decremento del PIB fue debido a la aceleración de la caída de la demanda nacional, cuya contribución negativa a la variación del PIB se amplió en 2,3 puntos hasta 5,3. A su vez, la aportación del sector exterior continuó siendo positiva y se mantuvo en 2,3 puntos.

El consumo de las familias intensificó su contracción en el primer trimestre hasta una disminución interanual del 4,1%. Este descenso se explica por la reducción de la renta disponible al caer el empleo un 6,0% interanual, por el adverso efecto de la baja del valor de los activos bursátiles e inmobiliarios y por el aumento de la

**Cae la actividad por tercer trimestre consecutivo y se profundiza la recesión, pero el descenso es menor que en la eurozona.**

**La contribución del sector exterior al crecimiento del producto interior bruto se mantiene en 2,3 puntos...**

### LA MAYOR CAÍDA DEL PIB DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Tasa de variación interanual del producto interior bruto en términos reales. Trimestres



NOTA: Datos corregidos de estacionalidad y calendario.  
FUENTES: INE y elaboración propia.

**...mientras que el consumo y la inversión registran fuertes bajadas.**

propensión al ahorro por motivo de precaución ante la escalada del paro, junto con el endurecimiento de las condiciones de financiación. Todos los componentes del consumo anotaron tasas de variación negativas, incluso la alimentación y los servicios, que en el cuarto trimestre de 2008 todavía se mantenían positivas. La bajada es mayor en el caso de los bienes duraderos, si bien no empeoró con respecto al trimestre anterior.

Esta marcada caída continuó en abril en el caso de los automóviles, lo que propició recientemente un plan de ayudas directas a su adquisición. Los planes de estímulo públicos, la caída de los tipos de interés y la recuperación de las bolsas en las últimas semanas deben haber contribuido a una mejora de la confianza de los consumidores en marzo y abril que, no obstante, se coloca en niveles bajos.

En cuanto a la inversión, todos los componentes aceleraron su caída, especialmente los bienes de equipo, y dentro de ellos so-

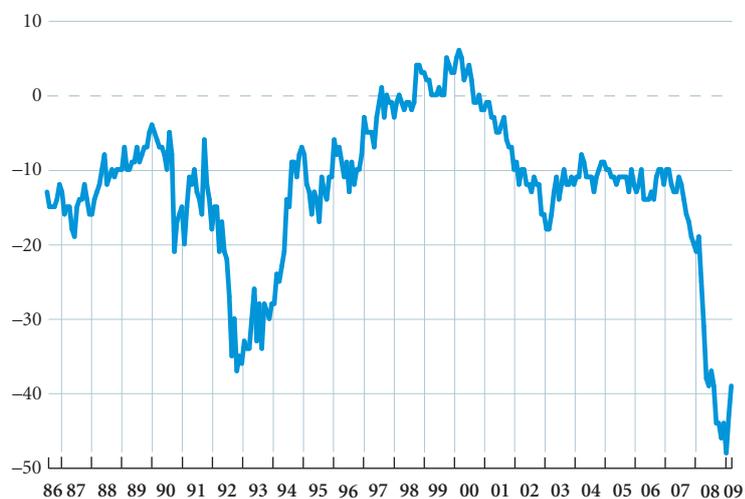
bre todo la maquinaria. La debilidad de la demanda, tanto interna como externa, el retroceso de los beneficios empresariales y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas explican el hundimiento de la inversión. Sin embargo, la utilización de la capacidad productiva experimentó una liviana subida en el segundo trimestre, lo que podría favorecer un freno en el deterioro de la inversión. De hecho, la inversión en equipo de transporte ralentizó su descenso desde un 8,9% intertrimestral en el cuarto trimestre de 2008 hasta sólo un 0,5% en el primer trimestre.

Por lo referente a la inversión en construcción, descendió el 12,4% en relación con el primer trimestre de 2008, 1,5 puntos más que en el trimestre precedente. La inversión en vivienda continuó cayendo fuertemente, el 23,8%, ajustándose a la crisis del mercado inmobiliario. En cambio, la obra en infraestructuras experimentó una cierta recuperación pasando de caer el 1,4% en el cuarto trimestre de 2008 a un descenso anual del 0,6% en el

**Recuperación de la construcción de infraestructuras.**

#### MEJORA DE LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES EN LOS ÚLTIMOS MESES

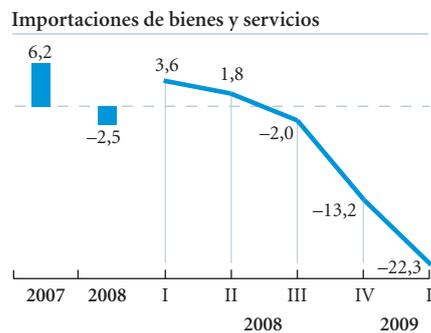
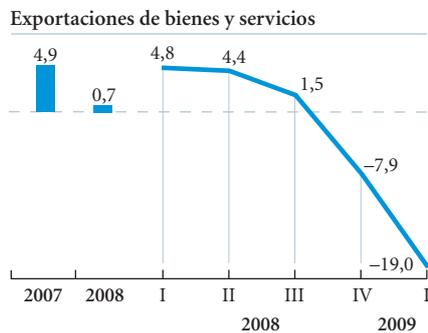
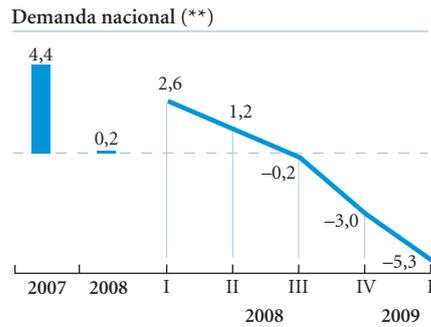
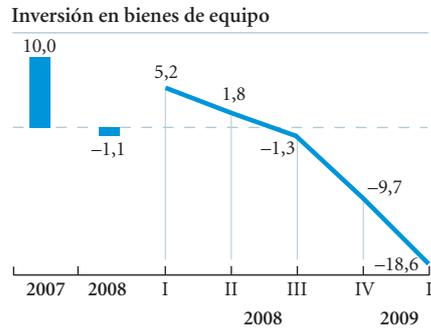
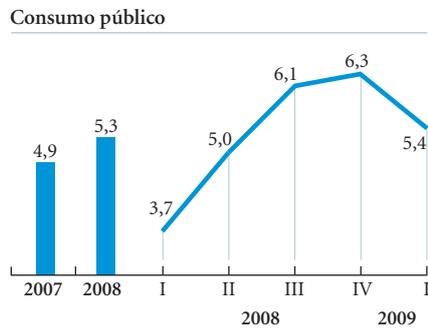
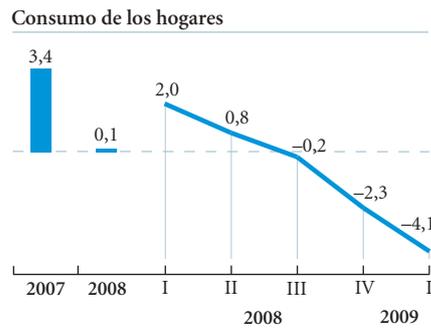
Saldo neto en porcentaje del indicador de confianza de los consumidores



NOTA: Corregido de estacionalidad.  
FUENTE: Comisión Europea.

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)



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

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**La crisis afecta duramente a la industria de bienes de consumo duradero y de capital.**

primer trimestre de 2009 gracias sobre todo al plan de obras locales y los trabajos relacionados con el ferrocarril de alta velocidad.

En el ámbito exterior, tanto las importaciones como las exportaciones acentuaron su desaceleración en un entorno de reducción del comercio internacional. No obstante, la caída interanual de las importaciones, del 22,3%, fue superior a la anotada por las exportaciones, del 19,0%.

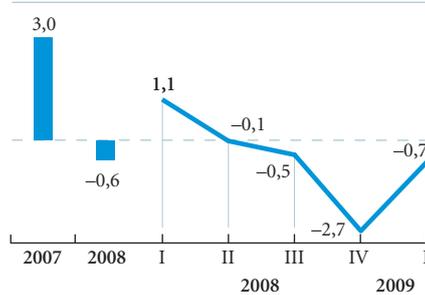
Desde la óptica de la oferta, todas las ramas sufrieron bajadas interanuales de sus valores añadidos, excepto los servicios públicos, que subieron el 3,5%. Sin embargo, el descenso fue menor que en el trimestre anterior en el caso del sector primario (agrario y pesquero), mientras que se mantuvo en el 8,0% en la construcción.

En cambio, las ramas industriales aceleraron su caída hasta el 11,0% interanual.

**EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA**

Porcentaje de variación interanual (\*)

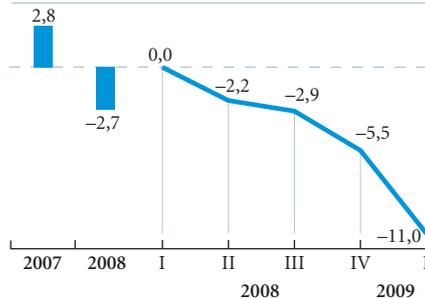
**Agricultura**



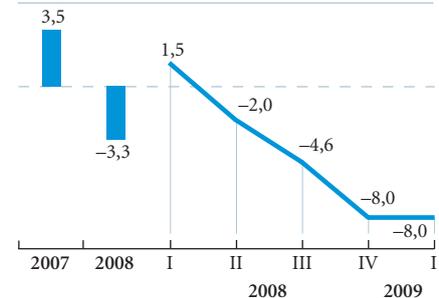
**Energía**



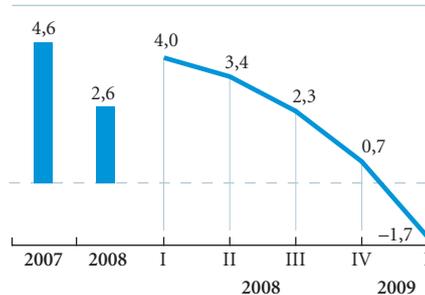
**Industria**



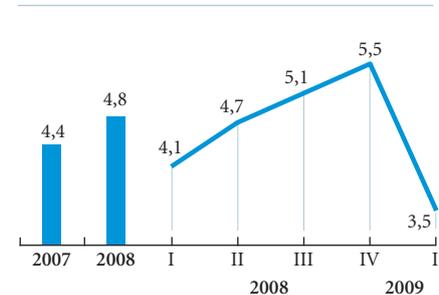
**Construcción**



**Servicios de mercado**



**Servicios de no mercado**



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

Los subsectores más afectados fueron los de bienes de consumo duradero y de capital. La bajada del 30,5% de las entradas de pedidos en el primer trimestre no sugiere una recuperación a corto plazo. Sin embargo, cabe señalar que el índice de confianza del sector experimentó una cierta mejora en abril.

Respecto a los servicios privados, en el primer trimestre de 2009 pasaron a anotar una reducción interanual de su valor añadido del 1,7%, frente a un incremento del 0,7% en el último trimestre de 2008. Las ramas que tuvieron una evolución más desfavorable fueron el comercio de vehículos y de carburante, la selección y colocación de personal y las agencias de viajes, mientras que las tecnologías de la información y las comunicaciones fueron las que capearon mejor el temporal.

Desde la perspectiva de las rentas, la remuneración de los asalariados disminuyó el 2,1% en relación con el primer trimestre de 2008, frente a un alza interanual del 1,6% en el trimestre precedente, producto de una contracción del empleo asalariado del 5,9% y de la ralentización de la remuneración media hasta el 4,0%. El excedente bruto de explotación también se deceleró notablemente, presentando un aumento anual del 1,6%.

De esta forma, la productividad aparente del factor trabajo continuó recuperándose sensiblemente hasta el 3,1% interanual, el mayor registro de los últimos años, siendo muy elevado el aumento en la construcción. Por su parte, el coste laboral por unidad de producto aminoró su ritmo de crecimiento hasta el 0,8% inter-

anual, por debajo del deflactor implícito de la economía, situado en el 1,3%.

En este panorama, el Gobierno avanzó un nuevo paquete de medidas de política económica para hacer frente a la crisis. Entre las medidas decididas destaca el anuncio de la supresión de la deducción fiscal a la adquisición de vivienda a partir del 1 de enero de 2011 sin efectos retroactivos y sólo para rentas elevadas, con el fin de estimular las compras de casas antes de esta fecha y así impulsar al sector inmobiliario; ayudas directas para las adquisiciones de automóviles; reducciones fiscales para algunas pymes con condiciones; ampliación de la introducción de nuevas tecnologías en las escuelas y un recorte presupuestario de 1.000 millones de euros. Asimismo, el Ministerio de Vivienda lanzó una nueva línea de garantías para facilitar el acceso a las hipotecas en la compra de vivienda protegida, cubriendo el 50% del importe de los préstamos.

Los escasos indicadores disponibles del segundo trimestre apuntan a una continuación de la recesión. Así, en abril el consumo de electricidad sufrió la mayor caída de las últimas décadas y el indicador de confianza de la construcción registró la cota mínima desde 1994. No obstante, otros indicadores, como se ha comentado más arriba, permiten albergar la esperanza de una mejora de la situación en los próximos trimestres al empezar a hacer efecto las medidas de estímulo monetario y fiscal. Así, prevemos que el PIB decrezca el 3,7% en el conjunto de 2009, pero que la recuperación permita que ya desaparezca la caída en 2010, si el entorno internacional acompaña.

**Sensible aumento de la productividad, a costa de una reducción del 6% del empleo.**

**Nuevo paquete de medidas de política económica para hacer frente a la crisis.**

**Prevemos un retroceso del producto interior bruto del 3,7% en 2009.**

## Sectores de actividad ante el cambio de ciclo: la crisis irá por barrios

Con la transmisión de la crisis financiera a la economía real, muchas empresas han registrado una rápida caída de la demanda de sus productos. En sectores como el de la automoción, por ejemplo, esta contracción se está traduciendo en una erosión de los beneficios empresariales y en un incremento del desempleo. Afortunadamente, ni todos los sectores se enfrentarán a caídas tan acentuadas de la demanda ni el ajuste lo realizarán únicamente a través de reducciones de plantilla. Clasificando los distintos sectores de actividad, en base a su riesgo de caída de la demanda, y el entorno competitivo en el que operan, es posible ofrecer algunas indicaciones de los ajustes que pueden acometer para limitar el impacto de la crisis.

Empezando por el lado de la demanda, ésta depende en gran medida de los ingresos, y en este sentido las caídas más importantes se producirán entre los colectivos que más están sufriendo el incremento del desempleo –jóvenes menores de 25 años, adultos con estudios secundarios e inmigrantes–. Sin embargo, la demanda del resto de consumidores también puede resentirse por las expectativas negativas que genera el contexto actual acerca de los ingresos futuros y por la caída de precios en el sector inmobiliario, que disminuye su riqueza. Debemos destacar, también, el caso de los sectores relacionados con los bienes duraderos. Éstos se han enfrentado en estos últimos meses a unas condiciones particularmente difíciles, a causa del endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. La buena noticia para estos últimos es que lo peor puede haber pasado ya, pues las condiciones del crédito al consumo empiezan a reflejar la rebaja de los tipos de interés y la mejora de las condiciones de liquidez de las entidades.

Una medida de cómo la demanda de un producto reaccionará a caídas en los ingresos de sus clientes la proporciona la elasticidad-renta de la demanda. Ésta mide el cambio porcentual en la demanda de un bien asociado a un cambio del 1% en la renta del consumidor. La demanda de los llamados «bienes necesarios», cuya elasticidad-renta es inferior a 1, responde de manera moderada a cambios en la renta del consumidor. Éste es el caso de alimentos y bebidas, energía y equipamiento del hogar. Por el contrario, los bienes superiores o de lujo –productos de ocio, vacaciones o el servicio doméstico y otros servicios a la vivienda– reaccionan de forma más acentuada. En el cuadro adjunto, los distintos sectores están ordenados verticalmente de menor a mayor elasticidad-renta.

En lo que respecta a la segunda variable de clasificación, el entorno competitivo en el que operan las empresas de un mismo sector determinará cómo se reparte la caída de la demanda entre ellas. Así, en sectores con una elevada presión competitiva, la caída de las ventas recaerá íntegramente en las empresas menos eficientes, es decir, aquéllas con los costes más elevados. Esto es así porque las características del sector son tales que hacen que el mercado pueda ser abastecido únicamente por las empresas que ofrecen el menor precio. Otros muchos sectores presentan, en cambio, características que permiten a las empresas con mayores costes seguir abasteciendo a una parte del mercado. Las empresas están menos presionadas a bajar precios, y se dice entonces que gozan de cierto poder de mercado. En estos casos, la caída de la demanda sectorial se repartirá entre las empresas en base a criterios relacionados con el origen del poder de mercado y no tanto en base a los costes de producción.

El hecho de que una empresa goce de poder de mercado puede deberse a varios factores. Por ejemplo, la existencia de barreras a la entrada de nuevas empresas, como es el caso del sector eléctrico, limita el número de competidores y facilita una cierta coordinación de sus acciones para evitar una competencia agresiva. Otra posibilidad es que los productos o servicios ofrecidos por las distintas empresas exhiban, a ojo de los consumidores, cierta diferenciación en base a determinadas características. Como en cuestión de gustos no hay nada escrito, cada empresa puede tener su nicho de mercado más o menos aislado del resto de competidores. Fruto de esta dife-

renciación surgen las marcas comerciales, existentes en sectores tan distintos como el de la alimentación, el calzado o las telecomunicaciones. En cualquier caso, las empresas de estos sectores disponen de más variables de ajuste para competir que únicamente los precios.

### MAPA DEL RIESGO DE LOS DISTINTOS SECTORES DE ACTIVIDAD (\*)

		Presión competitiva (Índice de Lerner) (**)		
		Elevada (<10%)	Moderada (entre 10% y 20%)	Reducida (>20%)
Elasticidad- renta de la demanda (**)	<b>Bienes de primera necesidad (&lt;0,7)</b>	Comercio mayorista de alimentos y tabaco	Comercio minorista de alimentos (especializado)	
		Comercio minorista no especializado	Bebidas	
		Industria de la alimentación	Tabaco	
		Industria de la madera y del corcho	Fabricación de artículos de cuchillería	
		Fabricación de aparatos domésticos	Fabricación de elementos de iluminación	
		Fabricación de muebles		
	<b>Bienes normales (entre 0,7 y 1,3)</b>	Transporte de viajeros	Restauración	Intermediarios del comercio
		Venta al por menor de carburante	Comercio minorista de productos de farmacia y belleza	Producción y distribución de electricidad
		Comercio mayorista de bienes de consumo no alimentario	Producción y distribución de gas	
		Otros minoristas	Captación y distribución de agua	
Industria textil y de la confección		Artículos de limpieza		
Industria del cuero y del calzado				
Fabricación de motocicletas y bicicletas				
<b>Bienes superiores (&gt;1,3)</b>	Fabricación de artículos de joyería			
	Agencias de viajes	Hoteles	Telecomunicaciones	
	Actividades deportivas	Actividades postales	Actividades recreativas diversas	
	Repuestos y accesorios de motor	Lavado, limpieza y teñido	Peluquería y belleza	
	Reparación y repuestos de motocicletas	Otros servicios personales	Pompas fúnebres	
	Fabricación de vehículos de motor	Reparación de efectos personales y domésticos		
	Venta de vehículos de motor	Industria del papel y cartón		
	Fabricación de equipos de sonido e imagen	Edición		
		Artes gráficas y soportes grabados		
		Reparación vehículos de motor		
		Fabricación de equipos de radio y televisión		
		Fabricación de artículos de deporte y juegos		
		Actividades artísticas y espectáculos		

NOTAS: (\*) Clasificación no exhaustiva de los sectores de actividad vinculados a bienes y servicios de demanda final. Sectores agrupados a 2 y 3 dígitos CNAE.

(\*\*) Índice elaborado a partir de los datos publicados en la Encuesta Anual de Servicios, la Encuesta Anual de Comercio y la Encuesta Industrial de Empresas. Índice calculado como el valor de la producción (ventas, variación de existencias y otros ingresos de explotación) neto de consumos intermedios (compras realizadas y servicios exteriores) y de costes de personal, todo ello dividido por el valor de la producción.

FUENTES: Elaboración propia con datos del INE y Luengo-Prado, M. J. y J. Ruiz-Castillo (2004), «Demand patterns in Spain», DEMPATEM Working Paper n.º 4.

La presión competitiva a la que está sujeta una empresa puede aproximarse por el llamado «índice de Lerner», que se calcula como el margen de contribución unitario dividido por el precio.<sup>(1)</sup> Índices elevados se corresponden entonces con mayor poder de mercado. El cuadro anterior presenta los distintos sectores de actividad ordenados horizontalmente en base a este índice.

Los sectores situados en la parte inferior izquierda del cuadro –agencias de viaje, fabricación de artículos de deporte o de equipos de sonido e imagen– están expuestos a una severa contracción de la demanda en un entorno muy competitivo. Sus empresas deberán ajustarse mediante importantes recortes de costes si quieren seguir en el mercado. En este sentido, las empresas con unos costes fijos elevados en relación con los variables sufrirán más para reducirlos. Lo mismo les ocurrirá a aquellas con un elevado apalancamiento, dado que deberán soportar las cargas financieras.

Potenciar estrategias de diferenciación del producto o los programas de fidelización del cliente, y así reducir la competencia en precios, son estrategias que pueden convenir a las empresas de los sectores de la zona central del cuadro. Éstas también se beneficiarían de una mejor segmentación de sus clientes mediante el diseño de productos o tarifas específicos para distintos colectivos. Como en el caso de las marcas blancas en los supermercados, la idea es que la competencia en precios sólo tenga lugar para aquellos consumidores más sensibles a esta variable. Las empresas de telecomunicaciones, por ejemplo, y pese a su poder de mercado, persiguen esta finalidad con sus ofertas a desempleados.

En resumen, el mayor ajuste y, quizás, el más doloroso en términos de empleo, deberán realizarlo las empresas que producen bienes o servicios que no son de primera necesidad y que operan en entornos muy competitivos. El resto de empresas tiene más margen de maniobra, pero deberán echar mano de estrategias de diversificación y diferenciación para minimizar los efectos de la crisis.

(1) El índice teórico se calcula como la diferencia entre el precio y el coste marginal dividida por el precio. Dada la dificultad de medir los costes marginales, la aproximación propuesta es apropiada si puede asumirse que el coste marginal es constante.

*Este recuadro ha sido elaborado por Sandra Jódar  
Oficina de Análisis Económico, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

## Mercado de trabajo

### El declive del mercado de trabajo continúa pero a un ritmo algo menor

Los datos de la encuesta de la población activa (EPA) del Instituto Nacional de Estadística confirman el fuerte deterioro del mercado de trabajo en el primer trimestre de 2009, tanto en la destrucción de empleo como en la escalada del número de parados. Así, en los últimos 12 meses, el número de ocupados disminuyó en 1.311.500 personas, un 6,4% interanual, alcanzando un total de 19.090.800. Por sexos, la caída fue mayor entre los hombres, un 9,1% interanual, que entre las mujeres, un 2,6%, aunque los datos muestran una aceleración en la destrucción de empleo de las féminas.

Cabe destacar que la pérdida de empleo en el primer trimestre de 2009 fue especialmente intensa entre la población inmigrante. El número de ocupados españoles descendió un 6,0% interanual, mientras la caída en el número de extranjeros se cifró en el 9,3%. Ello reduce seis décimas el porcentaje de ocupados extranjeros sobre el total, situándose en el 14,0%.

Por otra parte, la destrucción de empleo se ha concentrado en los trabajadores con contrato temporal, con una caída interanual del 20,6%. En menor medida, la caída también ha sido fuerte, de un 9,4%, entre los autónomos. Por el contrario, el grupo de asalariados con contrato indefi-

**En los últimos 12 meses se pierden 1,3 millones de empleos.**

### SE RALENTIZA LA DESTRUCCIÓN DE EMPLEO

Variación mensual de afiliados a la Seguridad Social



NOTA: Serie corregida de variaciones estacionales.

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

**EMPLEO ESTIMADO**

Primer trimestre 2009

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>								
Agricultura	837,8	-25,6	-3,0	-25,6	-3,0	-84,6	-9,2	4,4
No agrarios	18.253,0	-740,3	-3,9	-740,3	-3,9	-1.226,9	-6,3	95,6
<i>Industria</i>	2.900,1	-159,5	-5,2	-159,5	-5,2	-438,4	-13,1	15,2
<i>Construcción</i>	1.978,0	-157,0	-7,4	-157,0	-7,4	-642,3	-24,5	10,4
<i>Servicios</i>	13.374,9	-423,8	-3,1	-423,8	-3,1	-146,2	-1,1	70,1
<b>Por empleadores</b>								
Sector privado	16.061,3	-766,0	-4,6	-766,0	-4,6	-1.467,8	-8,4	84,1
Sector público	3.029,5	0,0	0,0	0,0	0,0	156,3	5,4	15,9
<b>Por situación profesional</b>								
Asalariados	15.843,0	-465,2	-2,9	-465,2	-2,9	-974,4	-5,8	83,0
<i>Contrato indefinido</i>	11.817,3	63,4	0,5	63,4	0,5	70,2	0,6	61,9
<i>Contrato temporal</i>	4.025,7	-528,6	-11,6	-528,6	-11,6	-1.044,6	-20,6	21,1
No asalariados	3.240,5	-294,5	-8,3	-294,5	-8,3	-334,2	-9,3	17,0
<i>Empresarios empleadores</i>	1.100,3	-65,0	-5,6	-65,0	-5,6	-39,2	-3,4	5,8
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.956,1	-216,6	-10,0	-216,6	-10,0	-262,2	-11,8	10,2
<i>Ayudas familiares</i>	184,1	-12,9	-6,5	-12,9	-6,5	-32,8	-15,1	1,0
Otros	7,2	-6,4	-47,1	-6,4	-47,1	-3,0	-29,4	0,0
<b>Por tiempo de ocupación</b>								
A tiempo completo	16.667,9	-709,9	-4,1	-709,9	-4,1	-1.284,5	-7,2	87,3
A tiempo parcial	2.422,9	-56,1	-2,3	-56,1	-2,3	-27,0	-1,1	12,7
<b>Por sexos</b>								
Varones	10.830,9	-509,7	-4,5	-509,7	-4,5	-1.093,0	-9,2	56,7
Mujeres	8.259,9	-256,3	-3,0	-256,3	-3,0	-218,5	-2,6	43,3
<b>TOTAL</b>	<b>19.090,8</b>	<b>-765,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-765,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1.311,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**La destrucción del empleo se concentra en los trabajadores con contrato temporal.**

nido ha experimentado una ligera subida del 0,6%. Ello contribuyó a que la tasa de temporalidad descendiera 2,52 puntos con respecto al trimestre anterior, situándose en el 25,4%.

No obstante, la cifra de abril de afiliados en alta laboral a la Seguridad Social muestra un ligero cambio de tendencia en el proceso de destrucción del empleo. Así, los afiliados disminuyeron en 110.000 en términos desestacionalizados (23.939 en datos brutos). Este aumento, aún siendo

bastante negativo, está por debajo de las caídas anotadas en meses anteriores. Por tanto, es posible que las mayores pérdidas de empleo hayan tenido lugar durante el primer trimestre de 2009.

Las cifras de la contabilidad nacional muestran una tónica de destrucción de empleo similar. De esta forma, en el primer trimestre de 2009, los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo descendieron un 6,0% interanual, 2,9 puntos más que en el trimestre anterior. Ello su-

puso la destrucción en un año de 1,15 millones de empleos netos a tiempo completo. Por sectores, las cifras muestran que las caídas más intensas continúan apareciendo en la construcción, con un decrecimiento del 26,0% en relación con el primer trimestre del año anterior.

Volviendo a la EPA, en el primer trimestre de 2009 se observa una ralentización en el aumento del número de activos, tal y como era de esperar, ya que las desaceleraciones económicas suelen desincentivar la búsqueda activa de empleo entre la población en edad de trabajar. Si el aumento de la actividad continúa moderándose ello podría tener un efecto paliativo sobre la tasa de paro.

Con todo, los datos señalan un fuerte incremento de la población desempleada. Así, en los últimos 12 meses, el número de parados aumentó en 1.836.500 personas, un incremento del 84,5% interanual, alcanzando un total de 4.010.700. Así, la tasa de paro se situó en el 17,4%, la mayor desde el cuarto trimestre de 1998. En el primer trimestre, el desempleo creció

más entre los hombres que entre las mujeres, situando la tasa de paro en el 16,9% y el 18,0%, respectivamente, por lo que en los últimos meses se está produciendo una progresiva aproximación de ambas tasas. Asimismo, en el primer trimestre la escalada del número de desempleados fue notablemente más brusca entre la población extranjera. En este grupo, la tasa de paro se cifró en el 28,4%, tras un incremento de 7,13 puntos.

Por sectores, las cifras muestran que las subidas del paro fueron generalizadas. Aunque la construcción continúa encabezando la pérdida de empleo en el último año, la industria fue el sector que experimentó un mayor incremento en el primer trimestre de 2009.

Todas las comunidades autónomas anotaron un aumento del paro en el último año. En cabeza se sitúan Aragón, Cataluña y Murcia, con un crecimiento interanual superior al 100%. Por otra parte, las comunidades que experimentaron un menor aumento fueron Asturias, Galicia y Extremadura.

**En un año, el número de parados aumenta en 1,8 millones, situando la tasa de desempleo en el 17,4%.**

**Aragón, Cataluña y Murcia doblan el número de parados en un año.**

## PARO ESTIMADO

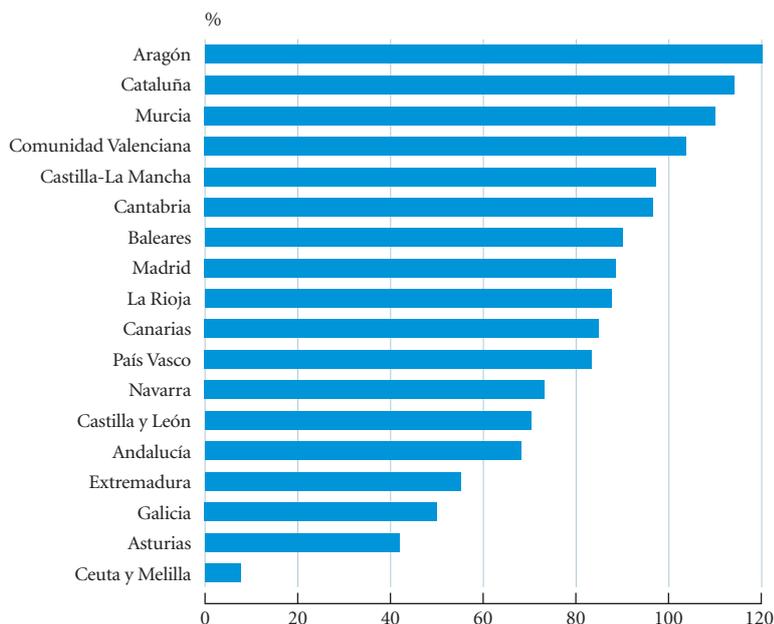
Primer trimestre 2009

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		% participación	Tasa de paro % sobre población activa
		Absoluta	%	Absoluta	%		
<b>Por sexos</b>							
Hombres	2.195,8	507,0	30,0	1.177,2	115,6	54,7	16,9
Mujeres	1.814,9	295,9	19,5	659,3	57,1	45,3	18,0
<b>Por edades</b>							
Menores de 25 años	808,5	-1,4	-0,2	199,6	32,8	20,2	35,7
Resto	3.202,2	804,3	33,5	1.636,9	104,6	79,8	15,4
<b>Por situación personal</b>							
Paro de larga duración	977,5	188,4	23,9	420,3	75,4	24,4	-
Buscan primer empleo	299,4	50,1	20,1	101,6	51,4	7,5	-
Resto	2.733,8	564,4	26,0	1.314,6	92,6	68,2	-
<b>TOTAL</b>	<b>4.010,7</b>	<b>802,9</b>	<b>25,0</b>	<b>1.836,5</b>	<b>84,5</b>	<b>100,0</b>	<b>17,4</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## ARAGÓN, CATALUÑA Y MURCIA ENCABEZAN EL RANKING DE LA ESCALADA DE PARO EN EL ÚLTIMO AÑO

Variación interanual por comunidades autónomas del paro estimado



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

### Aumenta notablemente el número de afectados por ERE.

Por último, cabe señalar que tanto la EPA como los registros del servicio público de empleo no contabilizan como parados al personal afectado por un expediente de regulación de empleo (ERE). El aumento en los ERE en los últimos meses acentúa la lectura poco favorable del mercado de trabajo reflejada en las cifras de parados. No obstante, aunque el total de ERE ha crecido de forma significativa en los últimos meses, es importante tener presente

que este grupo continúa siendo muy pequeño en comparación con el total de desempleados. Por otro lado, el movimiento de los ERE podría ser ilustrativo de la evolución de la actividad económica. En este sentido, en el mes de marzo se observa un retroceso en el número total de afectados por un ERE y ello podría indicar una cierta estabilización en el deterioro de la coyuntura económica.

## Precios

### Precios a la baja

En abril la evolución de los precios de consumo (IPC) continuó la senda bajista iniciada en agosto de 2008 al remitir el alza de las materias primas y especialmente del petróleo. Así, al final del primer cuatrimestre la tasa de variación interanual del IPC fue negativa por segundo mes consecutivo, y anotó un decremento anual del 0,2%. Esta tasa es la más baja de las últimas décadas, y refleja presiones desinflationistas derivadas de la fuerte contracción de la demanda.

No obstante, la reducción de la tasa de inflación interanual en abril en una décima

es atribuible a los elementos más volátiles del IPC. En concreto, los productos energéticos contribuyeron en casi una décima al descenso de la inflación interanual y su tasa de variación anual bajó hasta el 12,4%. Pero esta vez no fue debido a los carburantes y lubricantes, que aportaron una subida de una décima, sino al gas, que contribuyó con más de dos décimas al descenso y en mucha menor medida al gasóleo de calefacción. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados se situaron en el mismo nivel que doce meses antes y aportaron media décima al descenso de la inflación anual, debido sobre todo al pollo y a la fruta fresca.

**El IPC anota la mayor caída interanual de las últimas décadas por el descenso del precio de las materias primas y por la contracción de la demanda.**

### EL IPC, EN COTAS NEGATIVAS POR SEGUNDO MES CONSECUTIVO

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	1,0	-0,1	-0,2
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.

**Sube la tasa de variación interanual de los servicios hasta el 3,1%, pero debido mayormente al efecto calendario de la Semana Santa.**

El núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye los productos energéticos y los alimentos no elaborados, se mantuvo en el 1,3%. Cabe señalar la evolución de los servicios, cuya tasa de variación interanual aumentó 4 décimas hasta el 3,1%. Este incremento es atribuible mayormente a los viajes organizados, cuyos precios ascendieron el 12,4% en el último año debido a que en 2009 la Semana Santa se celebró en abril, mientras que en el año precedente tuvo lugar en marzo.

**Se moderan los precios de los alimentos y disminuyen los de los automóviles.**

Por el contrario, los otros grandes componentes de la inflación subyacente se moderaron. Así, la tasa de variación anual de los alimentos elaborados se redujo en medio punto hasta el 0,7%. Dentro de ellos cabe mencionar la intensificación de la caída del precio de los aceites hasta el 12,2% interanual.

**En los próximos meses se intensificará la caída de los precios, pero probablemente repuntarán al final del año.**

Por su parte, los precios de los bienes industriales sin productos energéticos ampliaron su bajada hasta el 0,7% en medio de fuertes presiones competitivas inter-

nacionales. Es destacable que el precio de los automóviles bajó el 2,6% en el último año al intentarse la reactivación de las ventas con descuentos.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea también anotó un descenso interanual del 0,2%. De este modo, el diferencial negativo con la eurozona aumentó hasta 0,8 puntos porcentuales, un nuevo récord. Esto se debe parcialmente a un mayor peso de los productos energéticos y de los alimentos en el índice español, pero, de hecho, el diferencial en términos de inflación subyacente también fue negativo.

Las perspectivas de la inflación en los próximos meses son de una intensificación de la tendencia bajista a causa principalmente de los altos precios de las materias primas en la primera mitad de 2008. Sin embargo, a partir de la mitad del verano la inflación anual tenderá a repuntar y probablemente volverá a situarse en terreno positivo hacia el final del ejercicio.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Abril

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	109,1	0,3	-0,3	1,0	-1,4	6,6	-0,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	115,7	0,2	0,0	3,4	3,5	4,1	4,0
Vestido y calzado	104,6	9,3	9,4	-1,7	-3,9	0,8	-1,7
Vivienda	111,1	0,9	-1,4	3,7	-0,5	6,0	1,6
Menaje	106,9	0,7	0,5	1,1	0,3	2,5	1,8
Medicina	99,4	0,6	0,3	0,2	0,6	1,1	0,7
Transporte	100,1	0,6	1,4	2,7	0,7	6,7	-7,5
Comunicaciones	99,7	0,0	0,0	0,3	0,1	-0,3	-0,5
Ocio y cultura	100,0	-1,1	1,4	-1,0	0,3	-1,5	1,6
Enseñanza	111,7	0,1	0,0	0,2	0,2	3,8	3,9
Hoteles, cafés y restaurantes	111,9	0,5	0,6	2,8	1,3	4,5	2,4
Otros	109,4	0,3	0,2	2,4	1,7	3,1	2,8
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	110,8	0,2	-0,2	2,1	-0,3	7,4	0,7
Alimentos sin elaboración	107,9	0,4	-0,4	-0,4	-2,0	4,0	0,0
Conjunto no alimentario	105,8	1,3	1,3	1,6	0,1	3,5	-0,4
Bienes industriales	101,3	2,4	2,1	1,2	-1,1	3,5	-3,7
<i>Productos energéticos</i>	99,5	1,2	0,3	5,6	-0,3	13,3	-12,4
<i>Carburantes y combustibles</i>	93,3	1,6	0,4	6,3	-1,6	16,7	-19,3
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	101,7	2,9	2,7	-0,3	-1,4	0,2	-0,7
Servicios	110,5	0,2	0,6	2,0	1,4	3,5	3,1
Inflación subyacente (**)	107,5	1,1	1,2	1,2	0,1	3,1	1,3
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>106,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,2</b>	<b>-0,2</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### Los precios industriales marcan el mayor descenso de las últimas décadas

En marzo los precios mayoristas siguieron descendiendo en términos generales, reflejando la caída de los precios de las materias primas en los últimos doce meses, y también la debilidad de la demanda. Así, el índice general de los precios industriales disminuyó el 2,4% en relación con el mes de marzo de 2008, anotando la

menor cota de las últimas décadas. Todos los principales componentes de los precios industriales se moderaron, destacando las bajadas interanuales de los bienes energéticos e intermedios.

A su vez, el índice general de precios de importación bajó el 6,9% en los doce últimos meses hasta marzo, debido sobre todo al desplome de los precios energéticos y en menor medida de los bienes intermedios. Los precios de los bienes de

**Los precios de importación bajan el 7% en los doce últimos meses hasta marzo.**

equipo, no obstante, repuntaron hasta el 2,8% interanual, debido en parte a la depreciación del euro en el último año.

Los precios agrarios se incrementaron ligeramente al principio del ejercicio, si bien continuaban colocándose por deba-

jo del nivel de doce meses antes, anotando un descenso interanual del 7,2% en enero. Esta caída era debida sobre todo a los productos ganaderos, como la leche, y en menor medida a los productos agrícolas. En cambio el ganado de abasto subió el 6,7% respecto a enero de 2008.

## 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>2008</b>											
Enero	11,2	6,3	5,4	2,9	5,5	11,1	7,0	1,1	0,4	1,9	-
Febrero	7,8	6,3	5,6	2,6	5,9	11,0	7,0	1,4	0,2	1,9	3,2
Marzo	9,0	6,6	5,4	2,5	5,9	12,4	6,9	0,7	-0,3	2,3	-
Abril	7,8	6,6	5,1	2,5	5,8	13,3	6,9	0,6	-0,4	2,3	-
Mayo	16,3	7,4	5,1	2,3	5,9	17,4	9,2	0,7	-0,1	2,5	3,1
Junio	9,2	8,4	5,2	2,3	6,2	21,1	10,4	1,1	-0,2	2,6	-
Julio	12,6	10,2	5,1	2,5	7,3	27,4	10,4	0,5	-0,2	3,7	-
Agosto	6,0	9,2	4,8	2,5	7,6	23,2	9,6	1,3	0,3	5,0	3,4
Septiembre	-0,8	8,3	4,1	2,4	7,1	19,9	8,5	1,9	0,6	5,9	-
Octubre	-7,6	6,1	2,8	2,4	5,3	14,9	5,2	3,2	1,3	5,1	-
Noviembre	-10,5	2,9	2,2	2,3	2,9	4,3	0,9	4,3	1,9	5,0	2,5
Diciembre	-10,3	0,4	1,6	2,3	1,0	-3,7	-3,9	2,6	1,6	2,0	-
<b>2009</b>											
Enero	-7,2	-0,5	1,0	2,0	-1,6	-2,2	-4,9	2,8	1,9	0,4	-
Febrero	...	-1,1	0,5	1,6	-3,3	-1,9	-5,6	3,1	2,4	-1,2	1,3
Marzo	...	-2,4	-0,3	1,3	-4,5	-4,6	-6,9	2,7	2,8	-2,7	-

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

(\*\*) Excepto energía.

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

## Sector exterior

### El comercio exterior se desploma

El deterioro de la coyuntura económica y los efectos de la crisis financiera han motivado una importante contracción del comercio mundial, de la que España no ha quedado al margen. Así, durante los tres primeros meses de 2009, el volumen de comercio español se desplomó fuertemente, con caídas de las importaciones del 31,0% y de las exportaciones del 21,6% respecto al mismo periodo del año anterior. Como consecuencia, el déficit comercial registró, en marzo de 2009, su novena contracción consecutiva, alcanzando los 14.023 millones de euros en los tres primeros meses del año, un 47,7% menor que en 2008.

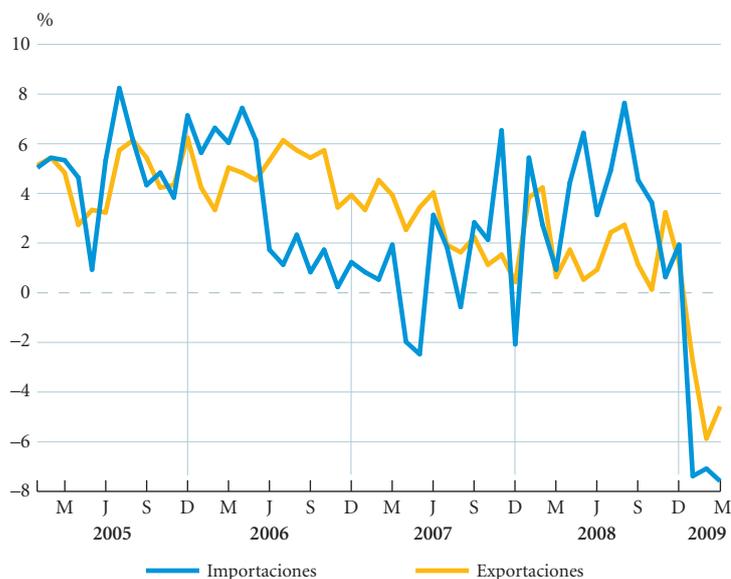
Esta contracción del valor de los flujos comerciales vino explicada principalmente por la brusca caída del componente real. En el mes de marzo, las importaciones y las exportaciones reales cayeron un 26,2% y un 9,5% interanual respectivamente. En el caso de las últimas, este menor volumen exportado fue fruto de la contracción de la demanda de los principales socios comerciales españoles, que se redujo drásticamente en marzo. Así, las exportaciones hacia la Unión Europea, que en este mes significaban el 69,9% del total, cayeron por encima de la media, con un retroceso del 17,5%, mientras que las exportaciones hacia África, Asia y América Latina registraron tímidos aumentos. Los sectores más afectados por

**Las exportaciones españolas sufren la mayor contracción de los últimos años...**

**...debido a la caída de la demanda externa de los principales socios comerciales.**

### LA CAÍDA DE LOS PRECIOS INTENSIFICA LA REDUCCIÓN DE LOS FLUJOS COMERCIALES

Variación del precio respecto al mismo mes del año anterior



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

la reducción de las exportaciones en el primer trimestre fueron el del automóvil y los bienes duraderos, con caídas del 35,2% y del 33,4% respectivamente. Por el lado de las importaciones, la caída de la demanda interna se ha hecho patente principalmente en la reducción superior al 30% de las importaciones de bienes de capital y bienes intermedios, así como de los energéticos.

Además de la contracción de la demanda, la evolución de los precios está incidiendo muy directamente en la variación de los flujos comerciales. Como se puede observar en el gráfico anterior, la caída del precio de las importaciones superó el 7,0% en los tres primeros meses de 2009, fruto principalmente del componente energético. Por otro lado, los precios de

las exportaciones, después de registrar en febrero la mayor caída de los últimos veinte años, se redujeron un 4,6% en marzo, con una importante contracción de los precios de los productos industriales.

Los datos económicos del primer trimestre de 2009 muestran una importante contracción económica de los países europeos, y hacen prever que la reducción de los flujos comerciales se mantenga a corto plazo, si bien en la segunda mitad del año podrían estabilizarse. La fuerte caída interanual del precio de los productos energéticos que debe registrarse durante los próximos meses avivará aún más estas tendencias, especialmente en el caso de las importaciones, mejorando el desequilibrio comercial español, aunque manteniéndolo aún a niveles elevados.

**Se prevé que el ajuste del déficit se mantenga durante los próximos meses.**

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-marzo 2009

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	8.283	-45,3	16,2	1.596	-34,2	4,3	-6.688	19,3
Bienes de consumo	16.982	-4,4	33,1	15.418	-13,3	41,4	-1.564	90,8
<i>Alimenticios</i>	3.419	-7,5	6,7	5.640	-2,6	15,2	2.222	165,0
<i>No alimenticios</i>	13.563	-3,6	26,5	9.778	-18,5	26,3	-3.786	72,1
Bienes de capital	4.336	-33,4	8,5	3.070	-20,2	8,3	-1.266	70,8
Bienes intermedios no energéticos	21.629	-37,9	42,2	17.123	-26,7	46,0	-4.506	79,2
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	29.328	-28,7	57,2	26.087	-24,2	70,1	-3.241	88,9
<i>Zona del euro</i>	24.855	-28,0	48,5	21.437	-21,9	57,6	-3.418	86,2
Otros países	21.902	-33,9	42,8	11.120	-14,5	29,9	-10.782	50,8
<i>Rusia</i>	966	-58,7	1,9	331	-44,5	0,9	-635	34,3
<i>EEUU</i>	2.470	-18,2	4,8	1.455	-16,2	3,9	-1.015	58,9
<i>Japón</i>	733	-52,1	1,4	274	-16,7	0,7	-459	37,3
<i>América Latina</i>	2.538	-27,9	5,0	1.825	-10,2	4,9	-713	71,9
<i>OPEP</i>	4.225	-34,4	8,2	1.566	16,9	4,2	-2.659	37,1
<i>Resto</i>	10.970	-32,7	21,4	5.669	-18,7	15,2	-5.301	51,7
<b>TOTAL</b>	<b>51.230</b>	<b>-31,0</b>	<b>100,0</b>	<b>37.207</b>	<b>-21,6</b>	<b>100,0</b>	<b>-14.023</b>	<b>72,6</b>

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

## Balanza de pagos: la necesidad de financiación sigue ajustándose

A pesar de la mejora del saldo de la balanza comercial, el déficit de la balanza por cuenta corriente en el mes de febrero fue de 10.156 millones de euros, un 13,3% superior al del mismo mes del año anterior, rompiendo así un periodo de ocho meses consecutivos con reducciones interanuales. Este incremento se explica por la ampliación del déficit de la balanza de rentas y transferencias corrientes y, en menor medida, por el menor superávit de la balanza de servicios, que se redujo un 29,3%. Como consecuencia, la caída del saldo acumulado de los últimos doce meses fue del 6,8%, inferior en más de un punto porcentual a la del mes de enero.

Los datos de contabilidad nacional trimestral muestran que la necesidad de fi-

nanciación acumulada durante los últimos cuatro trimestres se redujo hasta el 8,4% del PIB en marzo de 2009, lejos del 10,0% alcanzado en el segundo trimestre del año pasado, hecho que confirma el ajuste progresivo del desequilibrio exterior, que se espera se mantendrá durante los próximos trimestres.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, a pesar de que la principal entrada de capital en el mes de febrero fue a través de los instrumentos a corto plazo (préstamos, depósitos y repos), ésta fue un 79,9% inferior a la del mismo mes de 2008, lo que indica un cambio en la tendencia de estos flujos. Así, la evolución de los datos acumulados en los últimos doce meses, muestra como las entradas netas en inversión en cartera siguen reponiéndose, en detrimento de la financiación a corto plazo.

**El déficit por cuenta corriente aumenta ligeramente en febrero.**

**La necesidad de financiación se reduce.**

## BALANZA DE PAGOS

Febrero 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	-9.607	-40,6	-81.088	12.278	-13,2
Servicios					
<i>Turismo</i>	2.510	-13,0	27.691	-83	-0,3
<i>Otros servicios</i>	-432	11,2	-1.606	2.432	-60,2
<b>Total</b>	2.078	-16,8	26.085	2.349	9,9
Rentas	-6.519	50,1	-36.231	-6.038	20,0
Transferencias	-2.692	-9,5	-8.965	-1.317	17,2
<b>Total</b>	<b>-16.740</b>	<b>-20,3</b>	<b>-100.200</b>	<b>7.271</b>	<b>-6,8</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>286</b>	<b>-84,6</b>	<b>3.978</b>	<b>-1.057</b>	<b>-21,0</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-4.073	-	-21.458	17.836	-45,4
Inversiones de cartera	7.699	-	24.843	-32.491	-56,7
Otras inversiones	7.857	-55,9	58.571	-777	-1,3
<b>Total</b>	<b>11.484</b>	<b>-19,7</b>	<b>61.956</b>	<b>-15.432</b>	<b>-19,9</b>
Errores y omisiones	2.801	-	7.663	9.223	-
Variación de activos del Banco de España	2.170	-62,0	26.603	-5	0,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## Sector público

**El impacto de la recesión económica provoca el descenso de los ingresos del Estado al disminuir la base imponible de los impuestos.**

### Notable déficit del Estado en el primer trimestre

El impacto de la recesión económica continúa reflejándose en las cuentas del Estado. Por un lado se reducen los ingresos al disminuir las rentas, el consumo y la inversión, al tiempo que suben las prestaciones por desempleo. Por otro lado, las medidas de impulso fiscal también reducen los ingresos y elevan los gastos. De este modo, las cuentas del Estado han seguido deteriorándose. Así, en el primer trimestre los ingresos del Estado en términos de caja, es decir, según los flujos monetarios registrados, totalizaron 45.550 millones de euros antes de las cesiones a las administraciones autonómicas y locales de acuerdo con el sistema de financia-

ción vigente. Esta cifra supone una bajada del 11,9% respecto al mismo periodo del año anterior. Este descenso es superior al del producto interior bruto (PIB) nominal.

Las entradas por los impuestos directos cayeron el 10,7% en el periodo enero-marzo en relación con un año antes. La recaudación por la figura más importante, el impuesto sobre la renta de las personas físicas, se redujo el 9,7%, afectada por la caída de la ocupación y la moderación de los salarios, así como por la deducción anticipada de hasta 400 euros sobre las retenciones del trabajo y pagos fraccionados de empresarios individuales y profesionales, puesto que en el mismo periodo de 2008 no se aplicaba. Por su parte, los

## EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Marzo 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>2.613</b>	<b>-60,1</b>	<b>31.269</b>	<b>-18,1</b>
<b>Ingresos no financieros corregidos (*)</b>				
IRPF	4.155	-8,4	19.003	-9,7
Impuesto de sociedades	-320	-	1.023	-32,3
IVA	180	-92,5	14.274	-26,2
Impuestos especiales	1.324	-10,1	4.546	-5,4
Resto	2.035	-14,2	6.704	33,8
<b>Total</b>	<b>7.374</b>	<b>-33,3</b>	<b>45.550</b>	<b>-11,9</b>
<b>Pagos no financieros</b>	<b>13.888</b>	<b>52,5</b>	<b>42.614</b>	<b>15,5</b>
<b>Saldo de caja</b>	<b>-11.275</b>	<b>340,6</b>	<b>-11.345</b>	<b>-</b>
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)</b>	<b>-12.911</b>	<b>112,4</b>	<b>-7.586</b>	<b>-</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.

ingresos por el impuesto de sociedades se redujeron el 32,3%, si bien este decremento está influido por un adelanto de las devoluciones y por un calendario distinto de retenciones sobre intereses de la deuda pública.

Mayor todavía fue el hundimiento de los impuestos indirectos, del 21,8% con relación al primer trimestre de 2008. La recaudación de la mayor partida, el impuesto sobre el valor añadido, el IVA, disminuyó el 26,2%, en parte por más aplazamientos, el adelanto de las devoluciones y el nuevo sistema de devolución mensual.

Los impuestos especiales sufrieron una bajada del 5,4%, determinada en gran manera por la caída del 7,9% del impuesto sobre hidrocarburos, a causa de un menor consumo. El impuesto sobre el tabaco disminuyó el 3,9% y el relativo al alcohol el 17,7%.

En el otro lado de las cuentas, los pagos no financieros registraron un ascenso interanual acumulado del 15,5% hasta marzo. Los gastos por operaciones corrientes subieron el 13,2% en el último año. Entre ellos, los de personal se incrementaron el 5,2%, mientras que las compras de bienes y servicios disminuyeron el 5,0%. Por su parte, las transferencias corrientes aumentaron el 13,2%, con la incidencia de una transferencia de 2.007 millones de euros al Servicio Público de Empleo Estatal.

Los gastos de capital subieron el 72,5%. Las inversiones reales ascendieron el 8,1%. A su vez, las transferencias de capital aumentaron el 158,4%, a causa en buena medida de pagos en aplicación del Fondo Estatal de Inversión Local.

La evolución de los ingresos y gastos del Estado comportó un déficit de caja no fi-

nanciero de 11.345 millones de euros en el primer trimestre de 2009 frente a un superávit de 1.272 millones en el mismo periodo de 2008. En términos de contabilidad nacional, o sea, según los derechos y obligaciones generados, se registró una necesidad de financiación de 7.586 millones de euros, el 0,7% del PIB.

La necesidad de endeudamiento del Estado, que resulta de añadir la variación neta de activos financieros al déficit de caja, ascendió a 28.694 millones de euros en los tres primeros meses del ejercicio, frente a una capacidad de endeudamiento de 4.523 millones en 2008. Dentro de la variación de activos financieros destaca un pago de 9.500 millones de euros por el Fondo de Adquisición de Activos Financieros, que se creó para apoyar la liquidez de las entidades financieras. Esta necesidad de endeudamiento se financió sobre todo en base a bonos y obligaciones del Estado y de letras del Tesoro.

Por otro lado, las cuentas de la Seguridad Social también se resienten del deterioro de la coyuntura económica. Así, los ingresos del sistema de la Seguridad Social disminuyeron el 2,5% en el periodo enero-marzo. Al mismo tiempo, los gastos se elevaron el 8,7%. De esta forma, el superávit, de 8.248 millones de euros, descendió el 24,2% en los últimos doce meses.

La tendencia al agravamiento de las cuentas públicas ha motivado la revisión de la proyección del déficit del conjunto de administraciones públicas para 2009. Así, prevemos que se eleve hasta el 8,3% del PIB para el año corriente y el 9,2% en el año 2010. De este modo, al final del próximo año la deuda pública bruta subiría hasta el 59% del PIB, rozando el límite del 60% fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

**Distintas medidas normativas tomadas para ayudar a la liquidez de empresas y familias también reducen la recaudación.**

**En el primer trimestre el Estado registra un déficit y la Seguridad Social un superávit, pero decreciente.**

**Prevedemos un déficit público hasta del 8,3% del PIB en 2009 y del 9,2% en 2010.**

## Ahorro y financiación

### La financiación al sector privado se ralentiza

Los tipos de interés siguen disminuyendo.

El euríbor a un año, utilizado como índice de referencia de tipos de interés, especialmente hipotecarios, ha continuado descendiendo en el último periodo. El brusco giro bajista se inició en octubre de 2008 y desde entonces ha ido reflejando los recortes del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo. La prima de riesgo incorporada también se ha reducido progresivamente al tender a normalizarse el mercado interbancario, aunque todavía se coloca por encima del nivel habitual. Así, el euríbor a un año se situó en el 1,77% en promedio mensual en abril, 305 puntos básicos por debajo de doce meses

antes. No obstante, la inflación cayó más en el mismo periodo, por lo que en términos reales no se produjo un decremento del tipo de interés. De todos modos, el euríbor a un año continuó disminuyendo en las primeras semanas de mayo hasta cerca del 1,6%, marcando una nueva cota mínima histórica.

Por su parte, los tipos de interés de las nuevas operaciones crediticias con el sector privado siguieron una senda similar al euríbor a 12 meses, flexionando a la baja a partir de octubre pasado. Así, el tipo promedio de los préstamos y créditos se colocó en el 4,20% en marzo, 175 puntos básicos menos que un año antes. El menor descenso que el euríbor a un año se

### EL EURÍBOR A UN AÑO BAJA HASTA UN NIVEL MÍNIMO HISTÓRICO

Euríbor a 12 meses



NOTA: Día 23 de mayo.  
FUENTE: Banco de España.

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Marzo 2009

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	59.827	-14.388	-19,4	-23.830	-28,5	3,2	
Deudores con garantía real (*)	1.103.621	-5.175	-0,5	17.917	1,7	59,3	
Otros deudores a plazo	528.721	-736	-0,1	16.951	3,3	28,4	
Deudores a la vista	47.210	-1.918	-3,9	3.140	7,1	2,5	
Arrendamientos financieros	42.922	-2.307	-5,1	-3.658	-7,9	2,3	
Créditos dudosos	79.448	16.391	26,0	57.870	268,2	4,3	
<b>TOTAL</b>	<b>1.861.749</b>	<b>-8.133</b>	<b>-0,4</b>	<b>68.391</b>	<b>3,8</b>	<b>100,0</b>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

explica mayormente por el incremento de la prima de riesgo del crédito al sector privado a consecuencia de la recesión económica.

La financiación total a los sectores residentes mantuvo en marzo un crecimiento interanual del 6,4%, al compensarse el mayor endeudamiento del sector público con el desapalancamiento del sector privado. Así, tanto la variación interanual de la financiación a las empresas no financieras, como a las familias disminuyó con respecto al mes anterior. Esta ralentización se explica por una menor demanda dada la situación recesiva de la economía y el consiguiente deterioro de las expectativas económicas, y también por un cierto endurecimiento de las condiciones de financiación, como muestra la encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España.

En efecto, la financiación a las empresas se incrementó el 6,1% en los doce últimos meses hasta marzo, 4 décimas menos que en febrero y 9,4 puntos por debajo de marzo de 2008. Esta desaceleración es debida a los préstamos de las entidades de crédito residentes, ya que tanto las emisiones de renta fija como los préstamos del exterior experimentaron un impulso.

Por lo referente a los créditos de las entidades residentes, el crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante, continuó cayendo hasta el 28,5% interanual. Los arrendamientos financieros, vinculados a la financiación de la inversión, aceleraron su descenso hasta el 7,9% en los últimos doce meses.

El saldo de la financiación a los hogares continuó descendiendo en marzo por cuarto mes consecutivo, a diferencia del año anterior. No obstante, todavía mostraba un crecimiento interanual del 2,2%, 6 décimas menos que en febrero y 2,2 puntos por debajo de diciembre de 2008. La demanda de crédito de las familias ha disminuido a consecuencia del empeoramiento del panorama económico y del consiguiente ascenso del paro. Los préstamos para la vivienda presentaban un aumento interanual del 2,5% y el resto de crédito del 1,3%.

La coyuntura recesiva ha comportado un aumento de la morosidad al deteriorarse los balances de las empresas y con la escalada del desempleo. Así, al final de marzo la tasa de dudosidad del sector privado se situaba en el 4,3%, una décima más que en el mes anterior. Por otro lado, según cifras del Banco de España en di-

**El mayor endeudamiento del sector público se compensa con el desapalancamiento del sector privado.**

**El saldo de la financiación a los hogares cae por cuarto mes consecutivo.**

**La tasa de morosidad de las hipotecas de los residentes extranjeros se coloca en el 12,5%.**



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

Marzo 2009

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista	245.834	1.022	0,4	-1.932	-0,8	17,3	
De ahorro	181.625	1.848	1,0	7.371	4,2	12,8	
A plazo	735.022	5.750	0,8	123.755	20,2	51,8	
En moneda extranjera	28.465	-853	-2,9	-4.016	-12,4	2,0	
<b>Total depósitos</b>	<b>1.190.947</b>	<b>7.768</b>	<b>0,7</b>	<b>125.179</b>	<b>11,7</b>	<b>83,9</b>	
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>228.078</b>	<b>-20.552</b>	<b>-8,3</b>	<b>-47.545</b>	<b>-17,2</b>	<b>16,1</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.419.025</b>	<b>-12.783</b>	<b>-0,9</b>	<b>77.635</b>	<b>5,8</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.

4,2%. La necesidad de una mayor liquidez y la disminución del diferencial de tipos de interés con respecto a las imposiciones a plazo explican esta evolución.

En este entorno, los fondos de inversión mobiliaria experimentaron una cierta menor competencia por parte de los depósitos bancarios, lo que junto a una mejora de la evolución de los mercados financieros internacionales en abril, comportó que registrasen un aumento de su patrimonio por primera vez en casi dos años. El volumen de activos de los fondos de inversión mobiliaria se colocó en 161.954 millones de euros al final del primer cuatrimestre, un 0,3% superior al mes anterior, si bien mostraba un descenso del 24,6% respecto a doce meses antes. Sin embargo, continuaron produciéndose reembolsos netos en el mes por un total de 950 millones de euros, si bien fueron inferiores a los meses anteriores. Destacaron las entradas netas en los garantizados de rendimiento fijo, lo que muestra la aversión al riesgo de los ahorradores.

El patrimonio de los fondos de pensiones se situó en 76.244 millones de euros al final del primer trimestre, lo que supone un decremento del 7,9% con relación a doce meses antes. Este descenso fue debido so-

bre todo a la mala evolución de los mercados financieros internacionales. Además, en el primer trimestre las aportaciones brutas fueron inferiores a las prestaciones. El número de cuentas de partícipes ascendió el 1,7% en el último año hasta diez millones y medio. La rentabilidad promedio en el último año fue negativa del 6,4%, pero en el conjunto de los últimos 19 años, más apropiada para valorar este producto, resultó del 5,3% anual, sensiblemente superior a la inflación del periodo.

Por otra parte, en el primer trimestre el volumen de primas del seguro directo subió el 1,2% en relación con el mismo periodo de 2008, con un comportamiento divergente por ramos. Las primas del seguro de vida se elevaron el 4,9%, mientras que el resto bajaron el 1,7%. El mayor descenso correspondió a los automóviles, con el 7,3%. No obstante, los ramos de salud y multirriesgos registraron subidas anuales del 5,7% y del 4,7%, respectivamente.

### La riqueza financiera de las familias sufre la mayor caída de las últimas décadas

Los depósitos bancarios fueron la categoría de activos financieros de los hogares

**Incremento del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria por primera vez en casi dos años.**

**Los depósitos aumentan su participación en el total de los activos financieros de las familias hasta el 43% en 2008.**

## RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LAS FAMILIAS (\*)

	2008			Variación anual		Variación en 5 años	
	Millones de euros	Estructura en %	% s/PIB	Millones de euros	%	Millones de euros	%
<b>Activos financieros</b>							
Efectivo	91.435	5,4	8,3	2.398	2,7	33.652	58,2
Depósitos	717.634	42,7	65,5	76.207	11,9	276.906	62,8
Valores distintos de acciones	40.244	2,4	3,7	-12.685	-24,0	2.599	6,9
Acciones y participaciones en fondos de inversión	527.091	31,3	48,1	-282.164	-34,9	21.644	4,3
Reservas técnicas de seguro	250.520	14,9	22,9	-8.326	-3,2	59.007	30,8
Otros	55.616	3,3	5,1	-5.846	-9,5	15.834	39,8
<b>Total</b>	<b>1.682.539</b>	<b>100,0</b>	<b>153,6</b>	<b>-230.416</b>	<b>-12,0</b>	<b>409.642</b>	<b>32,2</b>
<b>Pasivos financieros</b>							
Préstamos	914.145	95,8	83,5	35.974	4,1	462.997	102,6
Otros	40.498	4,2	3,7	-4.072	-9,1	-11.635	-22,3
<b>Total</b>	<b>954.642</b>	<b>100,0</b>	<b>87,2</b>	<b>31.902</b>	<b>3,5</b>	<b>451.362</b>	<b>89,7</b>
<b>Riqueza financiera neta</b>	<b>727.896</b>	<b>-</b>	<b>66,5</b>	<b>-262.319</b>	<b>-26,5</b>	<b>-41.720</b>	<b>-5,4</b>

NOTA: (\*) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

que experimentó un mayor crecimiento anual en 2008, el 11,9%. El año pasado los depósitos aumentaron su atractivo al subir los tipos de interés hasta octubre y al actuar como refugio ante la desfavorable evolución de la renta variable. Así, aumentaron su participación en el total hasta el 42,7%, si bien este porcentaje se situaba lejos del 54,0% registrado al final de 1990, antes del proceso de desintermediación financiera.

La cartera de renta variable, incluyendo las participaciones en fondos de inversión, sufrió un descenso del 34,9% en 2008, mayormente por las minusvalías de los mercados de renta variable. No obstante, fueron destacables las ventas netas de 40.918 millones de euros de participaciones emitidas por fondos de inversión, que fueron a parar principalmente a depósitos bancarios.

Los productos de seguros disminuyeron por primera vez en las últimas décadas, con un descenso anual del 3,2%. No obs-

tante, su peso en el total se elevó hasta el 14,9% al bajar menos que la media de los activos.

El efectivo se incrementó el 2,7% en 2008. De esta manera, su participación ascendió hasta el 5,4%, cuota inferior al 7,7% anotado al final de 1991.

En el otro lado del balance financiero de los hogares, los pasivos financieros se desaceleraron notablemente, pero con todo subieron el 3,5%. La mayor parte está constituida por préstamos, que pasaron a representar el 127,4% de la renta disponible bruta, 3,6 puntos menos que en el año precedente.

Finalmente, la riqueza financiera neta de las familias, definida como sus activos menos sus pasivos financieros, en 2008 anotó la mayor caída de las últimas décadas, del 26,5%. De este modo, pasó a 727.896 millones de euros, el 66,5% del producto interior bruto.

### Bajada del endeudamiento de los hogares en relación con la renta disponible.



# 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 Noguera
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 Noguera
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 Noguera
10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández
11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero María Gutiérrez-Domènech

12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons

13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual

### ■ "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 Noguera

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)

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 María Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà

02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal

### ■ 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

Junio 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.