

# Informe Mensual



NÚMERO 326

*De crisis subprime a crisis global: la transmisión a las economías emergentes* Pág. 17

¿Qué explica la rápida expansión global de la crisis crediticia?

*Los programas a medida de la Fed ante la crisis* Pág. 40

La Reserva Federal de Estados Unidos no ha dudado en utilizar todo el arsenal a su alcance para hacer frente a la crisis

*La recesión y el mercado de trabajo: perspectiva comparada entre países* Pág. 50

¿Por qué las tasas de paro han reaccionado de forma tan distinta en los diferentes países?

*¿Qué medicinas existen para desintoxicar el sistema financiero?* Pág. 67

Distintas actuaciones de los gobiernos para tratar de liberar a la banca de sus activos tóxicos

# 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	2,3	-0,7	-6,9	1,2	0,6	-0,3	-4,4	-8,4	-8,2
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	2,2	1,5	0,5	-1,7	-4,8	-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	-0,1	-0,5
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	0,3	3,4	3,6	3,8	2,3	1,0	0,1
<i>Alemania</i>	2,3	2,6	0,4	2,9	2,9	3,1	1,6	0,8	0,2
<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	-0,8
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	-9,5						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	5,0	2,1	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	3,2	3,6	3,9	3,8	3,2	2,7	3,3
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	1,34	1,50	1,56	1,51	1,34	1,30	1,36

## De las hipotecas basura a la crisis global: dos años de zozobra

### Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Estados Unidos
  - 10 Japón
  - 12 China
  - 14 Brasil
  - 16 México
  - 17 *De crisis subprime a crisis global: la transmisión a las economías emergentes*
  - 19 Materias primas
- 21 Unión Europea
  - 21 Zona del euro
  - 24 Alemania
  - 26 Francia
  - 27 Italia
  - 28 Reino Unido
  - 29 Europa emergente
- 32 Mercados financieros
  - 32 Mercados monetarios y de capital
- 40 *Los programas a medida de la Fed ante la crisis*
- 43 Coyuntura española
  - 43 Actividad económica
  - 47 Mercado de trabajo
  - 50 *La recesión y el mercado de trabajo: perspectiva comparada entre países*
  - 54 Precios
  - 58 Sector exterior
  - 61 Sector público
  - 63 Ahorro y financiación
  - 67 *¿Qué medicinas existen para desintoxicar el sistema financiero?*

En el verano de 2007, hace dos años, se hizo patente que una pequeña parte del mercado hipotecario estadounidense, los préstamos *subprime*, presentaba una anomalía inquietante. Con una crisis inmobiliaria ya en marcha y unos tipos de interés que habían subido de forma relativamente rápida no era extraño que la morosidad aumentara notablemente en dichos préstamos hipotecarios, concedidos a clientes de dudosa solvencia. Lo desconcertante era que dicho fenómeno desatara rápidamente una cadena de reacciones en términos de aversión al riesgo, colapso de la liquidez y desconfianza generalizada que situase al sistema financiero al borde del abismo. Y no sólo en Estados Unidos, sino también en Europa y Asia.

A medida que se ha ido desvelando la trama de errores, incompetencias e incluso comportamientos poco éticos que han llevado a la crisis actual, el fenómeno ha podido ser entendido y a partir de aquí se están diseñando mecanismos que eviten su repetición. En parte, los orígenes del desastre tienen mucho que ver con la dinámica de las burbujas, reales o financieras. Una muy larga etapa de políticas monetarias laxas, que se acentuaron con la crisis de las *puntocom* en 2000 y con los atentados terroristas de 2001, sentó las bases de una burbuja de liquidez y de crecimiento del crédito que llevó a la excepcional expansión mundial de 2003-2007. Una expansión que se asentaba sobre débiles bases, alimentada por los bajos tipos de interés, el sobreendeudamiento del sector privado y los persistentes desequilibrios globales. La prudencia se relajó y los inversores despreciaron cada vez más el riesgo. Se decía que los ciclos habían pasado a la historia y parecía que las vacas gordas durarían eternamente.

Y como siempre sucede en los excesos de euforias especulativas, un accidente banal, en esta ocasión las *subprime*, revirtió súbitamente la tendencia, poniendo de relieve la fragilidad del sistema financiero y los excesos en los que se había incurrido. Se trató de una sorpresa relativa. Por ejemplo, el Banco de Pagos de Basilea venía alertando año tras año de los riesgos que acechaban a la economía internacional. Más cerca, el Banco de España advirtió repetidamente de los excesos del sector inmobiliario. Pero si *a posteriori* es tentador apuntar posibles culpables y dictar sentencias condenatorias, cuando la burbuja está en plena ebullición y cuando la exuberancia irracional está en pleno auge ir contra la corriente constituye una tarea inútil.

La crisis pone en tela de juicio muchos principios importantes que hasta ahora se daban por sentados, como por ejemplo el grado de regulación y supervisión que debe aplicarse al sistema financiero o, a la inversa, el grado de autorregulación que puede aceptarse. También el paradigma de la eficiencia de los mercados, fundamento de los modelos de inversión basados en la pura racionalidad, queda en entredicho. La respuesta a la crisis también presenta grandes interrogantes. La reacción inicial de las políticas económicas, una ingente inyección de fondos públicos en la economía, no está exenta de riesgos. El rápido deterioro de las cuentas del sector público amenaza la estabilidad de las economías y puede constituir un serio problema si la recuperación no es rápida. La coordinación internacional, tanto en el ámbito financiero como en el real, es manifiestamente mejorable. Mientras, la crisis sigue. Lo peor probablemente ha quedado atrás, pero hay que ser muy optimista para pensar que la salida está despejada. El periodo de zozobra tal vez haya terminado, pero el de tranquilidad aún no se vislumbra.

## RESUMEN EJECUTIVO

**Lo peor de la crisis podría haber quedado atrás según los índices de sentimiento económico.**

**El gradual proceso de recuperación de los mercados financieros también apunta en esta dirección.**

**Algunos indicadores de la economía real empiezan a mostrar un cambio de tendencia.**

### **¿Se secarán los brotes verdes en verano?**

El mes pasado conocimos los datos de crecimiento del primer trimestre de la mayoría de países desarrollados. Estos confirmaron, por si todavía quedaban dudas, la magnitud de la actual recesión. El retroceso que anotaron las economías de muchos países fue simple y llanamente histórico. Pero llevados por el ambiente primaveral, muchos analistas destacamos la aparición de brotes verdes o signos que podrían anticipar que lo peor de la recesión había quedado atrás. Ahora que estamos en verano y ya ha llegado el calor, ¿se secarán los brotes verdes? ¿O serán capaces de resistir unos meses que se pronostican muy calurosos y con alto riesgo de incendios?

Hasta la fecha, los síntomas más convincentes de la futura recuperación los están ofreciendo los índices de sentimiento económico. En Estados Unidos, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de mayo y el índice de actividad y sentimiento empresarial del Institute for Supply and Management continuaron recuperando el terreno perdido durante el pasado otoño. En la zona del euro la tónica fue similar. Tanto el índice de sentimiento económico que elabora la Comisión Europea como el Purchasing Managers Index continuaron avanzando. Todos, sin embargo, se encuentran todavía en niveles que indican recesión económica.

La gradual recuperación que están experimentando los mercados financieros internacionales es otro punto de apoyo de los defensores de los brotes verdes. Durante el

último mes han continuado reduciéndose los diferenciales en el interbancario; la revalorización acumulada del S&P 500 y el Eurostoxx50 desde los mínimos registrados en marzo se ha mantenido cerca de la cota del 40%; y en Estados Unidos han empezado a reactivarse los mercados secundarios, cerrados desde el inicio de la crisis. Este proceso de recuperación se ha visto apoyado por las propuestas de reformas financieras en ambos lados del Atlántico. Además, el Banco Central Europeo llevó a cabo con éxito su primera inyección ilimitada de liquidez a 12 meses. Ésta debería aliviar tensiones y contribuir a una lenta reducción de los diferenciales en las próximas semanas.

La incógnita que se desvelará en los próximos meses es si la mejora de los índices de sentimiento económico y las condiciones financieras se están traduciendo en un deterioro más moderado del consumo, la producción y el mercado laboral. De momento, las noticias en los distintos frentes no son concluyentes. Las ventas minoristas han seguido deteriorándose tanto en Estados Unidos como en el conjunto de la zona del euro, pero lo han hecho de forma más moderada, con lo que la caída del consumo podría estar tocando fondo. La producción industrial, en cambio, continúa desplomándose en ambas economías. El mercado laboral, que de los tres indicadores es el que responde con más lentitud, también sigue deteriorándose con celeridad y todo apunta que esta tendencia perdurará durante lo que queda del año.

Si el trimestre en que la recesión tocará fondo aún no está del todo claro, la incertidumbre que rodea la senda de salida es

aún mayor. Sin lugar a dudas, el elevado apalancamiento de los hogares en las principales economías desarrolladas, junto con el fuerte aumento de la tasa de paro, limitarán la capacidad de recuperación.

Pero debemos tener en cuenta la capacidad de resistencia que muchos de los países en vías de desarrollo están mostrando. En este sentido, destaca la fortaleza de la economía China: creció el 6,1% en el primer trimestre y los indicadores recientes muestran un asentamiento de la recuperación. Otro caso son los países de Europa central y oriental; si hasta hace muy poco parecía que encaraban un escenario casi catastrófico, ahora las condiciones financieras han dado un vuelco. Desde los mínimos anuales, las bolsas de la región han crecido del orden del 60%, las principales divisas han recuperado parte del terreno perdido y el coste de asegurar el impago de la deuda soberana se ha reducido a cerca de la mitad. Si los países de Europa central y oriental consiguen superar la crisis sin dar sustos de última hora y, sobre todo, si el mercado chino reemprende el vuelo, el panorama será mucho más tranquilizador.

Otro factor que marcará la senda de salida de la recesión es la futura evolución de la inflación. De momento, la mayoría de países desarrollados registran descensos que marcan mínimos históricos. En el mes de mayo, en Estados Unidos la tasa interanual fue negativa del 1,3%, Japón también anotó un retroceso del 0,1%, mientras que en Alemania la tasa se quedó en el 0,1% y en el conjunto de la zona del euro bajó hasta el 0%. La debilidad de la demanda y, sobre todo, la caída del precio del petróleo son los responsables. Sin embargo, esperamos que las tasas den un giro en la segunda mitad del año. El efecto de base del precio del petróleo y otras materias primas sobre la tasa interanual se desvanecerá en los próximos meses. Hay que señalar, además, que hay preocupación por

cómo los bancos centrales van a retirar la enorme cantidad de liquidez introducida en los mercados, la cual constituye un riesgo potencial de inflación futura.

La disyuntiva en la que se encuentra la economía española es similar a la de las principales economías avanzadas. Después de los resultados del primer trimestre, se analizan con lupa todos los indicadores para averiguar si efectivamente se está produciendo una moderación de la contracción de la actividad durante el segundo trimestre.

Como en la mayoría de países desarrollados, los indicadores de sentimiento económico y las condiciones financieras están mejorando. El índice de confianza de los consumidores, por ejemplo, repuntó en los meses de marzo y abril, si bien aún continúa en niveles muy bajos.

Por lo que a las condiciones financieras se refiere, el euríbor a un año marcó un nuevo mínimo histórico en junio, al colocarse en poco más del 1,50%. Además, en los últimos meses se aprecia una cierta moderación de la caída que está experimentando la tasa de crecimiento del crédito al sector privado, en consonancia con la mejora de las condiciones de liquidez de las entidades financieras. La aprobación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria ayudará a que continúen mejorando las condiciones financieras. Éste tiene una dotación inicial de 9.000 millones de euros, pero podría endeudarse hasta 90.000 millones de euros para financiar la recapitalización y fusiones de entidades financieras. Además, aumentará la confianza en el sector financiero español, que ha visto cómo en abril la tasa de morosidad del conjunto de las entidades de crédito continuaba ascendiendo hasta el 4,5% y la agencia de calificación Moody's rebajaba los *ratings* de 30 entidades bancarias españolas.

**La capacidad de resistencia de algunos países en vías de desarrollo podría actuar como soporte.**

**En España, los índices de sentimiento económico y las condiciones financieras también están mejorando.**

**Además, las medidas de reactivación económica están empezando a hacer efecto.**

**Algunos indicadores de la economía real parecen haber encontrado un suelo...**

Los efectos de los planes de reactivación económica impulsados por el gobierno ya han empezando a surtir efecto. El plan de inversión pública en el ámbito de los ayuntamientos, aprobado a finales del pasado año, se ha hecho notar en los resultados de empleo y paro del mes de mayo. La recuperación de las ventas de automóviles en mayo y junio responde al plan de ayudas a las compra de vehículos. Con efectos menos inmediatos, el Gobierno lleva adelante la reforma estructural del sector servicios, a través de la transposición de la correspondiente directiva comunitaria. Se trata de impulsar la competencia en el sector, eliminar rigideces burocráticas y liberalizar diversas actividades. Se estima que el impulso a la competencia en el sector tendrá un impacto positivo en el PIB del 1,2% y en la ocupación de entre 150.000 y 200.000 empleos.

**...y el mercado laboral está empezando a marcar un tímido cambio de tendencia.**

Los planes de estímulo, la mejora de los índices de sentimiento económico y la recomposición de las condiciones financieras están traducándose en una cierta moderación del ritmo de contracción de la demanda y la actividad agregadas. Las ventas minoristas, por ejemplo, frenaron su caída en el mes de mayo, el descenso de la producción de bienes de consumo de abril fue menor que en el primer trimestre y el desplome del índice de producción industrial se moderó levemente.

El mercado laboral también está empezando a marcar un cambio de tendencia. Por segundo mes consecutivo se observó una ralentización del proceso de destrucción de empleo y de la escalada del paro. Sin embargo, los costes laborales continuaron aumentando en el primer trimestre de 2009, a pesar del fuerte deterioro que ha experimentado el mercado laboral. El componente salarial se incrementó un 2,8% interanual ya que muchas revisiones salariales están indexadas a la inflación pasada.

**En cualquier caso, la perspectiva inmediata es todavía recesiva, hasta por lo menos bien entrado el año 2010.**

Igual que en el resto de países desarrollados, la futura evolución de la inflación en España resultará clave para determinar el perfil de salida del actual proceso recesivo. De momento, en el mes de mayo los precios al consumo prosiguieron el giro a la baja anotando una tasa de variación interanual negativa por tercer mes consecutivo. Ésta se sitúa ya en el 0,9%, un descenso superior a lo esperado, que refleja las presiones bajistas que sufren los precios como consecuencia de la fuerte contracción del consumo privado. La inflación subyacente bajó hasta el 0,9%, la menor cota de las últimas décadas.

Otro factor que determinará el potencial de crecimiento de la economía española a más largo plazo es el creciente desequilibrio del sector público. Los ingresos siguen reduciéndose, mientras que los gastos están aumentando notablemente debido al incremento de los pagos por desempleo y el plan de estímulo económico. En este sentido, el Gobierno ha revisado la previsión del déficit para 2009 y 2010, situándolos en el 9,5% y el 8,4% del producto interior bruto, respectivamente.

El Gobierno también ha revisado las previsiones macroeconómicas para 2009-2012, proyectando una caída del producto interior bruto del 3,6% en 2009 y del 0,3% en 2010. De acuerdo con estas previsiones, en los próximos trimestres la recesión se irá atenuando, y el próximo año empezaremos a ver tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Sin embargo, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico no lo ve tan claro, ya que espera un retroceso del 4,2% este año y un nuevo descenso del 0,9% en 2010. En definitiva, los brotes verdes se espera que superen el verano, pero su crecimiento futuro puede ser más lento de lo deseado.

26 de junio de 2009

## CRONOLOGÍA

### 2008

- 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 aprueba un conjunto de **medidas para impulsar la actividad**: 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 El 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.
- junio** 12 El Gobierno **incrementa los impuestos** que gravan al tabaco, la gasolina y el gasóleo de automoción.  
26 El Gobierno crea el **Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria**.

## AGENDA

### 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).

### Agosto

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).  
5 Índice de producción industrial (junio).  
6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
13 IPC (julio).  
14 Avance del PIB (segundo trimestre). IPC armonizado de la UE (julio).  
19 Comercio exterior (junio).  
25 Precios industriales (julio).  
27 Contabilidad nacional trimestral (segundo trimestre).  
28 Avance IPCA (agosto).  
31 Ingresos y pagos del Estado (julio).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos: la economía baja un 5,7% por el desplome de la inversión.**

**La economía puede tocar fondo en el segundo trimestre pero el endeudamiento de los hogares dificulta la recuperación.**

### Estados Unidos: ¿se ha tocado fondo?

La economía estadounidense podría estar muy próxima a tocar fondo. Tras una primera revisión alcista de los datos previamente publicados, el producto interior bruto (PIB) del primer trimestre de 2009 retrocedió un 2,5% interanual, un 5,7% intertrimestral anualizado. Sin embargo, la estabilización de los descensos vendrá acompañada de una recuperación lánguida. Prueba de ello es que el consumo privado de abril descendió por segundo mes consecutivo, después del leve repunte de principios de 2009, por la mayor tasa de ahorro de los hogares, que en el mismo mes se encaramó hasta el 5,7% de la renta disponible, algo que no pasaba desde febrero de 1995.

¿Por qué la recuperación será más débil que en ciclos anteriores? Simplemente, porque el consumo privado (el 70% del PIB) no puede crecer como lo había hecho en los años anteriores a la recesión, cuando se había basado en el endeudamiento de las familias, con una tasa de ahorro que evolucionaba constantemente a la baja. Así, entre finales de 2000 y finales de 2007, la deuda bruta de los hogares pasó del 95,9% al 133,0% de la renta disponible. Según la Fed, el retorno de la deuda a un nivel razonable del 100% de la renta disponible, con un tipo de interés de la deuda considerado normal, sustrairía un 0,75% por año del consumo privado durante todo el proceso, diez años, respecto a una situación de tasa de ahorro estable. Si a esto se le añade la disminu-

### ESTADOS UNIDOS: HAY QUE RECONSTRUIR EL AHORRO

Ahorro de los hogares en porcentaje de renta disponible



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

ción de riqueza por la depreciación de los activos, el lastre que tendrá que afrontar la recuperación es considerable.

Los últimos indicadores de demanda confirman que el consumo ha tocado fondo pero no muestra signos de recuperación. El consumo minorista tuvo en mayo un magro avance después de dos meses consecutivos de retrocesos. Sin automóviles ni gasolina, las ventas al por menor cayeron un 5,4% interanual en términos reales, aunque los bienes duraderos dejaron atrás la presión bajista de los meses previos. En un tono de optimismo moderado, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de mayo continuó con una recuperación más basada en expectativas que en la percepción del momento actual, recuperando el nivel de septiembre de 2008, cuando se intervinieron las aseguradoras hipotecarias Freddie Mac y Fanny Mae y Lehman Brothers fue a la bancarrota.

Por el lado de la oferta, el índice de actividad y sentimiento empresarial del Insti-

tute for Supply Management de mayo siguió acercándose paulatinamente a la barra de los 50 puntos, que se considera el umbral que marca el inicio de etapas expansivas. Los nuevos pedidos se quedaron cerca del punto de equilibrio pero el empleo, aunque también moderó su ritmo de deterioro, fue el componente más débil. La producción industrial siguió mostrándose como el contrapunto más negativo de los indicadores de la oferta, con un descenso que en mayo fue del 13,1% interanual, mientras que la utilización de la capacidad productiva siguió marcando nuevos mínimos históricos bajando hasta el 68,3%.

La vivienda siguió 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 marzo acumuló un retroceso del 33,1% respecto al máximo de junio de 2006. Las ventas de viviendas de segunda mano, cuyo descenso se redujo a un 3,5% interanual, siguieron tanteando un fon-

**La confianza de los consumidores mejora y las ventas minoristas tocan fondo.**

**Los empresarios son menos pesimistas, pero la industria no levanta cabeza.**

**El precio de los inmuebles sigue a la baja y las viviendas desocupadas impiden que la vivienda toque fondo.**

## ESTADOS UNIDOS: EL BROTE MENOS VERDE SE BASA EN EXPECTATIVAS

Índice de confianza del consumidor



FUENTES: Conference Board y elaboración propia.

## ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	2,0	1,1	2,1	0,7	-0,8	-2,5	-	...
Ventas al por menor	3,3	-0,7	2,4	0,4	-8,0	-8,9	-10,0	-9,6
Confianza del consumidor (1)	103,4	58,0	57,3	57,3	40,7	29,9	40,8	54,9
Producción industrial	1,5	-2,2	-0,4	-3,2	-6,7	-11,6	-12,7	-13,4
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	49,1	47,4	36,1	35,9	40,1	42,8
Venta de viviendas unifamiliares	-26,7	-37,4	-39,3	-36,2	-41,0	-38,5	-34,0	...
Tasa de paro (2)	4,6	5,8	5,4	6,1	6,9	8,1	8,9	9,4
Precios de consumo	2,9	3,8	4,4	5,3	1,6	0,0	-0,7	-1,3
Balanza comercial (3)	-701,4	-695,9	-711,3	-725,8	-695,9	-604,5	-571,5	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,3	2,8	2,8	3,2	2,2	1,2	1,0	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,9	74,4	70,9	73,5	81,3	82,7	82,3	81,2

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.

### El paro llega al 9,4% y seguirá creciendo en los próximos meses.

do de resistencia. Pero la recuperación del mercado de la vivienda deberá esperar a la reducción del inventario de viviendas desocupadas a la venta, alimentado por un número creciente de hipotecas ejecutadas, está muy por encima de su tendencia secular. De aquí que el aumento de las viviendas iniciadas de mayo hasta las 532.000, en términos anuales, deba ser interpretado con cautela.

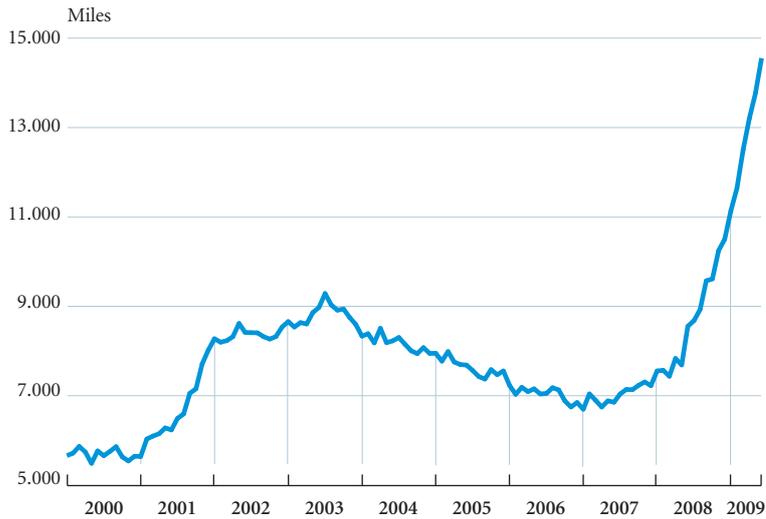
Una dificultad para la recuperación de la demanda en la vivienda se encuentra en la debilidad del mercado de trabajo. El desempleo, que en mayo se encaramó hasta el 9,4% de la población activa, seguirá aumentando más allá del 10,0% a pesar de que los 345.000 empleos no agrícolas destruidos fueron muchos menos de la pérdida promedio en los seis meses previos. A diferencia de las últimas recesiones, la menor proporción de despidos temporales respecto a los des-

pidos totales y el gran número de trabajadores que han quedado involuntariamente trabajando a tiempo parcial indican que habrá una mayor proporción de desempleo de larga duración. Así, el número de desempleados sobrepasó en mayo los 14,5 millones de personas, el doble que en 2007.

El índice general de precios al consumo (IPC) de mayo retrocedió un 1,3% interanual, y el IPC subyacente, el general sin alimentos ni energía, ralentizó las subidas de los últimos meses para aumentar un relativamente moderado 1,8% interanual que, sin el alquiler de la vivienda llegó al 2,1%. Los riesgos inflacionistas venían pesando cada vez más que los deflacionistas y la subida del petróleo y el comportamiento del índice subyacente en los últimos meses apuntaban a presiones alcistas de los precios, reforzadas por las políticas monetarias expansivas de la

## ESTADOS UNIDOS: RÉCORD ABSOLUTO DE PARADOS

Números de desempleados mayores de 16 años



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

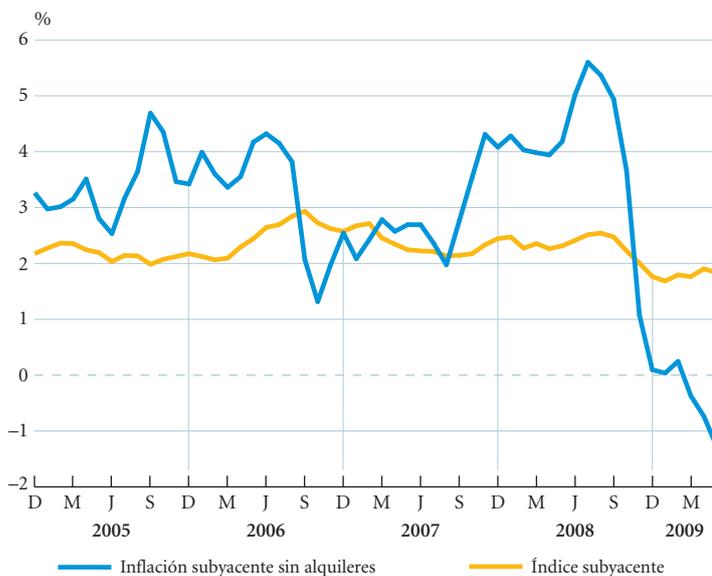
Fed. Un petróleo más caro supone una menor renta disponible de los hogares y pone palos a las ruedas de la ya precaria

recuperación. Además, mayores presiones de precios podrían tirar al alza los tipos de las hipotecas, retrasando la recu-

**El IPC desciende un 1,3% pero se modera la tendencia alcista del índice subyacente.**

## ESTADOS UNIDOS: UNA ESTABILIDAD SUBYACENTE

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 parece cada vez más lejos de asentar su corrección.**

peración del mercado inmobiliario. Por eso, la estabilidad de la inflación subyacente de mayo supone un bálsamo considerable.

En el sector exterior, la expectativa de una corrección sostenida del déficit parece algo más lejana tras el dato de abril. El déficit comercial aumentó por segundo mes consecutivo y llegó a los 29.163 millones de dólares, mientras que la reducción de flujos comerciales continuó, aunque a un ritmo menor. Desde octubre de 2008, cuando empezó la disminución de los volúmenes de comercio, el déficit se ha reducido en más de 30.000 millones, pero de éstos, cerca de 19.000 son gracias al abaratamiento del petróleo. Con un consumo interno que ya no retrocede como a finales de 2008, con una demanda mundial que parece incapaz de absorber exportaciones provenientes de Estados Unidos y con un petróleo al alza, el desequilibrio comercial estadounidense, lejos de continuar corrigiéndose, apunta a nuevos aumentos.

## Japón: hacia la estabilización de las pérdidas

En el primer trimestre de 2009, la economía nipona se contrajo un 8,4% interanual, un 14,2% en términos intertrimestrales anualizados. Retroceso récord desde 1945 que se explicó en su práctica totalidad por el descenso de las exportaciones, que cayeron un 36,8% interanual. También destacaron en el lado negativo la inversión en bienes de equipo, que cedió un 22,4%, y el mayor descenso del consumo privado, que cedió un 2,7% interanual y que, con más inercia y peso en la economía, hará más difícil una pronta recuperación.

Japón amplió la caída de la actividad global porque sus exportaciones, el 17,4% de su economía, se desplomaron a causa de la reducción de la demanda mundial, incluida la de bienes japoneses; a causa de la distorsión del comercio mundial por el lado de la oferta provocada por el aumento de los costes del seguro de crédito y

**Japón retrocede un 8,4% a causa de la caída de las exportaciones.**

### JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	2,3	-0,7	0,6	-0,3	-4,4	-8,4	-	...
Producción industrial	2,9	-3,4	1,6	-3,3	-15,0	-34,0	-30,7	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	-2,8	5,0	-3,0	-24,0	-58,0	-	...
Viviendas iniciadas	-17,2	2,4	-11,1	40,3	3,9	-21,4	-32,6	...
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,4	5,0	...
Precios de consumo	0,1	1,4	1,4	2,2	1,0	-0,1	-0,1	...
Balanza comercial (3)	12,6	4,0	10,3	7,5	4,0	1,4	1,0	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	82,6	81,9	98,5	102,1	95,9	96,3

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.

## JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL INICIA LA RECUPERACIÓN

Índice de producción industrial



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

caución, que ha provocado rupturas en las cadenas de proveedores; y, en tercer lugar, porque las exportaciones japonesas son más intensivas que otras en bienes de capital, de naturaleza más fluctuante que los de consumo, y tienen un alto valor añadido.

Sin embargo, los datos de la balanza comercial de abril confirman que lo peor ha pasado. Desde finales de septiembre de 2008 hasta febrero de 2009, inclusive, las exportaciones japonesas descendieron un 49,4%, pero desde entonces hasta abril, crecieron un 12,9%, mostrando una cierta aceleración. Esta recuperación también se dio en el lado importador pero con unos ritmos mucho menores. Así, según los datos de la balanza de pagos, el superávit de la balanza de bienes de abril de 263.000 billones de yenes fue el mejor registro de los últimos siete meses, tras una serie de déficit inéditos desde 1945. Dado el peso de las exportaciones en el crecimiento, es probable que en el segundo trimestre la economía tenga descensos

mucho menores que en el primero, aunque la debilidad del consumo y de la inversión no deja entrever una clara recuperación.

En Japón, los productores marcan la pauta más que los consumidores, y los indicadores más recientes de la oferta muestran también el final de los descensos bruscos. La producción industrial presenta un patrón muy similar a las exportaciones. Después de haber descendido un 32,9% entre septiembre de 2008 y febrero de 2009, el registro de abril, vino a confirmar una incipiente recuperación, aunque hay que recordar que el índice está un 28% por debajo del nivel de septiembre pasado. Sin embargo, estas mejoras fueron menos evidentes en los pedidos de maquinaria, que son un indicador adelantado de la inversión.

Por el lado de la demanda, continuó la languidez de las ventas minoristas, que en abril retrocedieron un 2,8% interanual. Tampoco las ventas de automóviles de mayo, a pesar de un leve repunte, logra-

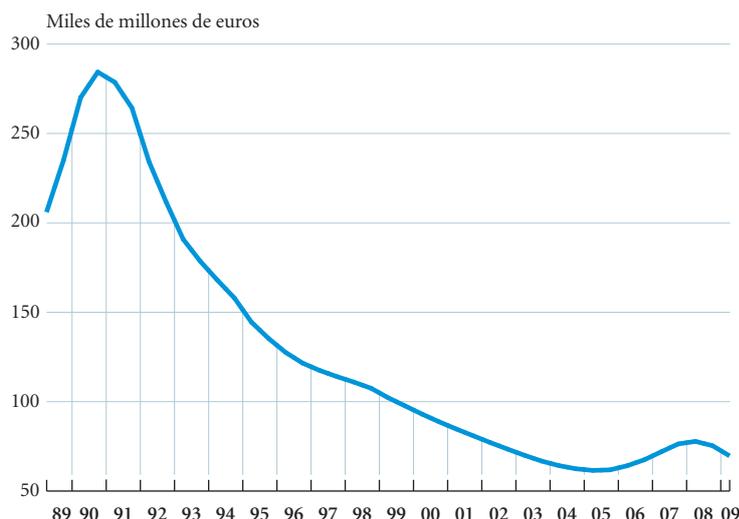
**La mayor intensidad en bienes de capital de las exportaciones amplifica la caída...**

**...pero la exportaciones asientan su recuperación.**

**La producción industrial empieza a recuperarse.**

## JAPÓN: CÓMO TOCAR SUELO SIN RECUPERARSE

Precio del suelo en las seis principales ciudades (\*)



NOTA: Marzo de 2000 = 100.

FUENTES: Japan Real Estate Institute y elaboración propia.

**El consumo cae, el IPC baja un 0,1% y el paro llega al 5%.**

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

**La producción industrial sube un 8,9% pero la producción de energía eléctrica sigue descendiendo.**

ron sustraerse de la tendencia bajista, confirmando la debilidad del consumo privado. En la misma dirección apunta el mercado de la vivienda, con unas ventas en el área de Tokio que descendieron un 19,8% interanual en mayo y con un precio del suelo en las seis mayores ciudades del país que, en el primer trimestre de 2009, cedió un 9,6% interanual. Por su parte, las viviendas iniciadas de abril intensificaron sus retrocesos.

Coherente con la debilidad de la demanda interna, los precios bajaron en abril un 0,1% interanual. Más significativo es el descenso del IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, que también retrocedió por cuarto mes consecutivo, un 0,4% interanual, y que deja a Japón sumido de nuevo en una dinámica deflacionista. El IPC de Tokio en mayo cedió un 0,8% interanual, apuntando a nuevos descensos de precios. Con estos mimbres, el mercado laboral siguió abocado a la senda bajista. La tasa de paro llegó al 5,0% de la población activa, el peor registro

desde noviembre de 2003, mientras que continuó la sangría de empleos, con 1.910.000 puestos de trabajo perdidos en los últimos doce meses.

### China: una fuerte dependencia del estímulo gubernamental

La economía crece al 6,1%, muy por encima de cualquiera de las grandes economías del planeta. La reducción de los flujos comerciales ha afectado a China menos que a otras economías exportadoras pero sigue la asignatura pendiente de revitalizar la demanda interna privada, en especial el consumo, para reducir así la dependencia del paquete de estímulo fiscal, que incluye unos gastos en infraestructuras del 4,5% del PIB tanto para 2009 como para 2010.

Los indicadores recientes muestran un asentamiento de la recuperación. Así, la producción industrial creció en mayo un 8,9% interanual, un ritmo que va en aumento, aunque aún está lejos del 15%-

## CHINA: UNA RECUPERACIÓN QUE SIGUE

Variación interanual de la producción industrial (\*)



NOTA: (\*) Datos corregidos de los efectos de calendario del Año Nuevo Chino Lunar.  
FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

16% que fue norma en los últimos años. Las ventas minoristas también se aceleraron mientras que los precios dejaron de descender respecto al mes previo, con un IPC general que, en mayo, bajó un 1,4% interanual mientras que el de alimentos cedió un mínimo 0,6%. Sin embargo, también existen dudas en el crecimiento chino. La producción nacional de energía eléctrica descendió en mayo un 3,2% interanual, que contrasta con la tasa de crecimiento del 15% que había venido prevaleciendo en los últimos años. De forma similar, también la producción de cemento, aunque más volátil, se mantuvo en niveles muy inferiores a la norma de años anteriores.

La debilidad del comercio mundial está perjudicando a la economía china menos de lo esperado pero, por el contrario, la recuperación del sector exterior, menos intensivo en bienes de capital, será también más lenta. Así, el superávit comercial de los últimos doce meses hasta mayo se

mantuvo cerca del máximo histórico en 307.307 millones de dólares, con las exportaciones cayendo un 26,4% interanual y las importaciones un 25,2%, en ambos casos algo más que el mes previo, en claro contraste con las exportaciones japonesas, que iniciaron la senda de la recuperación después de una caída que también ha sido más abrupta.

El crecimiento chino debe concentrarse en la demanda interna. Los superávits 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. De aquí que las noticias de la estabilidad de la inflación estadounidense sean bienvenidas. Pero el crecimiento interior pasa por aumentar la propensión al consumo, y para ello son necesarios el gasto público en educación y, especialmente, en sanidad, lo que reduciría la necesidad de ahorro de los hogares.

**Las exportaciones continúan a la baja pero el superávit comercial se mantiene.**

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

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	13,0	9,1	10,1	9,0	6,8	6,1	–	...
Producción industrial	17,1	13,0	15,9	13,0	6,4	9,2	7,3	8,9
Producción eléctrica	15,7	6,7	11,9	6,7	–6,0	–4,3	–3,6	–3,2
Precios de consumo	4,8	5,9	7,8	5,3	2,5	–0,6	–1,5	–1,4
Balanza comercial (*)	262,4	295,3	247,5	257,1	295,3	317,1	313,8	307,3
Tipo interbancario 3 meses (**)	3,6	4,2	4,6	4,4	3,2	1,8	1,7	1,4
Renminbi por dólar	7,6	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

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

(\*\*) Porcentaje.

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

## CHINA: UNA RECUPERACIÓN SIN ENERGÍA ELÉCTRICA

Variación interanual de la producción de energía eléctrica (\*)



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

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China, Mercado de Londres y elaboración propia.

### Brasil: se despejan los miedos a una recesión prolongada

Durante el primer trimestre de 2009 el producto interior bruto (PIB) se contrajo un 1,6% interanual. Si bien el dato es negativo, el mismo esconde matices positivos. Por una parte, la caída es principal-

mente fruto de la fuerte contracción de la inversión, pero el consumo continuó registrando tasas de crecimiento positivas. Por otra parte, a pesar de que el entorno global sigue siendo recesivo, el sector exterior en términos netos también contribuyó de forma positiva a la economía brasileña.

**La economía se contrae un 1,6% en el primer trimestre...**

Concretamente, en dicho primer trimestre, la inversión se desplomó un 13,7% interanual, la mayor caída desde septiembre de 1992. La nota positiva por el lado de la demanda la aportó, como decíamos anteriormente, el consumo de los hogares, capaz de crecer un 1,5% interanual en el periodo de enero a marzo. Por lo que se refiere al sector exterior, éste realizó una aportación levemente positiva a la variación del PIB gracias a una mayor contracción de las importaciones (caída del 21,6% interanual) que de las exportaciones (descenso interanual del 18,3%).

Las tendencias anteriores, referidas a la contabilidad nacional del primer trimestre, se mantienen en los primeros meses del segundo trimestre. Así, las perspectivas para el corto plazo de la inversión no son buenas. El bajo nivel de utilización de la capacidad instalada de la economía junto con un considerable margen de disminución de las existencias apunta a que la recuperación de la inversión será lenta.

También en línea con la evolución del primer trimestre, los indicadores más recientes de ventas minoristas y confianza

del consumidor señalan que la tendencia continúa siendo positiva en lo que llevamos del segundo trimestre. Las ventas minoristas crecieron un 6,6% interanual en abril, prácticamente el doble del promedio de los tres primeros meses (3,5%).

Y si ésta es la lectura que cabe realizar desde la perspectiva de la demanda, los últimos indicadores de oferta apuntan a que lo peor de la recesión económica puede haber quedado atrás. Aunque la producción industrial en abril cayó un 12,3% interanual, se ha observado un notable repunte desde los mínimos alcanzados en diciembre de 2008: la producción de bienes intermedios ha avanzado un 4,3%, mientras que la de bienes no duraderos lo ha hecho en un 3,0%. La producción de bienes duraderos se incrementó en un 58%, impulsada por las medidas adoptadas por el Gobierno para apoyar el sector del automóvil.

La inflación, por su parte, ha continuado moderándose. La debilidad de la demanda ha contribuido a mantener bajo control las presiones inflacionistas que se podrían haber derivado de la fuerte de-

**...y el dato pudo ser peor de no ser por el consumo, que aguanta el golpe.**

**Menor ritmo de relajación monetaria ante una inflación moderada y cierta mejora de las perspectivas de crecimiento.**

## BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	5,6	5,1	6,4	6,8	1,1	-1,6	...	...
Producción industrial	5,9	2,9	5,2	6,4	-6,2	-13,9	-12,3	...
Confianza del consumidor (1)	132,3	140,4	146,5	136,3	132,9	128,5	124,9	125,7
Tasa de paro São Paulo (2)	15,0	13,0	13,7	12,7	11,6	12,6	14,6	...
Precios de consumo	3,6	5,7	5,6	6,3	6,2	5,8	5,5	5,2
Balanza comercial (3)	40,0	24,8	30,7	28,7	24,8	25,0	27,0	25,6
Tipo de interés SELIC (%) (4)	12,75	11,25	12,25	13,75	13,75	11,25	10,25	10,25
Reales por dólar (1)	2,1	1,8	1,6	1,9	2,3	2,3	2,2	2,0

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) El 12 de junio el Banco Central de Brasil bajó el tipo SELIC hasta el 9,25%.

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

## México, inmerso en su peor crisis desde 1995.

preciación del real desde el verano pasado. Además, desde mediados de abril, el real ha retomado la senda de apreciación para situarse en torno a los 1,95 reales por dólar. Esto ha permitido que la inflación cayera en mayo hasta el 5,2%, tres décimas menos que en abril. La inflación subyacente se mantiene estable en el 4,7%. En un contexto de presiones inflacionistas moderadas y perspectivas de recuperación lenta, esperamos que el Banco Central de Brasil continúe recortando el tipo SELIC desde el actual 9,25% hasta el 8,5% durante 2009.

### México: elecciones y reformas estructurales

México está inmerso en una recesión económica comparable a la crisis del «Tequila» de 1995. La caída del PIB en un 8,6% interanual en el primer trimestre de 2009 ha sido de una intensidad similar a la de 1995, lo que hace prever que para el conjunto de 2009 la detracción se situará no muy lejos del 6,2% alcanzado en 1995. Una diferencia de la crisis actual con la del Tequila es que los detonantes no han sido

locales sino externos. Además, las mejoras macroeconómicas que se han realizado en los últimos quince años han permitido que el proceso de ajuste esté siendo ordenado y desde una posición financiera relativamente más sólida. Sin embargo, el impacto de la crisis está siendo más acusado en México que en otros países latinoamericanos debido a la fuerte dependencia de la economía de Estados Unidos.

Esta situación se refleja en los últimos indicadores de actividad disponibles. El hundimiento de la confianza del consumidor, que cedió en mayo más de tres puntos, es indicativo de la falta de tono del gasto de los hogares, lo que lastrará la demanda interna en el segundo trimestre. Igualmente, los indicadores de oferta sugieren que la debilidad cíclica apenas mejora en ese periodo, ya que producción industrial se situaba en abril un 9,1% por debajo de los niveles de un año atrás. En esta etapa de extrema debilidad de la actividad, el paro sigue repuntando, hasta el 5,3% en abril.

En este contexto, el Gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz, ha recordado

## Las próximas elecciones determinarán el margen del Gobierno para llevar a cabo las reformas estructurales.

### MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	3,3	1,4	2,5	1,5	-1,7	-8,6	...	...
Producción industrial	2,4	-1,0	0,1	-1,4	-4,4	-9,9	-9,1	...
Confianza del consumidor (1)	104,9	92,2	94,2	88,9	83,3	80,1	82,1	78,3
Tasa de paro general (2)	3,7	4,0	3,5	4,2	4,3	5,0	5,3	...
Precios de consumo	-22,7	-11,8	4,9	5,5	6,2	6,2	6,2	6,0
Balanza comercial (3)	-10,1	-17,3	-7,8	-11,9	-17,3	-17,5	-16,2	...
Tasa de interés oficial de Banxico (%) (4)	7,00	7,50	7,75	8,25	8,25	6,75	6,00	5,25
Pesos mexicanos por dólar (1)	11,0	10,6	10,3	11,0	13,9	14,2	13,8	13,2

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) El 19 de junio el Banco Central de México bajó el tipo de intervención hasta el 4,25%.

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

la necesidad de emprender reformas profundas que eleven el crecimiento potencial de la economía. Estas medidas deben estar dirigidas a potenciar el capital humano mediante la inversión en educación y salud, y a fortalecer la posición fiscal –incluyendo el sistema de pensiones– y, por su profundo calado, requieren de un gran consenso político. Ortiz hace el llamamiento, no por casualidad, coincidiendo con la proximidad de las elecciones del 5 de julio.

Las elecciones del mes de julio serán de gran importancia para el gobierno del Presidente Calderón, ya que en ellas se renueva la totalidad de los 500 diputados y la mitad de los 356 senadores. Las encuestas apuntan a que ni el Gobierno ni la oposición obtendrán una mayoría, pero el nuevo mapa político será fundamental para determinar qué alianzas pueden permitir emprender las reformas necesarias.

## De crisis *subprime* a crisis global: la transmisión a las economías emergentes

Una de las sorpresas que la actual crisis financiera ha deparado ha sido su amplio alcance global. De acuerdo con las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), un total de 69 países, que equivalen a un 75% de la economía mundial, verán caer su producto interior bruto (PIB) en 2009. Del restante 25% que se salva del retroceso del PIB, aproximadamente la mitad se debe a un único país, China. Se ha tratado, además, de un fenómeno de contagio rápido, ya que hasta prácticamente la vuelta del verano de 2008 parecía que la crisis se circunscribía al centro del sistema económico mundial, es decir, a los países industrializados. Entender cómo ha podido la crisis contagiar a la práctica totalidad del globo requiere plantearse cuáles son los canales de transmisión internacional de la misma.

Una primera vía de traslado es de tipo financiero. Existe coincidencia en señalar que uno de los elementos característicos de la actual crisis es el extremo tensionamiento financiero que se ha producido, especialmente apreciable a partir de septiembre de 2008. A partir de ese momento, al menos cuatro frentes de estrés financiero empeoran sensiblemente: se producen fuertes caídas en las cotizaciones de los mercados de valores, se dispara la aversión al riesgo, aumentan las dudas sobre el estado de las entidades bancarias y las presiones cambiarias arrecian. En un intento de cuantificar dicho fenómeno y de sintetizarlo en un único indicador, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha calculado recientemente un índice que integra estas distintas dimensiones de presión financiera para las economías emergentes.<sup>(1)</sup>

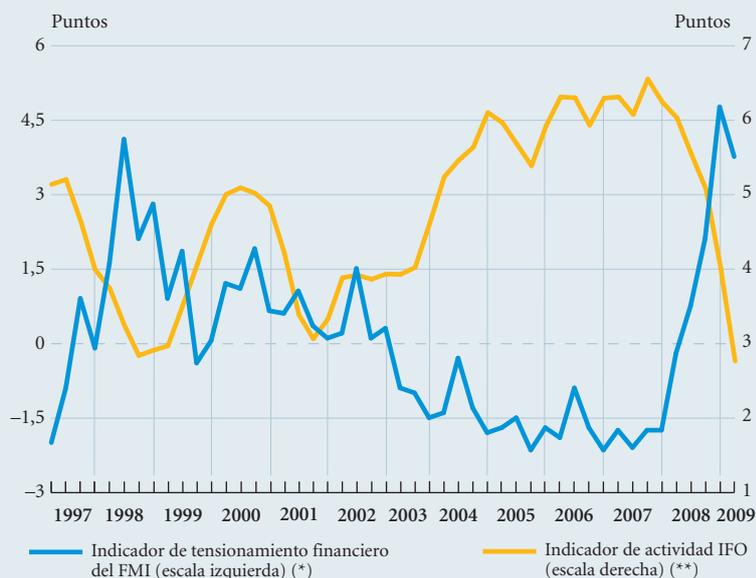
De acuerdo con este indicador, las economías sufrieron un drástico aumento de la tensión financiera en los trimestres tercero y cuarto de 2008, situación que se empezó a mitigar, si bien manteniéndose en niveles históricamente elevados, en el primer trimestre de 2009. Dicho tensionamiento, siempre de acuerdo con el indicador, empezó antes en los países industrializados, y también comenzó a corregirse en estas economías con adelanto respecto a los mercados emergentes. Por zonas, la evolución de los emergentes ofrece algunas diferencias. El tensionamiento financiero fue mayor en Asia emergente que en América Latina o Europa emergente. No obstante, esta última, y a diferencia de lo sucedido en el resto del globo, no muestra una remisión apreciable del estrés financiero en el primer trimestre de 2009.

¿Qué efectos apreciables ha tenido dicho tensionamiento financiero? Dos desarrollos constatables son la repatriación de capitales y el empeoramiento del crédito al sector privado. Por lo que se refiere al primero de estos

(1) Véase Fondo Monetario Internacional, «How Linkages Fuel the Fire: The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies», *World Economic Outlook*, capítulo 4, abril 2009.

## LAS TENSIONES FINANCIERAS AFECTAN SENSIBLEMENTE A LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Indicadores de tensión financiera y de actividad global



NOTAS: (\*) Índice de tensionamiento financiero del FMI que integra 18 economías de Asia, América Latina y Europa emergente. (\*\*) Elaboración propia a partir de los índices de actividad económica de América Latina, Asia y Europa central y oriental del instituto IFO.

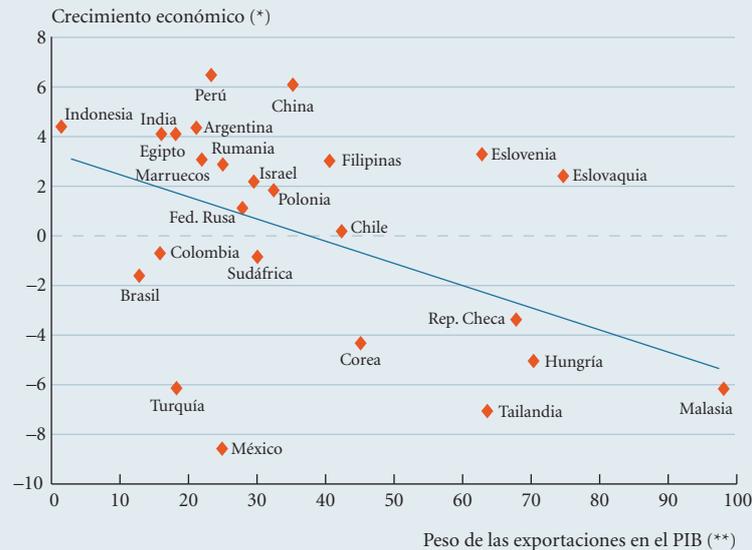
FUENTES: FMI, Instituto IFO y elaboración propia.

desarrollos, de acuerdo con las previsiones del Institute of International Finance, los flujos privados de crédito de países industrializados van a pasar de una entrada neta de 200.000 millones de dólares en 2008 a una salida neta de 100.000 dólares. Más de la mitad de este cambio se debe al vuelco en los flujos de financiación de los bancos comerciales. Este movimiento será más acusado en Europa emergente que en Asia o América Latina. El crédito al sector privado, por su parte, ha sufrido una fuerte desaceleración en sus tasas de crecimiento interanual en las tres áreas, si bien en América Latina es donde el frenazo ha sido más acusado.

Adicionalmente a esta vía de contagio financiera, un segundo canal es el del comercio internacional. La intensa reducción de los flujos comerciales mundiales ha sido de una intensidad no esperada hace pocos meses. Según datos del FMI, las exportaciones mundiales de bienes se situaban, en enero pasado, en niveles del orden de un 26% inferiores a las de un año antes. Los países emergentes y en vías de desarrollo no escapaban de la tendencia anterior, toda vez que sus exportaciones de mercancías caían en dicho mes de enero un 25% interanual.

La fuerte contracción del comercio mundial deriva no sólo de la caída de la demanda interna de las naciones industrializadas, sino también del hecho de que se ha producido un bloqueo del crédito al comercio internacional. Aunque la financiación del comercio internacional es relativamente de bajo riesgo, al estar notablemente colateralizada, se ha demostrado muy sensible a los problemas financieros de carácter global. Esto ya sucedió durante la crisis asiática, si bien en esa ocasión se circunscribió a los países afectados, pero ahora su impacto ha sido mayor. Según algunas estimaciones, actualmente del orden de un 80% del comercio internacional depende, en mayor o menor grado, del crédito. Se trata, además, de financiación habitualmente a corto plazo. Adicional-

## LA CRISIS DEPRIME A LAS ECONOMÍAS EXPORTADORAS



NOTAS: (\*) Variación interanual real, último trimestre disponible.

(\*\*) Exportaciones de bienes en porcentaje del PIB, año 2008.

FUENTES: FMI, Eurostat, Institutos nacionales de estadísticas y elaboración propia.

mente, la dificultad de acceso al crédito en distintos países simultáneamente ha afectado a las cadenas de aprovisionamiento globales. Todo ello ha provocado que la crisis crediticia global haya impactado de forma muy rápida e intensa en las exportaciones mundiales.

De toda la exposición anterior cabe colegir que la crisis devino global porque globales son los flujos financieros y comerciales. Y si se está tentado de retroceder en el tiempo a épocas de menor integración económica y financiera como remedio para evitar este tipo de procesos, es bueno no olvidar que precisamente fue también dicha integración la que permitió a lo largo de los últimos veinte años que tres cuartas partes del globo tuviesen, por primera vez en siglos, expectativas fundadas de abandonar la pobreza.

*Este recuadro ha sido elaborado por Àlex Ruiz*

*Departamento de Economía Internacional, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

### El petróleo modera levemente su tendencia alcista

El precio del petróleo volvió a subir aunque con menor intensidad que en el mes previo. Entre el 20 de mayo y el 22 de junio el crudo avanzó un 11,1% quedando en los 66,82 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes) tras haber

rozado la barrera de los 73 dólares. La subida acumulada en el año corriente llega ya al 70,9%.

El precio del petróleo siguió apostando por un escenario de recuperación económica en la banda optimista, por la debilidad del dólar y por la continuidad de las políticas monetarias laxas de los bancos

**El precio del petróleo vuelve a subir y acumula un incremento del 71%.**

**El precio del crudo apuesta por la continuidad de las políticas monetarias laxas pero ignora la incertidumbre de Irán.**

**Las materias primas siguen al alza lideradas por los metales básicos pero moderan su ritmo de subida.**

centrales. La incertidumbre de Irán, uno de los principales productores mundiales, no parece estar afectando, por ahora, al precio del crudo. Frente a una demanda mundial de 83,3 millones de barriles diarios, Irán produce 3,65 millones y exporta 2,2 millones, pero la producción ociosa de Arabia Saudita se estima cercana a los 3,0 millones de barriles diarios, por lo que podría compensar posibles deficiencias del suministro iraní.

Los precios de las materias primas siguieron en general la estela del petróleo, con una continuidad de los avances que, sin embargo, va perdiendo fuerza. Así, el in-

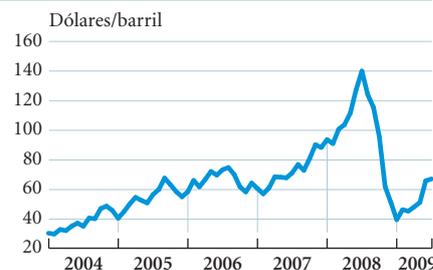
dice *The Economist* de materias primas subió un 2,4% entre el 20 de mayo y el 22 de junio, acumulando un ascenso del 19,7% en el año corriente. Por sectores, el oro mantuvo sus avances y el trigo perdió parte de lo ganado en el mes previo. Fueron los metales básicos los que se mostraron más alcistas. La desaceleración de las economías industriales ha reducido la producción de los desguaces, de donde proviene una gran parte de los suministros para la industria. La reducción de estos suministros contribuye a hacer posible la coexistencia de una tendencia alcista del precio de los metales básicos con la debilidad de la producción industrial global.

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

# UNIÓN EUROPEA

## Zona del euro: en busca del cambio de tendencia

En el Informe Mensual del mes de junio destacábamos la fuerte contracción que la economía europea había experimentado en el primer trimestre de 2009. Ello, junto con la información obtenida de los indicadores de alta frecuencia, nos había llevado a revisar sustancialmente la previsión de crecimiento para 2009 a la baja hasta el 4,5%. De todas formas, remarcamos que el ritmo de contracción de la economía debería ir aminorando gradualmente. Las incógnitas con las que cerrábamos el Informe de junio y que se han ido despejando a lo largo de este mes son el alcance de la contracción del primer trimestre a los distintos componentes y sectores de la economía y el cambio de tendencia en el ritmo de contracción económica.

Vayamos por partes. Por lo que a la evolución de los distintos componentes del PIB se refiere, en el primer trimestre prácticamente todos ellos continuaron contrayéndose con fuerza, una muestra más del alcance del actual proceso recesivo. Destaca el retroceso de la inversión, que llegó hasta el 4,2% respecto al trimestre anterior y contribuyó en 0,9 puntos porcentuales a la caída total del PIB. Las exportaciones también siguieron cayendo con fuerza, un 8,1% con respecto al trimestre anterior, pero dado que las importaciones también sufrieron una importante contracción, del 7,2% concretamente, la contribución total del sector exterior al retroceso general del producto interior bruto (PIB) sólo fue de 0,3 puntos porcentuales.

La descomposición de la contracción económica por sectores muestra que si bien la recesión está afectándolos a todos ellos, el sector industrial y el sector de comercio y transportes están siendo los más perjudicados. El sector industrial se contrajo el 8,8% respecto al trimestre anterior y contribuyó en 1,5 puntos porcentuales a la contracción de la economía. El sector de comercio y transportes se contrajo un 2,6% con respecto al trimestre anterior y añadió otros 0,5 puntos porcentuales a la contracción total de la economía.

De acuerdo con nuestras estimaciones, la actividad económica ha continuado contrayéndose en el segundo trimestre, pero a un ritmo menor que el alcanzado en el primer trimestre. Hay, principalmente, dos factores que sustentan esta previsión. Por un lado, la mejora de los indicadores de sentimiento económico. El que elabora la Comisión Europea, en el mes de mayo continuó recuperándose por segundo mes consecutivo. El índice *Purchasing Managers Index* (PMI) de los gestores de compras, que resume los cambios en la producción, los pedidos, las existencias y el empleo, volvió a mejorar en junio por cuarto mes consecutivo. De todas formas, ambos indicadores de confianza aún se encuentran en niveles consistentes con una contracción económica.

Por otro lado, los mercados financieros continúan el gradual proceso de distensión. El euríbor a un año, por ejemplo, sigue anotando mínimos históricos empujado por las nuevas subastas de liquidez a un año que ha empezado a llevar a cabo el Banco Central Europeo; otro buen ejem-

**La recesión se hace sentir en todos los componentes del PIB.**

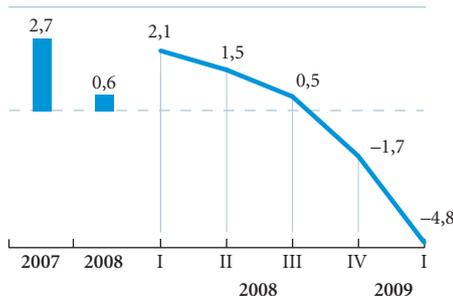
**El sector industrial y el comercio y transportes son los más afectados.**

**La actividad económica continuará contrayéndose, pero a un ritmo menor.**

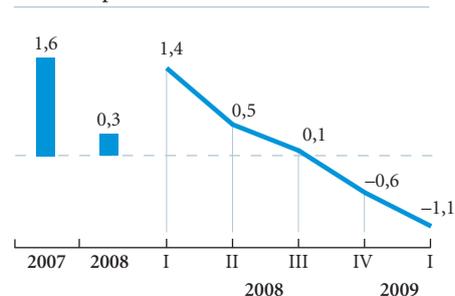
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

PIB



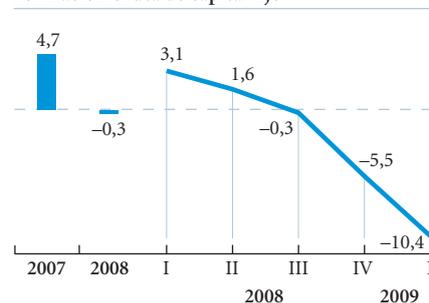
Consumo privado



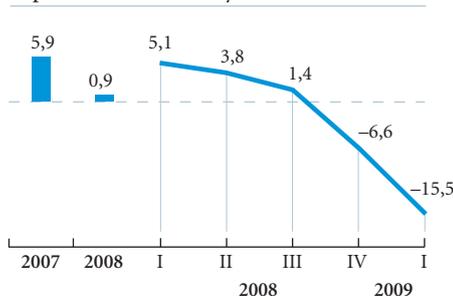
Consumo público



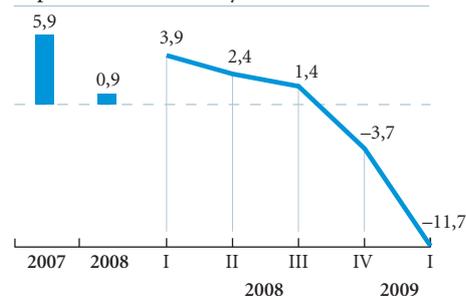
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

plo es la creciente financiación de las grandes empresas en el mercado mayorista, hecho que se refleja en la espectacular recuperación del mercado de emisiones de bonos durante los últimos meses.

Los efectos de la mejora de la confianza y las condiciones financieras se traducirán en avances de la actividad económica de forma muy gradual. De momento, la evolución de las ventas al por menor, un indicador de la evolución del consumo privado, y la producción industrial, un buen

indicador de la inversión, aún no han mostrado un claro cambio de tendencia.

Es importante matizar que si bien habrá un cambio de tendencia en el ritmo de contracción en los próximos trimestres, la senda de salida de la crisis será muy lenta y no está exenta de riesgos. El deterioro del mercado laboral es uno de los principales factores que hará que el crecimiento económico se mantenga por debajo del potencial a medio plazo. La tasa de paro se situó en el 9,2% en el mes de abril y se

**La salida de la crisis será lenta y no está exenta de riesgos.**

encuentra lejos del 7,2% que alcanzó en marzo de 2008. Ello ha hecho que el número de personas en paro haya superado ya los 14 millones y medio.

Por lo que a los riesgos se refiere, la futura evolución de la inflación sigue siendo una de las mayores incógnitas. De momento, está sorprendiendo la velocidad y la intensidad con la que se está desacelerando. El índice del precios de consumo (IPC) armonizado de mayo de la zona del euro se situó en el 0%, marcando un nuevo mínimo histórico, pero la inflación subyacente sólo cedió dos décimas y se mantiene en el 1,5%. Ello indica que el retroceso de la inflación es principalmente debido a la caída del precio de las materias primas. Por lo tanto, esperamos que en los próximos meses se alcanzarán tasas ligeramente por debajo del cero, pero en el cuarto trimestre se recuperará con celeridad hasta cerrar el año con tasas cercanas al 1%.

Otro de los grandes interrogantes sigue siendo por qué la recesión está siendo más acusada en el viejo continente que en Estados Unidos, país en el que se gestó la crisis financiera. En el Informe de junio apuntamos que el colapso del comercio mundial era uno de los principales factores ya que la zona del euro, y en especial Alemania, es mucho más dependiente de la buena marcha del sector exterior que Estados Unidos. En esta edición del Informe hacemos hincapié en otro factor: el crecimiento potencial de ambas economías. Una forma muy sencilla de estimarlo es calculando el crecimiento medio a lo largo de un periodo razonablemente largo de tiempo. Como muestra el gráfico adjunto, los países con un crecimiento potencial menor se espera que sufran más a lo largo de este año. Entre ellos destacan Japón, Alemania e Italia. Grecia y Polonia se encuentran en la situación opuesta. Los países bálticos e Irlanda no parece que si-

**El paro afecta a 14,6 millones.**

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	2,7	0,6	1,5	0,5	-1,7	-4,8	...	-
Ventas al por menor	1,3	-0,2	-0,3	-1,0	-1,9	-3,4	-2,2	...
Confianza del consumidor (1)	-4,9	-17,9	-14,6	-19,2	-26,1	-32,2	-31,3	-31,1
Producción industrial	3,5	-1,7	1,1	-1,5	-9,0	-18,3	-20,7	...
Sentimiento económico (1)	108,9	91,1	97,5	89,9	75,8	65,7	67,2	69,3
Tasa de paro (2)	7,4	7,5	7,3	7,5	8,0	8,7	9,2	...
Precios de consumo	2,1	3,3	3,6	3,8	2,3	1,0	0,6	0,0
Balanza comercial (3)	20,1	-1,2	13,8	-11,4	-31,7	-35,2	-34,6	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	4,3	4,6	4,9	5,0	4,2	2,0	1,5	1,4
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	107,9	113,0	116,0	114,0	109,1	111,9	112,5	...

NOTAS: (1) Valor.

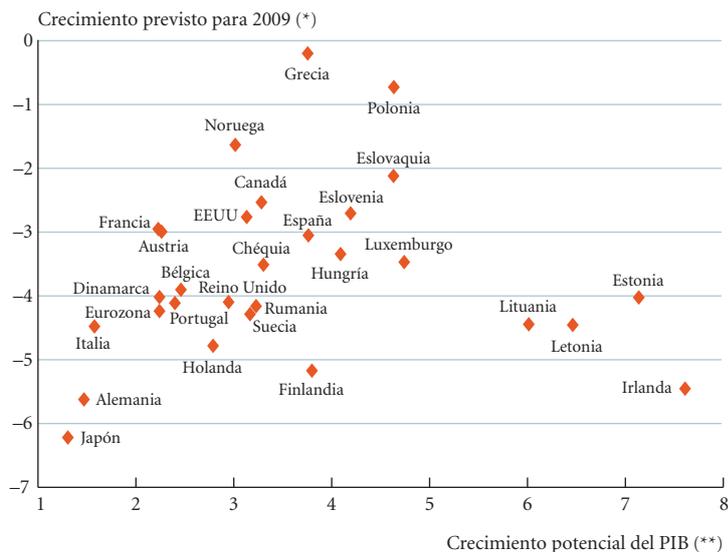
(2) Porcentaje sobre población activa.

(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.

## LA RECESIÓN SERÁ ESPECIALMENTE SEVERA EN PAÍSES CON UN BAJO CRECIMIENTO POTENCIAL



NOTAS: (\*) Previsiones del FMI.

(\*\*) Crecimiento promedio del PIB entre 1995 y 2006.

FUENTES: FMI y elaboración propia.

### El menor potencial de crecimiento de la zona del euro pasa factura.

gan esa relación, pero ello es debido a que los últimos años han estado creciendo por encima de sus posibilidades, lo que lleva a una sobreestimación de su crecimiento potencial. El conjunto de la zona del euro tiene un crecimiento potencial menor al de los Estados Unidos y, por lo tanto, el crecimiento esperado para este año es también inferior.

### Alemania: la recuperación puede llegar en la segunda mitad del año

Alemania fue uno de los países desarrollados con un mayor deterioro de su economía durante el primer trimestre de 2009, registrando una reducción del PIB del 3,8% intertrimestral (6,9% interanual), la mayor desde la Segunda Guerra Mundial. El desglose del PIB en sus diferentes componentes confirma, tal y como apuntaban los indicadores de mayor frecuencia, que este deterioro de la economía germana fue fruto del desplome de la inversión y las exportaciones,

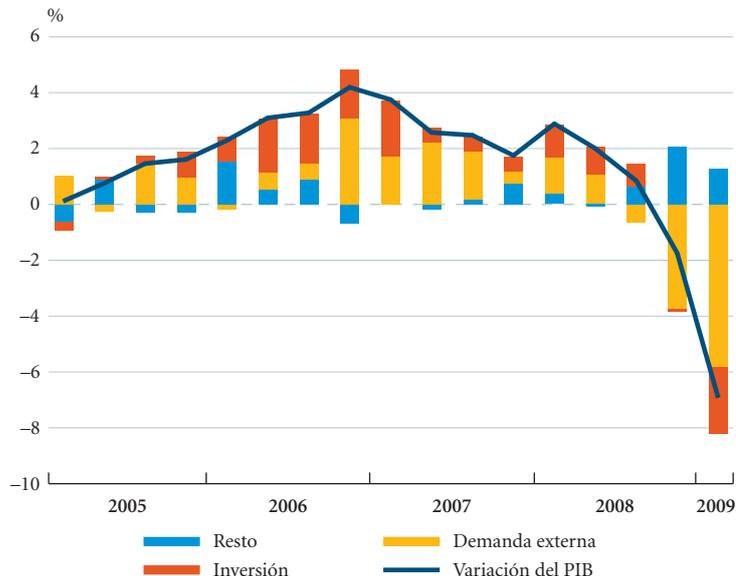
con reducciones del 11,4% y el 17,5% interanual respectivamente. Así, los dos motores que impulsaron la economía durante el último periodo de expansión son, ahora, los que la arrastran hacia una profunda recesión.

Este hecho se hace patente en el gráfico siguiente. Así, mientras que en 2006, la contribución de estos dos componentes suponía un 2,6 puntos porcentuales del 3,2% al que crecía la economía alemana, su deterioro durante los dos últimos trimestres, especialmente el de las exportaciones, explica la totalidad de la reducción del PIB alemán. Solamente el aumento de las existencias y el mantenimiento del consumo público y privado, avivado por los planes de estímulo económico, han evitado una mayor contracción del PIB. Como consecuencia, la recuperación de la economía germana deberá venir precedida por la estabilización de las inversiones y el sector exterior, lo que provocará una salida de la crisis más tardía que la de sus socios

### El PIB alemán se reduce un 6,9% interanual debido al deterioro de la inversión y las exportaciones.

## LA INVERSIÓN Y LA DEMANDA EXTERNA ARRASTRAN EL PIB ALEMÁN

Contribuciones de los diferentes componentes a la variación del PIB



FUENTES: Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

comerciales, por lo que los primeros signos de recuperación no se esperan hasta la segunda mitad de 2009.

El análisis de los principales indicadores económicos confirma esta percepción. Así, a pesar del repunte intermensual que éstos vivieron en el mes de marzo, los nuevos datos de abril muestran ligeros retrocesos respecto al mes anterior. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor redujeron su crecimiento, mientras que las exportaciones registraron una caída intermensual del 4,8%, superior a las vividas durante los últimos dos meses, y alcanzando un nuevo mínimo histórico interanual, con una reducción del 25,6%. Ello provocó que el superávit de la balanza comercial continuara reduciéndose, siendo un 28,6% inferior al de un año atrás.

Ante una demanda aún sin estabilizar y la acumulación de existencias durante los últimos meses, la producción y los pedidos industriales cayeron un 1,1% y

un 1,9% intermensual respectivamente, manteniendo las variaciones interanuales cerca de sus mínimos históricos y, provocando una nueva reducción de la utilización de la capacidad productiva, especialmente en la industria manufacturera. Por contra, el índice IFO de actividad empresarial del mes de junio siguió mejorando, arrastrado por el comportamiento del componente futuro, y dejando atrás el mínimo alcanzado en marzo.

A pesar de este rápido deterioro de la economía, el efecto sobre la tasa de paro ha sido bastante limitado hasta el momento, llegándose incluso a reducir en mayo. Ello se debe en gran medida a los planes de regulación del empleo (*kurzarbeit*), que según la Agencia Federal de Empleo afectaron a 1,2 millones de trabajadores en los cuatro primeros meses del año y provocaron una drástica reducción de las horas trabajadas en los primeros meses del año.

El coste de los estímulos económicos, junto a la reducción de los impuestos que

**El superávit comercial continúa desplomándose.**

**El deterioro económico no afecta aún al mercado laboral.**

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009			
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio
PIB	2,6	1,0	2,0	0,8	-1,8	-6,9	-	...	-
Ventas al por menor	-3,0	-0,5	-0,8	0,1	-0,5	-2,8	-0,3	...	...
Producción industrial	5,8	0,0	2,8	0,0	-7,5	-19,6	-21,6	...	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	102,1	94,8	86,2	82,6	83,7	84,3	85,9
Tasa de paro (**)	9,0	7,8	7,9	7,7	7,6	8,0	8,3	8,2	...
Precios de consumo	2,3	2,6	3,0	3,1	1,6	0,8	0,6	0,1	...
Balanza comercial (***)	181,5	195,3	202,3	196,3	183,0	159,6	144,6	...	...

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.

### Se prevé que el déficit alemán alcance el 6% en 2010.

el gobierno ha anunciado para 2010, valorada en 13.000 millones de euros, ha aumentado las previsiones del déficit público. Éste, según el Bundesbank, superará el 3% este año y se acercará al 6% en 2010, elevando el endeudamiento alemán hasta el 80% del PIB. Ante esta situación, el parlamento alemán aprobó una ley por la que el gobierno central y los gobiernos estatales verán reducida su capacidad de endeudamiento en los próximos años.

así, el instituto estadístico francés, el INSEE, estima un enorme desplome de la producción industrial en 2009, el 15,7%, tras la caída de 2008.

Entre el conjunto de noticias menos negativas, es notable la subida acentuada del número de matriculaciones en mayo, un 14,5% interanual, fruto de las medidas de impulso al sector del automóvil. Este incremento contrasta con las caídas anotadas en meses anteriores.

### Los indicadores de las encuestas empresariales repuntan.

#### Francia: ¿camino hacia el final de la recesión?

Las últimas encuestas indican que la actividad económica francesa aminora su recesión. Así, según el informe de coyuntura del Banco de Francia publicado el pasado día 9 de junio, el índice del clima de negocio industrial aumentó en el mes de mayo, situándose en los 81 puntos. Otro índice de opinión empresarial, el indicador sintético del clima económico, repuntó en junio por tercer mes consecutivo. Ello sugiere que el retroceso de la producción industrial francesa debería suavizarse en los próximos meses. Aún

Desde la perspectiva de la demanda, el consumo privado probablemente progrese moderadamente a lo largo de 2009 ya que el poder adquisitivo de los hogares aumentará gracias a la desaceleración de los precios. En efecto, el índice de precios del consumo retrocedió un 0,3% interanual en mayo, en parte debido a la fuerte caída de los precios del petróleo pues la inflación subyacente bajó pero se mantuvo positiva. No se registraba una cifra negativa de inflación desde el año 1957. A pesar del descenso de los precios, el riesgo de deflación continúa siendo pequeño y por lo general se espera que esta tendencia a la baja se interrumpa a finales del verano.

### La inflación cae un 0,3% interanual en mayo.

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	2,3	0,3	1,0	0,1	-1,7	-3,2	-	...
Consumo de los hogares	4,8	-0,6	-0,1	-0,9	-2,5	-1,0	0,5	-1,6
Producción industrial	1,5	-2,5	-0,3	-2,2	-9,0	-15,8	-18,8	...
Tasa de paro (*)	8,3	7,8	7,6	7,8	8,2	8,6	8,9	...
Precios de consumo	1,5	2,8	3,3	3,3	1,8	0,6	0,1	-0,3
Balanza comercial (**)	-33,5	-48,6	-46,1	-50,9	-55,3	-55,4	-56,0	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Con respecto a la inversión, los datos sugieren que ésta caerá notablemente en el año 2009, especialmente en los dos primeros trimestres.

Por otro lado, el hecho de que otros países muestran un perfil más favorable debería atenuar el brusco descenso de las exportaciones francesas de principios de 2009. Tras el descenso abrupto de 6,0% intertrimestral en el primer trimestre de 2009, el INSEE estima bajadas de 3,8%, 1,8% y 0,8% en los subsiguientes trimestres de 2009, respectivamente.

En este contexto, el mismo INSEE prevé un descenso de la actividad económica progresivamente más moderado. Así, después de la caída intertrimestral de 1,5% en el cuarto trimestre de 2008 y de 1,2% en el primero de 2009, el PIB francés no debería retroceder más del 0,6% y del 0,2% en el segundo y tercer trimestres de 2009, estabilizándose en el último trimestre de 2009. Todo ello se traduciría en una caída del PIB en 2009 del 3,0%.

La recesión también pesa sobre el mercado de trabajo francés. Probablemente, según el INSEE, a lo largo de 2009 se pierdan cerca de 600 mil puestos de trabajo. Asimismo, la tasa de paro continuará su tendencia al alza iniciada en el segundo

trimestre de 2008 hasta apuntalarse alrededor del 10% a finales de 2009. Ello supone un incremento de cerca de 3 puntos a lo largo de este periodo.

### La década perdida de Italia

La economía italiana sufrió en el primer trimestre de 2009 su mayor retroceso de las últimas décadas, con una caída interanual del 6,0%. El desglose de la evolución del PIB presenta, además de la disminución ya prevista de la inversión y las exportaciones, una reducción del 1,1% intertrimestral del consumo privado que pone de manifiesto la debilidad de la demanda interna transalpina. Las perspectivas para los próximos meses no son más alentadoras, por lo que todo hace prever que el PIB italiano se situará en 2010 a un nivel similar al de 2001.

El análisis de los indicadores económicos de mayor frecuencia muestra cierta disparidad en la tendencia de las series, lo que puede ser señal de una ralentización de la recesión. Así, mientras las exportaciones registraban una reducción intermensual del 7,2% después de dos meses consecutivos recuperándose, provocando la mayor caída interanual desde 1986, los pedidos industriales de mayo y la producción industrial en abril presentaban un ligero re-

**El INSEE predice una caída del PIB del 3,0% en 2009.**

**El PIB italiano en 2010 se situará a niveles similares a los de 2001.**

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	1,5	-1,0	-0,3	-1,3	-3,0	-6,0	-	...
Ventas al por menor	1,3	-0,3	-0,7	0,1	-1,7	-3,1	...	...
Producción industrial	2,1	-3,3	0,1	-3,9	-10,6	-21,1	-24,5	...
Tasa de paro (*)	6,2	6,8	6,8	6,7	7,0	7,3	-	...
Precios de consumo	1,8	3,3	3,6	4,0	2,8	1,5	1,2	0,9
Balanza comercial (**)	-12,8	-10,0	-8,6	-10,8	-12,3	-11,1	-10,1	...

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 elevado endeudamiento italiano no permite adoptar nuevas medidas.

punte. Como consecuencia, es posible que la inversión en este segundo trimestre presente una caída menos pronunciada.

Por otro lado, la tasa de desempleo en marzo de 2009 fue del 7,3%, un nivel relativamente bajo si se compara con otros países europeos. Sin embargo, el rápido deterioro del mercado laboral italiano, con una pérdida de 204.000 empleos durante el primer trimestre de 2009 provocó una nueva reducción de la confianza del consumidor, lo que hace esperar que el consumo privado siga reduciéndose a pesar de la reducida tasa de inflación.

Ante esta tesitura, la deuda pública italiana de abril alcanzó un nuevo máximo histórico, situándose cerca del 110% del PIB del país, y con unas previsiones para final de año que la elevan hasta el 115%. Esta situación disuade al gobierno de Berlusconi de adoptar estímulos económicos que eleven aún más la deuda, encontrándose con un escaso margen de maniobra para poder amortiguar la recesión.

### Reino Unido: se ralentiza la desaceleración

La economía británica ha ofrecido algunas noticias menos negativas en los últi-

mos dos meses. Ello permite prever que el desplome del PIB de los dos trimestres anteriores, debido en gran parte al colapso de la demanda global y al ajuste de los inventarios, difícilmente se va a repetir. Así, la producción industrial retrocedió un 12,3% interanual en abril, una caída ligeramente inferior a la anotada el mes anterior. Otros indicadores avanzados, como el índice de sentimiento económico, señalan que la actividad probablemente frene su ritmo de deterioro.

No obstante, el retorno a una fase de crecimiento sostenible es todavía muy incierto ya que existen diversos factores que sitúan a la economía británica en una posición bastante vulnerable. Entre otros, el sistema bancario depende en gran medida de las ayudas del estado, el paro crece, la demanda mundial continúa apagada y los hogares tienen niveles de deuda muy elevados.

Por lo que respecta al mercado de trabajo, varios datos confirman que continuó su proceso de deterioro, aunque a un ritmo menor. De este modo, el número de parados registrados aumentó, situando la tasa de paro de mayo en el 4,8%, dos décimas por encima de la cifra anotada en abril. El incremento de los salarios, un 2,7% interanual en los tres meses hasta abril, se des-

### La producción industrial retrocede un 12,3% en abril de 2009.

## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	3,0	0,7	1,8	0,4	-2,0	-4,1	-	...
Ventas al por menor	4,2	2,7	3,4	1,2	1,9	0,6	2,7	-1,7
Producción industrial	0,1	-2,6	-1,0	-2,5	-7,6	-12,6	-12,3	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,8	2,5	2,8	3,4	4,2	4,6	4,8
Precios de consumo	2,3	3,6	3,3	4,9	3,9	3,0	2,3	2,2
Balanza comercial (**)	-83,1	-93,3	-93,6	-94,9	-93,6	-91,3	-89,3	...
Tipo de interés Líbor 3 meses	5,3	6,0	6,0	5,9	6,3	2,8	1,6	1,4
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	103,9	97,6	92,6	92,8	89,4	73,7	76,9	78,8

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

aceleró. También descendió el número de horas trabajadas. En este contexto, las ventas minoristas cedieron en el mes de mayo un 1,7%, aunque parte de esta caída se explica por efectos de base ya que el valor de mayo de 2008 fue inusualmente elevado.

Ello contrasta en cierto modo con la evolución de la inflación, que se situó en el 2,2% en el mes de mayo, tras el 2,3% de abril, un índice algo superior a lo esperado y ligeramente por encima del objetivo del 2% del Banco de Inglaterra. El hecho de que el descenso de la inflación no haya sido mayor, como en otros países, cabe atribuirlo a que la depreciación de la libra ha ejercido presión al alza sobre los precios.

### Europa emergente: del hundimiento a la euforia, ¿hacia dónde vamos?

En esta primera mitad de 2009 los acontecimientos se han sucedido vertiginosamente en Europa central y oriental. En el inicio del año tanto la evolución de las variables financieras como la de los indica-

dores de actividad sugerían que los problemas acumulados por la región eran excesivos. Las bolsas cedían abiertamente, las divisas se veían sometidas a fuertes presiones depreciatorias y los indicadores de riesgo-país se disparaban.

El hundimiento de las monedas nacionales exacerbaba la presión sobre las deudas de empresas y familias, muchas de ellas denominadas en monedas extranjeras y de un volumen notable tras el *boom* del crédito vivido en los años anteriores. La actividad industrial, orientada a la exportación manufacturera hacia la eurozona, se desplomaba como resultado de la grave recesión de Alemania y otros mercados clave. La caída de los flujos internacionales de capitales hacía sospechar que algún país pronto iba a ser incapaz de hacer frente a sus compromisos exteriores. El proceso de desapalancamiento bancario hacía temer por las filiales que las entidades de crédito de Europa occidental mantenían en la región.

No obstante, a partir de finales de febrero y principios de marzo, la evolución financiera ha dado un vuelco. Desde los míni-

**La inflación se sitúa en el 2,2%, por encima de lo esperado.**

**Tras un inicio de 2009 con fuertes tensiones en los mercados financieros de Europa emergente...**

**...a partir de marzo la situación mejora apreciablemente.**

mos anuales, las bolsas de la región han crecido del orden del 60%, las principales divisas han recuperado parte del terreno perdido (por ejemplo, el zloty se ha apreciado un 7% respecto al euro) y el coste de asegurar el impago de la deuda soberana se ha reducido a cerca de la mitad en la mayoría de países.

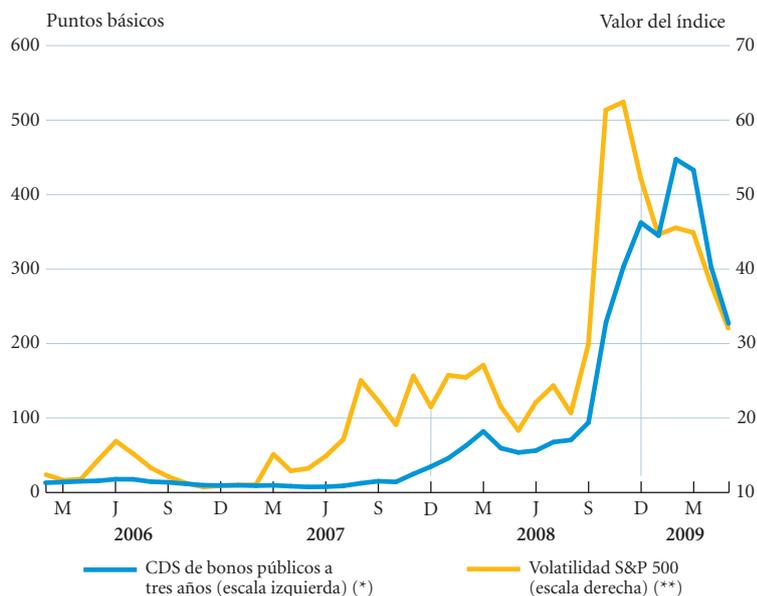
¿Qué ha sucedido en la región en tan corto lapso de tiempo para explicar el giro de los mercados? ¿Se trata de un movimiento basado en cambios de expectativas macroeconómicas o por el contrario tiene un carácter de corrección financiera? ¿Es un desarrollo estrictamente regional o deriva de una mejoría global? Entender bien lo que subyace a este cambio radical es fundamental, toda vez que de dicha comprensión depende poder anticipar con cierto éxito el futuro inmediato.

Respecto a la cuestión de cambio en los fundamentos macroeconómicos *versus* factores estrictamente financieros, los datos sugieren que estos últimos son determinantes. Los indicadores de actividad, como el sentimiento económico o la producción industrial, han tendido a confirmar el escenario de recesión profunda en 2009, especialmente intensa en el primer trimestre del año. La mejoría incipiente de ciertos ámbitos de la actividad se debe fundamentalmente a que el ciclo de ajuste industrial ha sido tan intenso que la reconstrucción de existencias está permitiendo deshacer parte del retroceso manufacturero. No obstante, la falta de demanda exterior y la restricción de crédito siguen siendo graves.

Por tanto, no parece que la mejoría de los mercados se deba a un escenario de recu-

### LA CAÍDA DE LA AVERSIÓN GLOBAL AL RIESGO REDUCE LA TENSIÓN FINANCIERA EN EUROPA EMERGENTE

Indicadores de tensiones financieras



NOTAS: (\*) Media ponderada de los CDS del bono a tres años de Polonia, República Checa, Eslovaquia, Hungría, Rumania, Bulgaria, Estonia, Letonia y Lituania, en media mensual.

(\*\*) Índice VIX, en media mensual.

FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

peración cíclica más fuerte de lo anticipado. Lo que sí ha sucedido, en cambio, es que la fuerte caída de los precios de los activos entre octubre y febrero los había situado en valoraciones atractivas, especialmente en el caso de las bolsas. En términos de la ratio precio/beneficios, a principios de 2009, las acciones de Europa emergente eran sensiblemente más baratas que las de Asia o América Latina. Si las cotizaciones regionales estaban en niveles atractivos, una reducción de la aversión al riesgo propiciaría una clara recuperación de los mercados, tesis que efectivamente se ha dado desde finales de febrero.

Aquí podemos enlazar con la segunda cuestión planteada: ¿estamos en presencia de un fenómeno global o regional? Los datos apuntan a que el factor global ha dominado. A pesar de estar relativamente más infravaloradas, las bolsas de Europa emergente se han recuperado en menor medida que las de Latinoamérica y apenas por encima que las asiáticas. Similar tendencia se ha repetido en otros activos financieros, como las divisas.

Ello no implica que ciertos desarrollos específicamente regionales no hayan tenido un papel. En particular, la ayuda financiera del Fondo Monetario Internacional (FMI) a Rumania y Polonia tuvo su referente en la evolución financiera. Pero parece que la reducción de la aversión al riesgo global es el factor preponderante que ha beneficiado a los activos financieros de Europa emergente, frente a una hipotética reducción diferencial de la aversión al riesgo regional o de una potencial mejora de las perspectivas macroeconómicas.

Porque desde el punto de vista macroeconómico, la región todavía se enfrenta a

una situación compleja. Aunque el ciclo industrial global, en tenue recuperación en este segundo trimestre, va a trasladarse con toda probabilidad a las exportaciones y a la producción industrial de la región, es dudoso que este movimiento tenga capacidad para compensar las fuerzas que deprimen la demanda interna (excesivo endeudamiento, poco margen de expansión fiscal, final del proceso de rebaja del tipo de interés oficial, etc.).

Asimismo, la brecha de financiación internacional, aunque parece adecuadamente cubierta en 2009, va a ser problemática en 2010, por ejemplo debido a la renovación de la deuda prevista para ese año. Un tercer frente, junto al cíclico y el de financiación internacional, es el referido al posible contagio regional. Aunque en Europa emergente coexisten países en situaciones claramente diferenciadas, la delicada situación de los bálticos (y en especial, la presión de los mercados para que Letonia devalúe) podría acabar afectando a la región en su conjunto.

Un último factor de riesgo va a ser de tipo político. Gran parte de la apuesta de superación de la crisis requiere que el ajuste económico en marcha en estos países no flojee, cosa que a su vez depende de la capacidad de soportar el coste político y social que dicho ajuste comporta. Visto el castigo electoral que recibieron los gobiernos de Hungría y Letonia en las recientes elecciones europeas, dicha resistencia no puede darse por descontada. En conjunto, los riesgos y rémoras para la recuperación son importantes y nada parece que pueda evitar que 2009 se salde con una fuerte recesión en Europa emergente y, en el mejor de los casos, con un retorno a un crecimiento mínimo en 2010.

**El principal causante de la recuperación financiera es la reducción de la aversión global al riesgo...**

**...y no tanto el cambio de perspectivas macroeconómicas, que siguen siendo muy magras.**

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Estados Unidos y Europa proponen reformas en los sistemas de regulación financieros

Debido a la actual crisis, los gestores de política económica tienen una oportunidad única para realizar reformas en la regulación del sistema financiero internacional. Tras un primer periodo, en el que las energías se volcaron en contener los daños producidos por las turbulencias financieras, durante el mes de junio han cristalizado novedosas propuestas de reformas financieras por parte de los gobiernos a ambos lados del Atlántico.

En Estados Unidos, el gobierno presentó su plan que deberá aprobarse en el Congreso. Este proceso puede ser largo y ocupar buena parte de este año, pues el calado de la reforma implicará complejas negociaciones entre los partidos demócrata y republicano. El plan persigue cinco objetivos. En primer lugar promover una supervisión y una regulación robusta de las instituciones financieras. Se crea una agencia de reguladores financieros para identificar los riesgos sistémicos y mejorar la cooperación entre los diferentes reguladores. Un cambio importante en la propuesta es la concesión de nuevos poderes a la Reserva Federal para supervisar incluso instituciones que no sean bancos pero que pudieran poner en riesgo la estabilidad financiera.

El segundo objetivo consiste en establecer una supervisión completa de los mercados financieros, fortaleciendo la regulación de los mercados de titulaciones, siendo la autoridad para supervisar el sis-

tema de pagos cedida a la Reserva Federal. El tercer elemento clave es la protección a consumidores e inversores de abusos financieros. Inspirado en el sistema europeo, se crearía una nueva agencia de protección al consumidor para aumentar la transparencia de los productos y servicios financieros. El cuarto pilar básico de la propuesta es el establecimiento de un nuevo régimen para cerrar instituciones financieras que presenten riesgos sistémicos. Finalmente, se cierra la propuesta con mejoras para establecer estándares internacionales de regulación e intensificar la cooperación internacional.

Por su parte, el Consejo de la Unión Europea, celebrado los días 18 y 19 de junio de 2009, ha recomendado la creación de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros orientado a mejorar la calidad, la coordinación de la regulación financiera y la instauración de un marco transfronterizo para la prevención y gestión de las crisis financieras. Asimismo, ha encargado a la Comisión una propuesta legislativa para establecer el nuevo marco de supervisión financiera en la Unión Europea para otoño de este año, con el objetivo de que las nuevas normas entren en vigor en 2010.

La Reserva Federal, en su reunión de política monetaria del 24 de junio, mantuvo el tipo de interés de referencia en el rango 0,00%-0,25%. En el comunicado, publicado al término de la reunión, indicó que aunque se ha detenido la fuerte velocidad de deterioro de la economía de los Estados se mantienen las perspectivas sobre la debilidad de la actividad economi-

**En Estados Unidos y Europa se han presentado propuestas de reforma financiera.**

**En Estados Unidos, se propone crear una agencia de reguladores para mejorar la coordinación y una nueva agencia de protección al consumidor.**

**En la Unión Europea se sugiere la creación de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros.**

## 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>									
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	1,00	1,27	1,63	0,25	0,66	0,10	0,50	1,28	0,60
Junio (1)	1,00	1,22	1,60	0,25	0,61	0,10	0,50	1,23	0,38

NOTAS: (1) Día 23.

(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.

ca. Por este motivo, añadió que mantendrá el tipo de interés oficial en el rango actual durante un periodo prolongado de tiempo.

Por su parte el Banco Central Europeo, en su reunión del 4 de junio, decidió mantener el tipo de interés de referencia en el 1%. Aprovechó la rueda de prensa posterior a la reunión para anunciar las previsiones para la eurozona en 2009, rebajó el crecimiento económico hasta el menos 4,6%, sin apenas variar la previsión de inflación armonizada que cae una décima hasta el 0,3%.

El 24 de junio, el BCE celebró su primera inyección ilimitada de liquidez a 12 meses

al tipo de intervención del 1% sin incorporar ninguna prima. Será en las siguientes subastas en las que la inyección de liquidez se realizará al tipo de interés de referencia más un diferencial en función de las condiciones del mercado. Se produjo una fuerte demanda de liquidez por un importe de 442.420 millones de euros que fue otorgado a 1.121 entidades. Esta inyección del BCE debería aliviar tensiones y contribuir a una lenta reducción de los diferenciales en las próximas semanas. En realidad, como se puede ver en el cuadro anterior, se mantiene la tendencia de reducción de diferenciales en el mercado interbancario. Mientras que el tipo de interés euríbor a tres meses cotiza un 1,22%, el euríbor a un año está en 1,60%.

**La Reserva Federal y el BCE mantienen invariable el tipo de interés de referencia.**

**El BCE celebra su primera subasta ilimitada de liquidez a 12 meses y contribuye al destensionamiento del mercado interbancario.**

## 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>								
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	3,59	3,95	4,29	4,48	3,46	1,49	3,75	2,41
Junio (*)	3,48	3,85	4,26	4,63	3,68	1,42	3,76	2,32

NOTA: (\*) Día 23.

FUENTE: Bloomberg.

### La rentabilidad de la deuda pública empieza junio escalando, para posteriormente deshacer su movimiento alcista.

Lo mismo ha sucedido en el caso de los Estados Unidos con el Líbor a tres meses que cotiza un mínimo histórico de 0,61%. Esto es un reflejo de la mejora en el mercado interbancario estadounidense apoyado por la noticia de que varias entidades que recibieron dinero por parte del gobierno habían devuelto las ayudas.

El comportamiento de la rentabilidad de la deuda pública, durante el mes de junio, tiene dos momentos bien diferenciados. En las dos primeras semanas del mes de junio, la mejora de expectativas económicas impulsó al alza las rentabilidades de la deuda pública, alcanzando máximos de este año. Por ejemplo, el bono con vencimiento a 10 años en los Estados Unidos alcanzó una cotización del 3,95%, mientras el *bund* alemán al mismo vencimiento alcanzaba una cotización del 3,72%. Esto provocó un aumento del tipo de interés real que no estaba motivado por un aumento de las expec-

tativas de inflación, que permanecían ancladas en niveles bajos, ni tampoco por una subida de la prima de riesgo soberano, sino que reflejaba una mejora de la confianza sobre la situación económica por parte de los inversores.

Sin embargo, transcurrido este periodo y auxiliado por el retroceso de la renta variable y las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento, por parte de varias instituciones supranacionales, moderaron el optimismo de los inversores. Éstos consideraron que las rentabilidades ofrecidas por la deuda pública representaban una propuesta de inversión interesante, teniendo en cuenta que, aunque se ha desacelerado el deterioro económico, la mayoría de grandes economías siguen en recesión. Por este motivo, se produjo una compra de deuda pública que redujo la rentabilidad ofrecida por la misma. Aunque con la excepción de dos países, pues tanto en Estados Unidos como en Italia permanece

### Las revisiones a la baja de previsiones de crecimiento moderan el optimismo de los inversores.

intacta la tendencia en los últimos tres meses de incremento de las rentabilidades ofrecidas por los bonos de deuda pública.

### Tipos de cambio: mucho ruido y pocas nueces

Si se comparan las cotizaciones de las grandes divisas a finales de mayo con las de finales de junio, se observará que son muy parecidas. Así por ejemplo, un dólar compraba 95,4 yenes el 27 de mayo, mientras que el 23 de junio adquiriría 95,6 yenes. En las mismas fechas, la cotización del euro contra el dólar se movía de 1,397 a 1,395 respectivamente. Parece que los mercados muestren que se han alcanzado unas cotizaciones que reflejan la situación actual, y que de momento, y a la espera de nuevos datos económicos pueden mantenerse sin problemas en un estrecho rango.

En cambio, se ha incrementado la incertidumbre sobre las posibles trayectorias del dólar durante los próximos meses. Este incremento de inseguridad sobre cómo puede moverse el dólar se refleja en las encuestas que se realizan habitualmente entre los mayores expertos en el mercado de divisas y que trabajan en diferentes instituciones financieras públicas y privadas. El consenso refleja una apertura en el rango de las diferentes previsiones. Y aunque las argumentaciones a favor o en contra aducen muchos factores, pueden destacarse tres como las más importantes.

La primera es que existe un consenso sobre la salida de la recesión de los Estados Unidos. Ésta se producirá antes que la eurozona o Japón y esto debe favorecer la tendencia de fortalecimiento del dólar. Además, si durante los próximos meses se producen dientes de sierra en las cotizaciones de bolsa, en los momentos en los

**Las cotizaciones del dólar, yen y euro permanecen en los mismos niveles que el mes pasado, moviéndose en un estrecho rango.**

**Pero en cambio, los expertos se dividen en sus previsiones para los próximos trimestres.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

23-06-2009

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2008	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	95,6	0,8	5,1	-12,9
Libra esterlina	0,613	-2,5	-11,6	17,1
Franco suizo	1,076	-0,6	0,7	2,9
Dólar canadiense	1,153	2,5	-5,7	11,9
Peso mexicano	13,311	1,2	-2,7	22,4
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,397	-0,4	0,0	-11,1
Yen japonés	133,5	0,4	5,1	-25,4
Franco suizo	1,503	-0,9	0,7	-8,0
Libra esterlina	0,857	-2,8	-11,5	7,8
Corona sueca	11,113	5,6	1,5	15,4
Corona danesa	7,444	0,0	0,0	-0,2
Zloty polaco	4,544	3,0	8,7	26,0
Corona checa	26,15	-2,0	-2,7	8,0
Forint húngaro	282,0	0,6	5,8	15,3

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

FUENTE: Bloomberg.

**La previsible salida de la recesión de Estados Unidos antes que Europa y Japón apoya la apreciación del dólar...**

**...pero la ingente emisión de deuda pública para financiar el déficit público en Estados Unidos favorece la depreciación del dólar.**

**Las bolsas registran un comportamiento irregular en junio con continuos cambios de tendencia.**

**Los datos económicos muestran todavía un escenario global débil, alejado de las encuestas de confianza realizadas a los distintos agentes económicos.**

que aumente la aversión al riesgo, los inversores se refugiarán en el dólar con lo que se vería reforzada la tendencia de apreciación del billete verde.

Pero por otra parte, existe otro elemento que en cambio favorece su depreciación. Éste está relacionado con la ingente y necesaria emisión de deuda pública para financiar el déficit público y el límite que pueden soportar en sus carteras de inversión los grandes adquirentes de bonos del tesoro de los Estados Unidos, entre ellos China y los países de la OPEP. La dificultad estriba en valorar la sensibilidad del dólar a los diferentes factores y sobre todo en qué momento del tiempo se activarán o desactivarán unos u otros.

### **Pausa en la recuperación de la renta variable**

Después de tres meses de fuertes subidas, los mercados de renta variable experimentaron un comportamiento irregular durante junio. En la primera mitad del mes, la tendencia de los índices bursátiles continuó la dirección alcista iniciada en marzo, para tornarse luego negativa en las últimas sesiones. A pesar de este movimiento, la revalorización acumulada por el S&P 500 y el Eurostoxx50 desde los mínimos registrados en marzo se mantiene cerca de la cota del 40%.

El sentimiento que domina en los mercados sigue siendo el de anticipar una paulatina y lenta reducción de los riesgos económicos a nivel global. Pero la aparición de ciertos factores desfavorables despertó una llamada a la cautela entre los inversores. En cualquier caso, los datos sobre flujos de fondos siguieron evidenciando una notable afluencia de dinero hacia los mercados de renta variable, con preferencia hacia el sector financiero y los sectores cíclicos, como autos y recursos naturales.

Los aspectos más relevantes para la evolución de los índices bursátiles en este periodo fueron, de una parte la publicación de los datos sobre la coyuntura macroeconómica internacional, y de otra, algunos acontecimientos importantes con relación a las compañías cotizadas en Estados Unidos. En ambos frentes, se alternaron noticias positivas y negativas, propiciando el irregular comportamiento bursátil mencionado.

Desde el punto de vista de los datos económicos, en junio se acentuó la disparidad entre unos indicadores de expectativas claramente alcistas y unos datos de la economía real todavía muy débiles. Estos últimos mostraban una realidad aún muy distante de lo esperado en el futuro, generando dudas entre los inversores bursátiles sobre el momento y la intensidad de la ansiada reactivación. Un ejemplo claro fueron los indicadores del sector inmobiliario americano, con registros de ventas muy pobres y con estadísticas de morosidad y embargos en máximos. Pero el obstáculo más importante fue el encarecimiento de los tipos hipotecarios a 15 y 30 años, que generó gran inquietud por su posible impacto negativo sobre el poder adquisitivo de las familias y el consumo. La producción industrial fue otro de los indicadores de actividad que mostró una intensificación del deterioro, desmarcándose de las previsiones de mejora realizadas por los empresarios.

Otro factor determinante de la evolución de los mercados fueron ciertas noticias y novedades relativas a las compañías cotizadas, de las que se derivan importantes implicaciones para el escenario global. De una parte, se produjo un aumento de las ampliaciones de capital por parte de las empresas, financieras y no financieras, con el fin de conseguir recursos y evitar revisiones a la baja de sus *ratings*. Esto supone un aumento de la oferta de acciones

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

25-06-2009

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	8.299,9	0,3	-5,4	-29,7
<i>Standard &amp; Poor's</i>	900,9	1,6	-0,3	-31,8
<i>Nasdaq</i>	1.792,3	5,9	13,7	-25,4
Tokio	9.796,1	4,8	10,6	-29,2
Londres	4.285,9	-1,8	-3,3	-24,4
Zona del euro	2.418,2	-0,9	-1,2	-30,1
<i>Francfort</i>	4.825,4	-1,9	0,3	-27,1
<i>París</i>	3.184,5	-1,6	-1,0	-29,8
<i>Amsterdam</i>	254,3	-2,4	3,4	-42,1
<i>Milán</i>	18.992,7	-4,9	-2,4	-36,7
<i>Madrid</i>	9.706,4	3,8	5,6	-22,0
Zurich	5.434,5	-0,2	-1,8	-23,3
Hong Kong	18.275,0	6,7	27,0	-19,3
Buenos Aires	1.545,8	-1,1	43,2	-26,1
São Paulo	49.672,1	-2,3	32,3	-24,6

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.

en circulación y por lo tanto tiende a presionar a la baja sobre las cotizaciones. De otra parte, el Tesoro americano anunció los diez bancos nacionales a los que se les permitía devolver los fondos públicos recibidos como ayuda meses atrás. Entidades como Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan y American Express, podrán romper el vínculo con la financiación estatal que limitaba sus operativas habituales, lo cual se acogió favorablemente en la bolsa al interpretarse como un signo de solidez de estas entidades y del conjunto del sistema.

Otro elemento positivo fue la mejora observada en las revisiones de estimaciones de beneficios empresariales realizadas por los analistas. Tras varios meses de continuas revisiones a la baja, en las últimas semanas parece haber empezado un pro-

ceso alcista. Por ahora es débil y localizado en los sectores más cíclicos de la bolsa, pero si se confirma la mejora del crecimiento económico global, es previsible que las revisiones al alza de estimaciones se generalicen e intensifiquen.

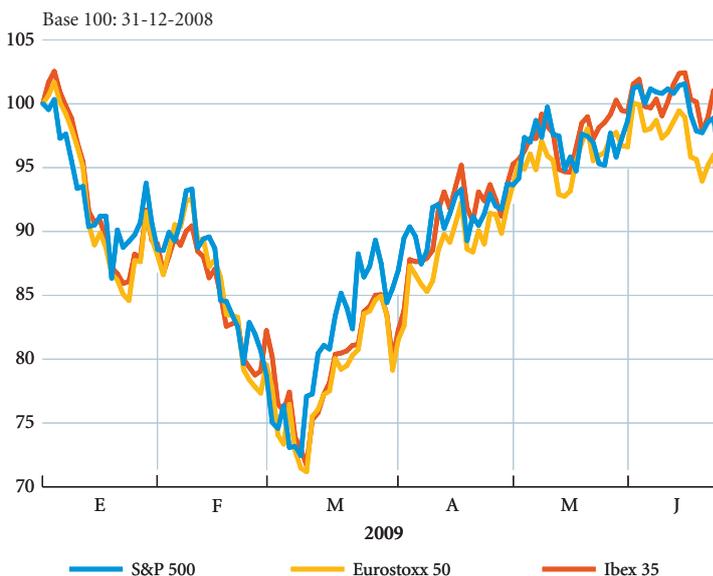
Las próximas semanas serán testigo de importantes acontecimientos que ayudarán a determinar si, como parece más probable, se reanuda la tendencia alcista de las bolsas, dando por superada la recesión, o si por el contrario se constata que estos tres últimos meses sólo han sido un oasis en medio del desierto de la crisis económica global y la debilidad vuelve a las cotizaciones. En primer lugar, se publicarán los resultados empresariales del segundo trimestre y las compañías revelarán sus perspectivas de negocio. Segundo, se comprobará si se consolida la me-

**Las noticias relativas a empresas mejoran, confirmando un escenario global de menores riesgos.**

**Comienzan a mejorar las estimaciones de resultados de las compañías.**

## LAS PRINCIPALES BOLSAS EVOLUCIONAN CON MODERACIÓN EN JUNIO

Principales índices bursátiles



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

**Las próximas semanas serán clave para determinar la tendencia de los mercados de renta variable.**

**Se estanca la reducción de las primas de riesgo, aunque continúa el flujo de inversores hacia el sector.**

**Las empresas reducen moderadamente la emisión de bonos, aunque en Europa los bancos emiten bonos al amparo del programa de compras del BCE.**

jora de los índices de confianza, así como la recuperación de los datos económicos reales. Tercero, se pondrá a prueba la reducción de la aversión al riesgo conforme mercados y agentes, que han sido foco de inestabilidad, intentan recuperar la normalidad en su funcionamiento, como por ejemplo es el caso de los bancos de Estados Unidos y de algunos países emergentes.

### Se frena también la reducción del riesgo de crédito corporativo

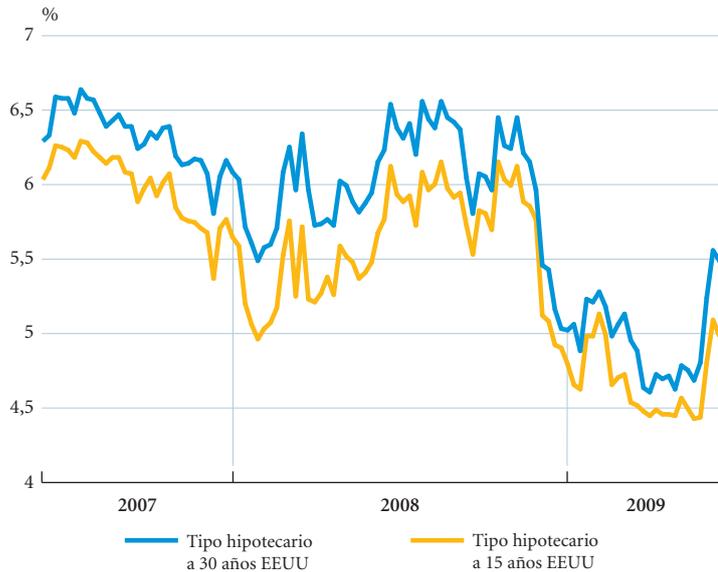
Los mercados de bonos corporativos continuaron la mejora en todos los segmentos hasta mediados del mes de junio. La evolución positiva se basó en el mismo conjunto de factores fundamentales que afectaron a los mercados financieros en general. El más importante fue la fuerte caída de las primas de riesgo debido al éxito de las medidas fiscales y monetarias adoptadas por las autoridades económicas a nivel internacional. Otro factor im-

portante, desde el lado de la demanda, fue el aumento de flujos de inversión de distinta tipología hacia los bonos corporativos. Los inversores se han sentido atraídos por las rentabilidades más elevadas ofrecidas por estos instrumentos, tanto los de mayor grado de solvencia como los más arriesgados. Cabría destacar el papel de los inversores institucionales, fondos de pensiones y empresas de seguros, que aprovecharon la oportunidad de unos *spreads* en máximos históricos para incorporar a sus carteras bonos corporativos. Como colofón final, los bancos centrales siguen abriendo su balance a instrumentos que en última instancia favorecen la valoración de los bonos corporativos.

Por el lado de la oferta, las empresas redujeron su actividad de emisión respecto a las muy elevadas cifras de principios de año, aunque en Europa algunos emisores, la mayor parte entidades financieras, aprovecharon para emitir bonos al amparo del anuncio del BCE de su programa para la adquisición de *covered bonds*.

## ENCARECIMIENTO DEL CRÉDITO HIPOTECARIO

Tipos hipotecarios en Estados Unidos



FUENTE: Bloomberg.

En Estados Unidos se está percibiendo una notable reactivación de los mercados secundarios, prácticamente cerrados desde el inicio de la crisis financiera, como resultado del incremento de flujos en los últimos meses hacia este tipo de activos. En este escenario, algunas compañías de alto riesgo (*high yield*) también aprovecharon la oportunidad para salir al mercado, con operaciones no tan importantes por su cuantía como por lo que simbólicamente suponen para la recuperación de la normalidad del mercado.

En realidad, esta paulatina normalización del mercado de crédito va por sectores y segmentos. Los más próximos a los programas de liquidez de la Reserva Federal y otros bancos centrales prácticamente ya se han normalizado; en el extremo opuesto se sitúa el mercado de «préstamos apalancados», que sólo en las últimas semanas ha empezado a dar síntomas de reanimación (las emisiones en mayo alcanzaron los 35.000 millones de dólares en Estados Unidos, mientras que

en los primeros meses del año el mercado había desaparecido).

Hacia mediados del mes de junio, una serie de factores diversos confluyeron para poner freno y moderación al clima de bonanza que se vivía en los mercados de crédito. Uno de los más influyentes fue el súbito aumento experimentado por los tipos de interés de la deuda pública, que provocó una presión al alza de tipos en todas las modalidades de renta fija, encareciendo el crédito, especialmente el de préstamos hipotecarios.

También tuvo impacto la publicación del Informe de Estabilidad Financiera del BCE, advirtiendo de los riesgos sobre el sistema financiero europeo. Como datos significativos destaca que, según sus estimaciones, existe un potencial de pérdidas hasta el año 2010 de 283.000 millones de euros, una parte importante de ellas procedentes del sector corporativo. Por su parte, en Estados Unidos se prepara una nueva legislación sobre el sistema finan-

**Las empresas de alto riesgo aprovechan la recuperación del mercado para emitir deuda.**

**La liquidez empieza a llegar a los préstamos sindicados y deuda apalancada.**

**Repunte de los tipos de interés en los préstamos hipotecarios.**

**Las agencias de calificación crediticia revisan a la baja un buen número de ratings de empresas.**

ciero, que en principio requiere unos niveles de solvencia y de supervisión más exigentes para las entidades.

Coincidiendo con estos hechos, las agencias de calificación crediticia han revisado los *ratings* de numerosas instituciones a la baja. Esto ha provocado una rápida respuesta de muchas empresas, acelerando la búsqueda de financiación en los mercados de capitales, y recurriendo a am-

pliaciones de capital para evitar una reducción de su cualificación crediticia.

Aunque los mercados han interrumpido la tendencia de mejora iniciada en el mes de marzo, cabe esperar que, una vez quede absorbido el impacto de estos factores mencionados, las primas de riesgo y los diferenciales sigan reduciéndose en la medida que el flujo de capital procedente de inversores privados o institucionales continúe.

## Los programas a medida de la Fed ante la crisis

El presidente de la Reserva Federal, Ben S. Bernanke, en la introducción a su libro sobre la Gran Depresión,<sup>(1)</sup> atribuye buena parte de su interés investigador por ese episodio histórico a la fascinación que en él ejercieron los desafortunados responsables de política económica de la época, que intentaron sin éxito gestionar acontecimientos totalmente novedosos y dramáticos. Bernanke, cuando se inició en esta área de investigación, no podía saber que años más tarde sería la máxima autoridad monetaria de Estados Unidos. Pero, ¿qué mejor preparación para un banquero central enfrentado a la mayor crisis económica y financiera de los últimos 70 años?

Efectivamente, los actuales gestores de política monetaria cuentan con la experiencia histórica y las enseñanzas de la investigación económica acumuladas durante décadas, lo que les ha proporcionado una hoja de ruta que, a pesar de algunas áreas borrosas, ha permitido diseñar una estrategia que parece haber evitado una nueva depresión mundial.

Con el inicio de la crisis, la Reserva Federal (Fed) no dudó en utilizar a fondo sus instrumentos convencionales. Los tipos de interés oficiales se redujeron con intensidad y prontitud, a la vez que se ampliaban y flexibilizaban los préstamos a las entidades financieras. Pero a medida que se desarrollaba la crisis, el banco central se dio cuenta de que debía poner en marcha medidas no convencionales de política monetaria.

El tipo oficial alcanzó su límite material del 0% sin observarse signos de mejora económica y con importantes riesgos deflacionistas, fruto del elevado endeudamiento de las familias, la frágil situación de los bancos y la parálisis de buena parte de los mercados de capitales. Ante ello, la Fed decidió poner en marcha un amplio abanico de medidas novedosas que han alterado espectacularmente el tamaño y la composición de su balance, y van dirigidas en última instancia a reanudar el flujo de crédito en el conjunto de la economía.

Bernanke ha denominado esta política como *credit easing*, manifestando su convicción de que era imprescindible crear programas específicos para cada uno de los segmentos del mercado de crédito que entraron en dificultades (mercado de papel comercial o de titulaciones, por ejemplo). La Fed se ha adaptado, por lo tanto, a las especiales características institucionales y funcionales del sistema financiero de Estados Unidos, que en las últimas décadas disminuyó su grado de «bancarización» en favor de un modelo desintermediado basado en los

(1) Bernanke, Ben (2000), «Essays on the Great Depression». Princeton University Press, págs. viii-ix.

mercados de capitales. En este modelo, los demandantes y los oferentes de fondos interactúan directamente o a través de la financiación estructurada.

En el diseño de su novedoso arsenal de medidas, la Fed tuvo en cuenta dos consideraciones adicionales. En primer lugar, que esta crisis es de alcance mundial y por lo tanto tenía que coordinar su política monetaria con el resto de bancos centrales. Y en segundo lugar, que convenía ser proactivo y actuar de manera contundente, valorando que en el caso de que se inyectase excesiva liquidez, ésta podría retirarse más tarde sin excesivas dificultades.

La mejor comparación de la política monetaria no convencional de la Fed es la técnica de cirugía cardíaca denominada *by-pass*. El objetivo de ésta es remediar una obstrucción de las arterias que irrigan el corazón. La técnica consiste en una circunvalación de las arterias parcialmente bloqueadas y de esta forma restaurar el flujo sanguíneo en el sistema circulatorio (o, como en este caso, el crédito en el sistema financiero).

Los diferentes programas puestos en marcha por la Fed pueden englobarse en cuatro grandes grupos en función del objetivo inmediato para el que se han diseñado. En el gráfico adjunto se han relacionado con los mercados de crédito a los que van dirigidos.

El primer grupo de medidas tiene como fin la provisión de liquidez a las instituciones financieras. Aquí se englobarían las líneas *swap* con bancos centrales de otros países, a los que les proporcionaba dólares ante la fuerte demanda de esta divisa por parte de entidades financieras fuera de Estados Unidos, consiguiendo de esta forma evitar tensiones añadidas en el mercado de divisas. También se incluyen aquí las facilidades de liquidez que la Fed fue poniendo a disposición de entidades de depósito y de otros intermediarios como los bancos de inversión, con condiciones de accesibilidad muy laxas. Hasta aquí el canal bancario convencional.

El segundo conjunto de medidas tiene como objetivo la concesión de préstamos directos a prestatarios e inversores finales. Éste es el caso de la intervención en el mercado de papel comercial, importante para la financiación de numerosas empresas financieras y no financieras. La concesión directa de liquidez a los fondos de inversión que invierten en este tipo de renta fija impidió que las ventas masivas de pagarés encarecieran la financiación a corto plazo de las empresas. También es el caso del crucial mercado de titulizaciones (*asset-backed securities*), que durante unos meses estuvo prácticamente paralizado por la falta de demandantes, y que gracias a un programa específico de compra coordinado entre la Fed y el Tesoro ha ido recuperando la actividad.

El tercer paquete de medidas consiste en la compra de activos de calidad, como la deuda pública o los bonos emitidos o garantizados por las agencias hipotecarias gubernamentales (Fannie Mae y Freddie Mac). De esta forma se persigue la reducción de las curvas de tipos de interés de la deuda pública y se auxilia al mercado de bonos hipotecarios, y en última instancia se permite sostener el mercado inmobiliario a través de la reducción de los tipos de interés de referencia utilizados para las hipotecas.

Finalmente, la Fed diseñó un programa de apoyo a instituciones específicas. Cabe destacar el apoyo otorgado a la primera aseguradora del país, AIG, por un importe de 85.000 millones de dólares y la ayuda concedida a JPMorgan para que pudiera adquirir el banco de inversión quebrado Bear Stearns. También facilitó una ayuda a Bank of America para la adquisición de Merrill Lynch. Estos programas, con obvio impacto en la liquidez del sistema, van más allá y se adentran en el terreno de la solvencia y de la estructura del sistema financiero en su conjunto.



## Actividad económica

### La recesión pierde virulencia

Después de tres trimestres en recesión aguda los limitados indicadores económicos disponibles del segundo trimestre de 2009 apuntan a una continuación de la caída de la actividad económica. Sin embargo, estimamos que se ha moderado en cierta medida el deterioro coyuntural, en parte debido al efecto de los planes de estímulo económico emprendidos por el Gobierno y a cierta mejora en el panorama internacional. Con todo, el índice de sentimiento económico de mayo anotó un ligero empeoramiento por una desfavorable evolución en la confianza en los servicios.

El retroceso del consumo se ha aminorado en consonancia con un repunte del índice de confianza de los consumidores en

marzo y abril, aunque continúa en niveles muy bajos. Así, el descenso interanual de la producción de bienes de consumo en abril fue del 11,9%, pero casi un punto menos que en el primer trimestre. Las ventas minoristas también frenaron su contracción al principio del segundo trimestre. No obstante, todos los componentes registraban bajadas interanuales en términos reales.

El mayor desplome correspondía a los bienes de equipo del hogar. En el periodo enero-mayo las ventas de electrodomésticos de línea blanca disminuyeron el 25,8% con relación al mismo periodo del año anterior en unidades, según datos de la asociación de fabricantes Anfel, debido en buena parte a la crisis del sector de la construcción.

**Se aminora el retroceso del consumo al principio del segundo trimestre.**

### LIGERA MODERACIÓN DE LA CAÍDA DE LAS VENTAS MINORISTAS

Variación interanual del índice general de comercio al por menor a precios constantes (\*)



NOTA: (\*) Índice (sin estaciones de servicio) deflactado y corregido del efecto calendario.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**El nuevo plan 2000E de ayudas directas a la compra de automóviles frena el fuerte descenso de las ventas.**

En cuanto a las matriculaciones de automóviles, el nuevo plan 2000E de ayudas directas a las compras que entró en vigor en la segunda mitad de mayo empezó a hacer efecto y se frenó el descenso de las ventas de los coches menos contaminantes. De esta forma, las matriculaciones de turismos se redujeron el 38,7% en el conjunto del mes respecto a mayo de 2008, 4 puntos menos que la caída acumulada en los cinco primeros meses del año. Con el despegue del nuevo plan han mejorado las expectativas de ventas de turismos en los próximos meses. Por otro lado, también subió el índice de expectativas del comercio minorista en mayo.

ciones de las grandes empresas también registraron una leve reducción del desplome, que se cifró en el 18,0% interanual en abril.

Por lo referente a la inversión, persiste la tendencia descendente, pero también hay algunos signos esperanzadores. Así, la producción de bienes de equipo cayó el 22,7% en abril en relación con doce meses antes, pero 7,7 puntos menos que en el primer trimestre. Por otro lado, la matriculación de vehículos industriales, duramente afectada por la crisis del transporte, bajó el 53,4% en mayo respecto a un año antes.

**La construcción de viviendas sigue ajustándose a la crisis inmobiliaria.**

Por otra parte, las ventas interiores en las grandes empresas moderaron ligeramente su caída en abril en términos interanuales. Esto fue debido a los bienes, porque las ventas de servicios flexionaron a la baja, con una reducción anual del 15,7%. En el frente exterior, las exporta-

El otro gran componente de la inversión, la construcción, sigue ajustándose a la crisis inmobiliaria. El Ministerio de Vivienda publicó a mediados de junio un informe que cifraba en 613.512 las viviendas libres nuevas terminadas sin vender al final de 2008. Y las compraventas conti-

**INDICADORES DE DEMANDA**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
<b>Consumo</b>								
Producción de bienes de consumo (*)	1,7	-4,7	-4,4	-4,5	-10,3	-12,8	-11,9	...
Importación de bienes de consumo (**)	5,1	-7,7	-6,9	-4,1	-17,2	-9,4	...	...
Matriculaciones de automóviles	-1,2	-28,1	-19,6	-32,5	-46,6	-43,1	-45,6	-38,7
Crédito al consumo de bienes duraderos	10,0	3,6	7,1	3,4	-4,2	-12,0	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-13,3	-33,6	-31,3	-38,3	-44,7	-45,0	-39,0	...
<b>Inversión</b>								
Producción de bienes de equipo (*)	4,6	-8,8	-6,1	-8,0	-20,8	-30,4	-22,7	...
Importación de bienes de equipo (**)	9,8	-19,6	-16,4	-15,9	-28,8	-31,3	...	...
Matriculación de vehículos industriales	0,3	-43,6	-34,1	-50,1	-61,3	-52,4	-58,5	-53,4
<b>Comercio exterior (**)</b>								
Importaciones no energéticas	7,3	-4,9	0,2	-4,1	-19,0	-26,0	...	...
Exportaciones	4,2	1,9	6,6	7,8	-8,4	-17,9	...	...

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

(\*\*) En volumen.

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

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

## EL DESPLOME DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SE FRENA LEVEMENTE

Variación interanual del índice de producción industrial



NOTA: Serie corregida de diferencias de calendario.  
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

núan deprimidas. En este contexto, un indicador avanzado como los visados de obra nueva de vivienda registró en el primer trimestre una reducción interanual del 64,1%. No obstante, el consumo de cemento en mayo moderó la caída con la ayuda del plan de obras públicas municipales impulsado por el Gobierno. Con todo, la licitación oficial flojeó en el primer trimestre de 2009. No obstante, el indicador de confianza en la construcción alcanzó la mejor cota de los últimos seis meses en mayo.

Desde el lado de la oferta, se constata la dureza de la crisis industrial, afectada por una fortísima contracción de la demanda, tanto interior como exterior. A ello se añaden factores estructurales de pérdida de competitividad acumulada en los últimos años. De este modo, la producción industrial siguió registrando fuertes descensos, si bien se aminoró el ritmo del desplome en abril. Las mayores caídas fueron anotadas por los bienes de consumo duradero y por los intermedios. El retroceso del 30,6% de las entradas de pedidos en la in-

dustria en el primer cuatrimestre en relación con el mismo periodo de 2008 presagia la persistencia de la debilidad industrial en los próximos meses. Con todo, en abril y mayo la confianza en el sector secundario repuntó ligeramente respecto al mínimo de marzo.

En cuanto al sector servicios, la cifra de negocios corregida de efecto calendario, bajó el 17,3% en abril con relación al mismo mes del año anterior. Sin embargo, este descenso fue ligeramente inferior al registrado en el primer cuatrimestre. Todos los subsectores anotaron caídas interanuales. Los menores descensos correspondieron a las tecnologías de la información y los mayores, al comercio.

En este entorno, el Gobierno revisó a la baja sus previsiones macroeconómicas para 2009-2012 proyectando una caída del producto interior bruto (PIB) del 3,6% en 2009 y del 0,3% en 2010. Sin embargo, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) anunció la revisión a la baja de sus previ-

**La contracción de la demanda y la pérdida de competitividad acumulada lastran el sector industrial.**

**El sector terciario también retrocede.**

**El Gobierno revisa sus previsiones de crecimiento a la baja pero la OCDE es más pesimista, proyectando una caída del PIB del 4,2% en 2009.**

siones de crecimiento para la economía española, situándolas en descensos del 4,2% en 2009 y del 0,9% en 2010.

Por otra parte, a mediados de junio se aprobó un plan de ayuda para la renovación del parque de autobuses. Además, el Gobierno dio un impulso a la reforma estructural del sector servicios aprovechando

la transposición de la correspondiente directiva comunitaria. El proyecto de ley aprobado por el Gobierno pretende dar un impulso a la competencia en el sector, eliminando rigideces burocráticas y liberalizando diversas actividades, y se estima un impacto positivo en el PIB del 1,2% y en la ocupación entre 150.000 y 200.000 empleos.

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	5,2	1,0	3,9	0,7	-5,1	-8,9	-11,0	-8,2
Índice de producción industrial (2)	2,0	-7,3	-5,4	-6,3	-16,6	-22,7	-19,7	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-0,3	-18,0	-13,7	-18,7	-32,7	-36,7	-36,0	-35,0
Utilización capacidad productiva (4)	81,3	79,5	80,3	79,3	76,9	68,8	-	69,5
Importación bienes interm. no energ. (5)	8,0	-0,7	6,9	-2,1	-18,2	-32,9	...	...
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	0,2	-23,5	-19,6	-25,2	-37,2	-44,7	-45,2	-39,1
Indicador de confianza en la construcción (3)	9,3	-22,6	-17,3	-23,7	-34,7	-36,7	-40,0	-31,0
Viviendas (visados obra nueva)	-24,7	-59,4	-56,0	-62,4	-60,2	-64,1	...	...
Licitación oficial	-15,0	3,0	-29,9	6,4	12,4	-5,7	...	...
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista (6)	2,3	-6,3	-6,3	-7,1	-7,7	-6,3	-5,2	...
Turistas extranjeros	1,1	-2,4	1,3	-5,1	-9,0	-16,3	-1,7	...
Ingresos turismo	3,3	-0,4	1,3	0,2	-8,0	-17,2	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,7	-7,7	-3,5	-1,7	-23,0	-34,1	-43,1	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,0	-3,1	-0,6	-4,9	-12,7	-18,2	-5,0	-11,9
Consumo de gasóleo automoción	4,9	-3,8	-2,8	-3,7	-9,6	...	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

## Mercado de trabajo

### Se ralentiza el deterioro del mercado de trabajo

La destrucción del empleo se desaceleró en mayo ya que los afiliados a la Seguridad Social en alta laboral disminuyeron en 72.930 en términos desestacionalizados (un aumento de 69.307 en datos brutos), un descenso inferior al anotado en meses anteriores. Asimismo, el crecimiento del paro registrado corregido por variaciones estacionales se desaceleró en mayo, con un incremento de 82.340 (una bajada de 24.741 en datos brutos).

Así, por segundo mes consecutivo las cifras mostraron una ralentización tanto en el proceso de destrucción de empleo como en la escalada de paro y ello sugiere en parte el inicio de una fase de menor deterioro en el mercado laboral. En esta evo-

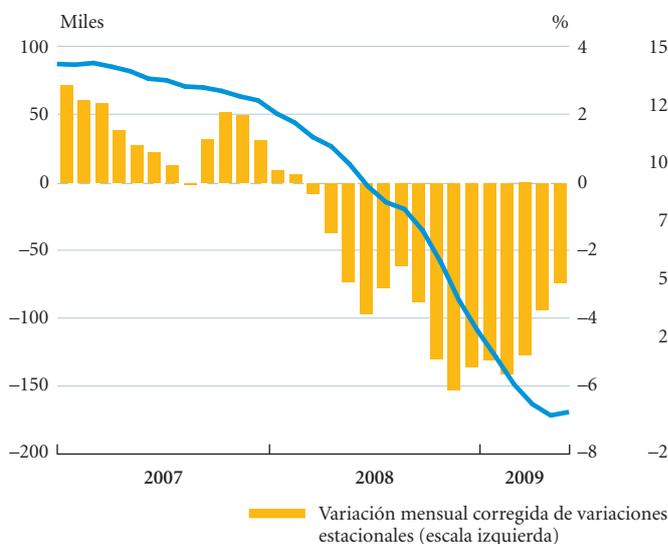
lución ha incidido el plan de obras públicas impulsado por el Gobierno. El hecho de que el sector de la construcción haya sido el que más ha notado la bajada de paro apunta a que las medidas del Plan E han surgido efecto. No obstante, es posible que el paro suba de nuevo cuando cesen estas ayudas.

Los datos de afiliados a la Seguridad Social muestran que en los últimos doce meses hasta mayo la caída del empleo fue sustancialmente mayor entre los extranjeros, cuyo retroceso interanual fue del 10,6% frente al 6,2% de los españoles. De ellos, los procedentes de la Unión Europea bajaron el 7,9% mientras los extracomunitarios cayeron un 11,7%. Con respecto al tipo de contratación, el aumento de afiliados en términos brutos se centró exclusivamente en los contratos temporales ya que los indefinidos continuaron ca-

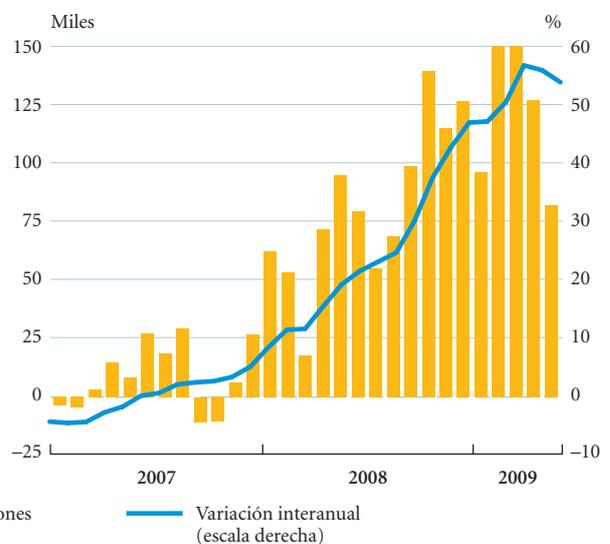
**El número de afiliados cae un 6,7% interanual.**

### EL DECLIVE DEL MERCADO DE TRABAJO SE MODERA

Afiliados a la Seguridad Social



Parados registrados



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

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
<b>Afiliados a la Seguridad Social (1)</b>								
Sector de actividad								
<i>Industria</i>	2,4	-2,1	-1,1	-2,6	-5,6	-9,3	-10,1	-10,2
<i>Construcción</i>	3,6	-10,3	-7,0	-12,4	-19,6	-25,3	-22,6	-21,4
<i>Servicios</i>	3,4	1,5	2,2	1,4	-0,4	-2,3	-3,8	-4,0
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	3,1	-0,7	0,3	-1,1	-3,7	-6,3	-7,3	-7,1
<i>No asalariados</i>	2,8	0,4	1,3	-0,1	-1,9	-3,9	-4,9	-5,0
<b>Total</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,7</b>
<b>Población ocupada (2)</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,4</b>	-	-
<b>Puestos de trabajo (3)</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-6,0</b>	-	-
<b>Contratos registrados (4)</b>								
Indefinidos	2,0	-14,3	-5,6	-13,8	-26,0	-35,4	-41,1	-33,7
Temporales	0,3	-10,4	-7,4	-9,4	-17,9	-23,9	-27,6	-18,0
<b>Total</b>	<b>0,5</b>	<b>-10,9</b>	<b>-7,2</b>	<b>-9,9</b>	<b>-18,9</b>	<b>-25,4</b>	<b>-29,3</b>	<b>-19,8</b>

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el INEM.

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

### La caída de la ocupación es más acentuada en las PYMES que en las empresas grandes.

yendo. El tejido productivo español basado en gran parte en la construcción, el turismo y la agricultura contribuye a que los contratos temporales tomen un rol tan importante tanto en la creación como en la destrucción de empleo.

Por otra parte, según la Encuesta de Coyuntura Laboral del primer trimestre de 2009, la destrucción de empleo fue más intensa en la pequeña y mediana empresa (centros con menos de 250 trabajadores), con una caída interanual del número de efectivos laborales del 10,4%. El descenso en la gran empresa se situó en el 4,5%.

### Los costes laborales continúan creciendo, aunque a un ritmo menor

En el primer trimestre de 2009, los costes laborales aumentaron un 3,9% inter-

anual, por debajo del 5,8% anotado en el trimestre pasado. El descenso de la inflación se está trasladando a los costes laborales. Así, la desaceleración se debe principalmente al componente salarial, que se incrementó un 2,8% interanual, ya que muchas revisiones salariales están indexadas a la inflación. El coste no salarial, al incluir las indemnizaciones por despido, amortiguó la caída del coste laboral. Si se frena el deterioro del mercado de trabajo en el segundo trimestre de 2009, los costes no salariales deberían experimentar una ralentización.

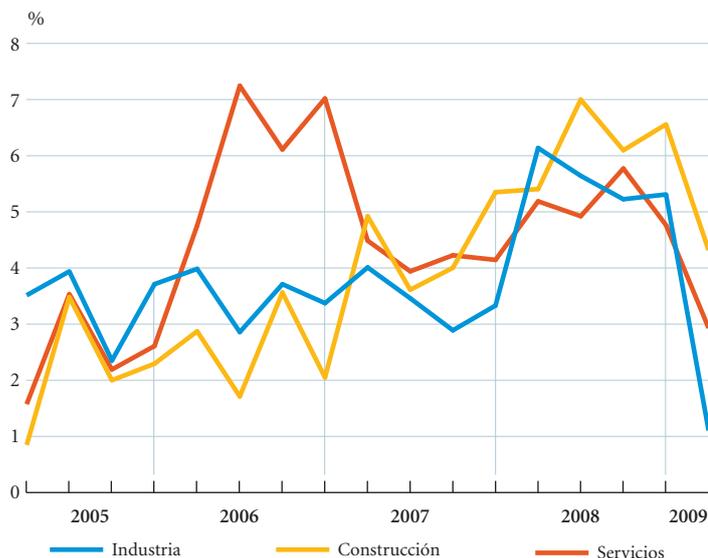
Por sectores económicos, la construcción presenta el mayor incremento del coste laboral total, especialmente por el crecimiento de los salarios, los costes de despidos e indemnizaciones por fin de contrato. Por el contrario, la industria experimenta el menor crecimiento del cos-

te salarial total debido a la disminución de los pagos extraordinarios y atrasados, y al aumento de los expedientes de regulación de empleo.

**El descenso de la inflación se está trasladando a los costes salariales.**

## LA INDUSTRIA LIDERA LA DESACELERACIÓN DE LOS COSTES SALARIALES

Variación interanual del coste salarial ordinario por trabajador



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008			2009
			II	III	IV	I
<b>Incremento pactado en convenios (*)</b>	3,1	3,6	3,5	3,5	3,6	2,7
<b>Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)</b>	3,7	5,3	5,4	5,3	5,2	4,0
<b>Encuesta trimestral de coste laboral</b>						
Costes salariales						
Total	4,0	5,4	5,4	5,8	5,1	2,8
<i>Industria</i>	3,4	5,6	5,6	5,2	5,3	1,1
<i>Construcción</i>	4,5	6,3	7,0	6,1	6,6	4,3
<i>Servicios</i>	4,2	5,1	4,9	5,8	4,8	2,9
Ganancia media por hora trabajada	4,6	5,1	2,3	6,3	3,0	2,5
Otros costes laborales	4,1	4,5	4,4	3,9	6,0	6,8
Jornada laboral (***)	-0,5	0,2	3,0	-0,6	2,1	0,4
<b>Jornales agrarios</b>	3,1	5,1	5,2	6,1	4,5	3,2
<b>Coste laboral en la construcción</b>	2,4	5,7	6,4	7,6	7,9	7,5

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

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

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

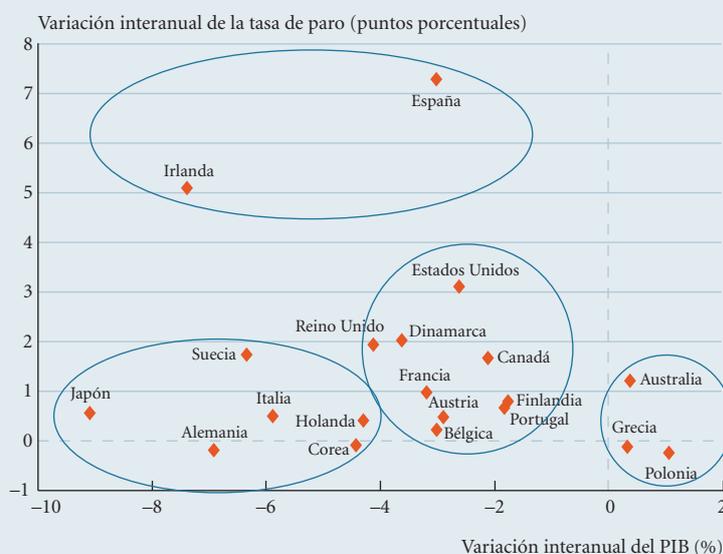
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

## La recesión y el mercado de trabajo: perspectiva comparada entre países

La crisis financiera mundial originada en las «hipotecas basura» de Estados Unidos en el verano de 2007 se ha propagado a la economía real y ello ha generado una recesión en el mercado de trabajo. No obstante, la destrucción de empleo ha sido muy dispar entre las diferentes economías. Veamos cómo y porqué.

El gráfico siguiente agrupa la mayor parte de principales países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) según la intensidad de la desaceleración económica y la escalada de la tasa de paro en el último año. Cabe señalar que es posible que los países se encuentren en diferentes fases de su ciclo económico y que por tanto la comparación esté algo distorsionada, de manera que el gráfico debe interpretarse con cierta cautela.

### NOTABLE CONTRASTE ENTRE PAÍSES EN LA CAPACIDAD DE PROTEGERSE CONTRA EL PARO



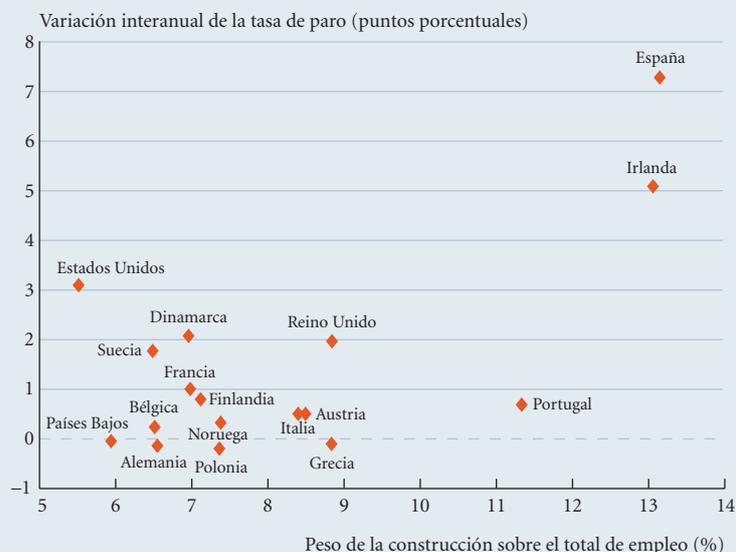
NOTAS: Datos del primer trimestre de 2009. En Dinamarca, Portugal y Finlandia, la variación interanual del PIB corresponde al cuarto trimestre de 2008. En Italia y Grecia, la variación interanual de la tasa de paro corresponde al cuarto trimestre de 2008.  
FUENTES: OCDE y elaboración propia.

*Grosso modo*, podrían distinguirse cuatro grupos. El primero lo forman Grecia, Polonia y Australia que, por el momento, no han experimentado caídas del producto interior bruto (PIB). El segundo grupo se caracteriza por una desaceleración de la actividad importante y una subida del paro relativamente suave, y está integrado por Austria, Francia, Finlandia, Portugal, Canadá, Estados Unidos, el Reino Unido y Bélgica. El tercero está compuesto por las economías que han sufrido las caídas más fuertes del PIB pero cuyo paro ha aumentado poco (Holanda, Italia, Alemania, Suecia, Corea y Japón). Por último, tanto España como Irlanda son los casos más extremos ya que se caracterizan por un descenso significativo del PIB acompañado por un notable deterioro del mercado de trabajo. Aunque cabe la posibilidad de que en algunos de estos países la transmisión de la recesión económica al mercado de trabajo ocurra más tarde, las perspectivas para 2009 mantienen el mismo patrón.

La respuesta heterogénea del mercado de trabajo a la crisis es por tanto evidente. Algunos de los factores que la explican son las diferencias en el peso del sector de la construcción y la importancia de la burbuja inmobiliaria, la naturaleza de la regulación administrativa del empleo y la capacidad de adaptación del mercado laboral a los altibajos de la economía real.

Observemos en primer lugar la variabilidad en la contribución del sector de la construcción sobre el total del empleo. Se espera un peor comportamiento en el mercado de trabajo en aquellos países que combinan un mayor volumen relativo de trabajadores en la construcción con una burbuja inmobiliaria. El siguiente gráfico muestra efectivamente una asociación positiva entre la importancia relativa del empleo en la construcción y el incremento de la tasa de paro, circunstancia especialmente destacable en España e Irlanda. Ambos países, según datos del Banco Internacional de Pagos, también experimentaron subidas muy pronunciadas en los precios de los inmuebles desde el año 2000 hasta el inicio de su recesión económica (del 86% y 63%, respectivamente).

### EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN PESA EN ESPAÑA E IRLANDA



NOTAS: Datos del paro del primer trimestre de 2009. En Italia, Noruega y Grecia, la variación interanual de la tasa de paro corresponde al cuarto trimestre de 2008. El peso de la construcción se calcula para el último trimestre de 2007.  
 FUENTES: Eurostat, Bureau of Labor Statistics (BLS) y elaboración propia.

El peso de la construcción sobre el empleo total es menor en Estados Unidos, Dinamarca, el Reino Unido y Suecia porque sus economías están más diversificadas. No obstante, la subida del paro no es despreciable y probablemente la burbuja inmobiliaria en estas economías haya tenido un papel importante (en todas ellas los precios crecieron por encima del 60%). En el resto de países, a excepción de Francia y Bélgica, los aumentos de precios de los inmuebles fueron más moderados. En estas dos economías, no obstante, el rol del empleo de la construcción sobre el volumen total de la fuerza laboral es menor, lo que explicaría el leve impacto en el paro.

Un segundo elemento que genera variabilidad en el comportamiento del paro son las diferencias en la regulación administrativa de las relaciones laborales. Cabe destacar especialmente el hecho de que algunos gobiernos facilitan que empresas con dificultades reduzcan la jornada y el salario de sus trabajadores, compensando la pérdida salarial de éstos con pagos del sector público. De esta forma se evitan los despidos en los sectores afectados por la crisis.

El caso más destacado es el sistema alemán de reducción de jornada con apoyo del Estado (*Kurzarbeit*). En el mes de marzo, 1.246.618 empleados se encontraban en esta situación frente a las 3.398.000 personas en paro. Si no existiera este mecanismo, el total de desempleados probablemente sería muy superior en Alemania. Otros

países como Bélgica, Francia, Austria, Italia y Holanda también cuentan con programas similares al alemán. Por tanto, los países con planes generosos de este tipo consiguen atenuar, al menos en términos de contabilidad y por el momento, el estado de crisis del mundo laboral. En el caso español, este plan sería equiparable a los denominados expedientes de regulación de empleo con suspensión o reducción de jornada. Este programa tiene menor envergadura ya que en el mes de marzo afectaba a 49.220 trabajadores, cifra relativamente insignificante en comparación con los cuatro millones de parados.

Sobre estos instrumentos de desempleo parcial, el Banco Central Europeo reconoce que pueden ser eficientes para proteger el capital humano de las empresas en fases recesivas de corta duración. Sin embargo, los desaconseja en el largo plazo puesto que pueden reducir los incentivos de empresas y trabajadores a reconvertirse e invertir.

Por otra parte, la regulación administrativa puede afectar a la agilidad del mercado laboral a la hora de adaptarse a los cambios de la economía. El sistema de formación profesional, las instituciones laborales y la determinación de los salarios influyen sobre esta capacidad de ajuste.

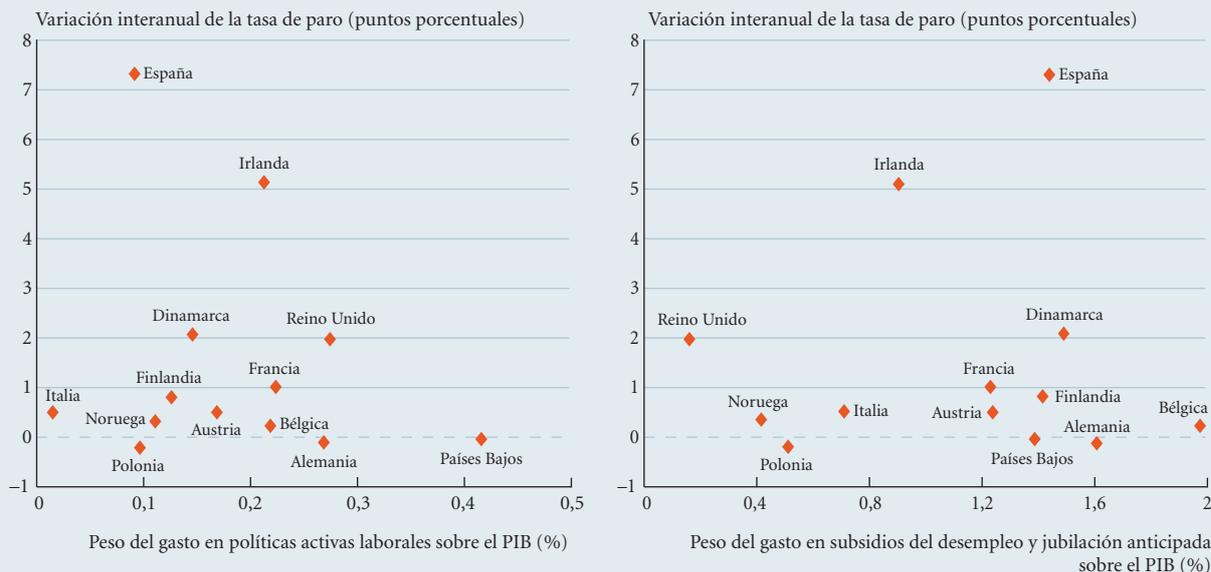
En cuanto al nivel de formación, los estudios muestran que las transiciones al desempleo dentro de un país son superiores entre la población con un nivel bajo de educación (véase por ejemplo el Observatorio Laboral de la Crisis del pasado mes de abril publicado por FEDEA para el caso español). En este contexto, parece razonable que esta asociación persista a un nivel más agregado. Así, economías fundadas en empleos de baja cualificación o con un abandono escolar elevado probablemente tengan mayor riesgo de experimentar un incremento acentuado del número de parados. En España, este factor podría haber contribuido a la escalada del paro. Por ejemplo, en 2008, España lideraba el ranking en ocupaciones elementales (o baja cualificación) de la EU-15 (14,4%), cinco puntos por encima de Alemania y Francia. También encabezó las listas de abandono escolar, tan sólo por debajo de Portugal.

Por otro lado, la formación recibida a lo largo de la vida facilita que los trabajadores, en especial los de más edad, estén mejor preparados para afrontar cambios y muestren una mayor movilidad. En este campo, las diferencias entre países también son destacables. Por ejemplo, mientras en Suecia un 62% de los trabajadores de 55 a 64 años recibieron formación en 2007, la ratio en España se situó en el 14%.

Por lo que respecta al papel de las instituciones laborales, su efecto sobre la dinámica coyuntural del desempleo no está claro. Aunque por lo general se sostiene que las denominadas políticas activas de mercado (formación, incentivos para crear negocios, etc.) son más efectivas en prevenir el desempleo que los subsidios al paro y la jubilación anticipada, la evidencia empírica es compleja. A título de ejemplo, tal y como muestra el gráfico adjunto, el incremento del paro es generalmente menor en los países que gastan más en políticas activas laborales. Por otro lado, existe una correlación positiva, aunque débil, entre el gasto en subsidios y el aumento del desempleo.

Por último, es lógico pensar que los países con una mayor rigidez en la determinación salarial experimenten subidas de paro más pronunciadas en épocas de crisis. Esto es así porque si las empresas no pueden ajustarse a la debilidad de la demanda vía moderación salarial lo harán mediante despidos. Ello sugiere que en el último año deberíamos observar incrementos salariales superiores en las economías donde el paro ha crecido relativamente más. Sin embargo, los datos disponibles hasta el momento tampoco permiten acreditar de forma clara la esperada correlación positiva entre aumentos salariales y subidas del paro.

## DUDOSA CORRELACIÓN ENTRE LAS POLÍTICAS ACTIVAS Y PASIVAS DEL MERCADO LABORAL Y LA EVOLUCIÓN DEL PARO



NOTAS: Datos del paro del primer trimestre de 2009. En Italia y Noruega la variación interanual de la tasa de paro corresponde al cuarto trimestre de 2008. Gasto en políticas activas del mercado en 2007.

FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

En definitiva, la velocidad en el aumento del paro varía considerablemente entre países y no se corresponde necesariamente con la intensidad de la desaceleración de su actividad económica. La estructura sectorial, las regulaciones administrativas y las políticas laborales activas y pasivas, entre otros factores, influyen en la evolución del mercado de trabajo en mayor o menor medida.

*Este recuadro ha sido elaborado por Maria Gutiérrez-Domènech  
Departamento de Economía Europea, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

## Precios

### Descenso histórico de los precios de consumo.

#### Tercer mes consecutivo de caída interanual del IPC

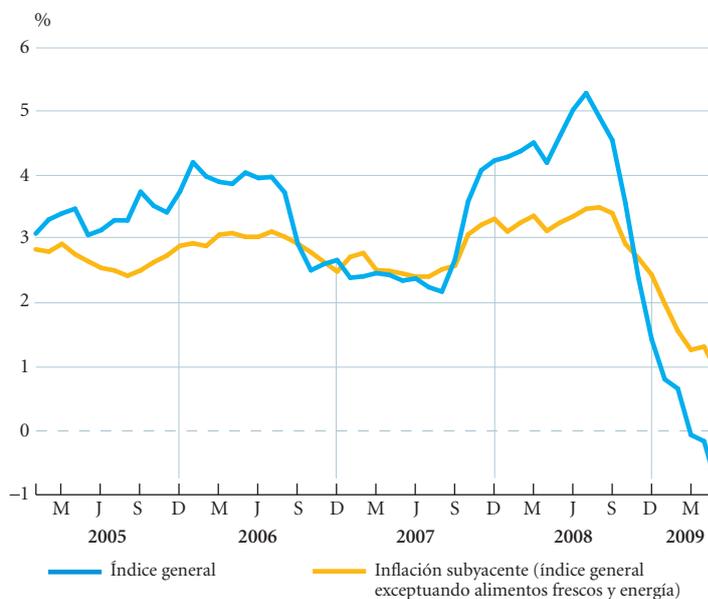
En el mes de mayo los precios de consumo prosiguieron el giro a la baja comenzado en agosto de 2008 al revertirse la escalada de los precios de las materias primas y sobre todo del petróleo. De esta forma, hacia el final de la primavera la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) resultó negativa por tercer mes consecutivo y registró un descenso del 0,9% en relación con mayo de 2008, el mayor de las últimas décadas. Esta caída interanual fue superior a lo esperado y refleja presiones desinflacionistas a consecuencia de la fuerte contracción del consumo. En efecto, muchas empresas para competir en este entorno

se han visto obligadas a hacer descuentos en sus precios o bien a moderarlos notablemente.

El nivel general de los precios disminuyó livianamente en mayo y la tasa de variación interanual del IPC bajó 7 décimas en relación con el mes anterior. Esta reducción fue debida en su mayor parte, 4 décimas, a los carburantes y combustibles, ya que en mayo sus precios subieron menos que en el mismo mes de 2008 y su tasa de variación interanual fue negativa del 22,8%, la menor cota de las últimas décadas. Los alimentos no elaborados también contribuyeron al descenso de los precios, si bien en mucha menor medida, gracias a la moderación del precio del pollo y de la fruta fresca.

### LA INFLACIÓN SUBYACENTE, POR DEBAJO DEL 1%

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Pero el núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye a los productos energéticos y a los alimentos no elaborados, aportó 3 décimas a la caída de la inflación interanual en mayo. La inflación subyacente bajó hasta el

0,9%, 4 décimas menos que en abril, y marcó la menor cota de las últimas décadas, lo que es exponente de las presiones desinflationistas a que está sometida la economía en la mayor recesión de los últimos tiempos.

**La inflación subyacente también marca la menor cota de las últimas décadas, reflejando las presiones desinflationistas provenientes de la contracción del consumo.**

## 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	0,0	-0,1	-0,9
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.

## LOS CARBURANTES Y COMBUSTIBLES EMPUJAN LA INFLACIÓN A LA BAJA EN MAYO

Variación interanual del precio de los carburantes y combustibles



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## Los precios de los alimentos disminuyen en los últimos doce meses.

## El diferencial de inflación con la eurozona alcanza un nuevo récord negativo del 0,9%.

Dentro de la inflación subyacente, los precios de los alimentos elaborados se colocaron en el mismo nivel que doce meses antes y aportaron una décima a la reducción de la inflación interanual. Es destacable la caída interanual del precio de la leche, del 8,8%, 2,3 puntos más que en el mes precedente. Por su parte, los precios de los bienes industriales sin productos energéticos intensificaron su descenso hasta el 0,8% debido a una fuerte competencia en los mercados internacionales. Los servicios también acusaron la con-

tracción de la demanda y a pesar de estar más resguardados de la competencia exterior su tasa de variación interanual disminuyó medio punto hasta el 2,6%, el nivel más bajo de las últimas décadas.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea también registró una bajada interanual del 0,9%. De esta forma, el diferencial negativo con la eurozona se elevó hasta 0,9 puntos porcentuales, un nuevo récord. Esto es atribuible en parte a una mayor ponderación

### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Mayo

	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	108,5	0,2	-0,5	1,2	-2,0	6,7	-0,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	115,6	0,1	0,0	3,5	3,5	4,1	3,9
Vestido y calzado	106,2	1,3	1,6	-0,4	-2,4	0,8	-1,5
Vivienda	111,0	0,7	-0,1	4,4	-0,6	6,6	0,8
Menaje	107,2	0,5	0,3	1,6	0,6	2,5	1,6
Medicina	97,3	-0,6	-2,1	-0,4	-1,5	0,4	-0,9
Transporte	100,9	2,5	0,8	5,3	1,4	8,4	-9,1
Comunicaciones	99,5	0,0	-0,2	0,3	-0,1	0,1	-0,7
Ocio y cultura	98,6	0,1	-1,5	-0,9	-1,2	-0,6	0,0
Enseñanza	111,7	0,0	0,0	0,3	0,2	3,9	3,9
Hoteles, cafés y restaurantes	111,7	0,2	-0,1	3,1	1,1	4,8	2,1
Otros	109,4	0,1	0,0	2,6	1,7	3,2	2,7
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	110,3	0,2	-0,4	2,3	-0,7	7,5	0,0
Alimentos sin elaboración	107,3	0,1	-0,5	-0,4	-2,6	4,1	-0,6
Conjunto no alimentario	105,9	0,8	0,1	2,4	0,2	4,0	-1,1
Bienes industriales	101,8	1,4	0,4	2,5	-0,7	4,2	-4,6
<i>Productos energéticos</i>	<i>100,4</i>	<i>4,3</i>	<i>0,9</i>	<i>10,1</i>	<i>0,6</i>	<i>16,5</i>	<i>-15,3</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>94,5</i>	<i>5,7</i>	<i>1,2</i>	<i>12,4</i>	<i>-0,4</i>	<i>21,0</i>	<i>-22,8</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>102,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,2</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,8</i>
Servicios	110,2	0,2	-0,3	2,3	1,1	3,8	2,6
Inflación subyacente (**)	107,3	0,3	-0,1	1,5	0,0	3,3	0,9
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>106,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,9</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

de los productos energéticos y de los alimentos en el índice español, pero el diferencial en términos de inflación subyacente también fue negativo.

Del análisis efectuado se desprende que el hecho de que la tasa de inflación sea negativa se debe mayormente a la evolución de los precios de las materias primas en el último periodo. Dado que éstos alcanzaron un máximo en julio de 2008, las previsiones apuntan a nuevas caídas de la inflación en los próximos meses. Sin embargo, a partir de mediados del verano es probable que se produzca un repunte de la inflación y que ésta finalice el ejercicio en terreno positivo.

### Los precios industriales anotan la mayor caída de las últimas décadas

En abril, continuó la tendencia a la desinflación de los precios mayoristas. La

tasa de variación interanual de los precios industriales fue negativa del 3,4%, marcando la menor cota de las últimas décadas. Esta caída reflejó el desplome de los precios de las materias primas en el último año, a pesar del repunte experimentado en los últimos meses, y también la debilidad de la demanda. Todos los principales componentes de los precios industriales tuvieron una evolución a la baja, destacando las disminuciones interanuales de la energía y los bienes intermedios.

El descenso anual de los precios de importación se situó en el 7,4%. Todos los componentes a excepción de los bienes de capital se moderaron, en un entorno de fuerte competencia en los mercados internacionales. La tasa de variación de los bienes de equipo subió una décima hasta el 3,2%, influida por la depreciación del euro en los últimos doce meses.

**Perspectivas de mayores caídas de la inflación en los próximos meses, pero de un repunte a partir de mediados del verano.**

## 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>											
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	-3,4	-3,9	2,6	1,6	2,0	-
<b>2009</b>											
Enero	-7,2	-0,5	0,9	1,9	-1,6	-2,2	-4,9	2,8	2,0	0,4	-
Febrero	-5,4	-1,1	0,4	1,5	-3,2	-1,9	-5,6	3,1	2,6	-1,2	1,3
Marzo	-7,1	-2,5	-0,4	1,3	-4,4	-4,9	-6,9	2,7	3,1	-2,7	-
Abril	...	-3,4	-0,8	1,2	-5,5	-6,7	-7,4	2,4	3,2	-3,6	-

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

(\*\*) Excepto energía.

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

## Sector exterior

**El déficit de la balanza corriente se reduce en marzo hasta el 8,8% del PIB.**

### El déficit de la balanza por cuenta corriente sigue reduciéndose

Las exportaciones españolas, como las de la mayor parte de las economías desarrolladas, han sufrido una importante contracción durante los últimos meses. Sin embargo, la mayor caída de las importaciones en el primer trimestre del año, favorecida por el descenso de la demanda interior y por la contracción del precio de los productos energéticos, permitió la reducción del déficit comercial en un 47,7% respecto al mismo periodo de 2008, manteniendo la tendencia iniciada en los últimos meses.

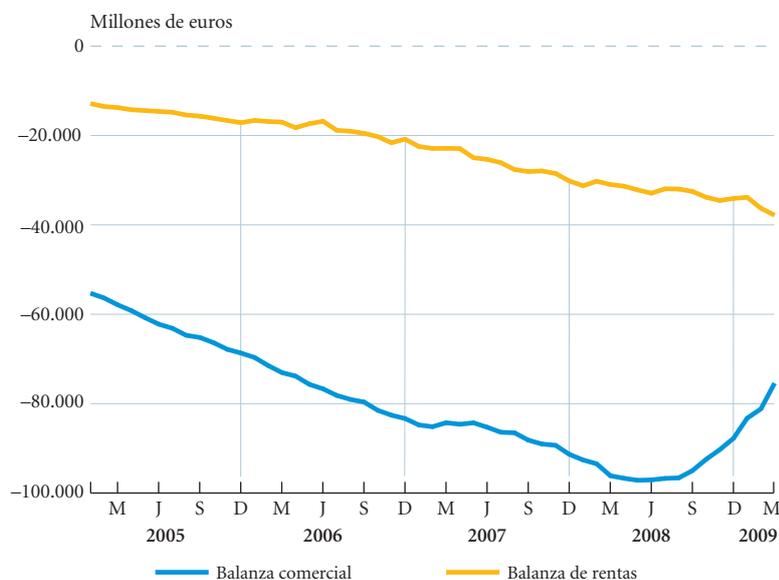
Esta mejora del déficit comercial español es la principal razón de la mejora del desequilibrio de la balanza por cuenta co-

rriente. Así, los datos mensuales muestran que el déficit corriente español de marzo fue un 42,1% inferior al del mismo mes de 2008, convirtiéndose en la novena caída interanual en diez meses. Ello provocó que el déficit acumulado en el último año se redujera, en marzo, hasta el 8,8% del producto interior bruto (PIB). A pesar de que esta cifra se sitúa 1,7 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado un año atrás, sigue manteniéndose a un nivel muy elevado, y que esperamos que mantenga la misma tendencia durante 2009, situándose por debajo del 7% del PIB.

La mejora del déficit corriente en el último año vino dada, prácticamente en su totalidad, por el comportamiento de la balanza de bienes, que redujo su déficit en

### BALANZA COMERCIAL Y DE RENTAS: ¿RUMBO DE COLISIÓN?

Saldo acumulado últimos doce meses



FUENTES: Balanza de Pagos del Banco de España y elaboración propia.

## BALANZA DE PAGOS

Marzo 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	-12.835	-49,0	-75.342	20.683	-21,5
Servicios					
<i>Turismo</i>	4.081	-15,5	27.318	-613	-2,2
<i>Otros servicios</i>	-613	-40,2	-1.151	3.122	-73,1
<b>Total</b>	3.467	-8,9	26.167	2.510	10,6
Rentas	-10.322	56,8	-37.794	-6.855	22,2
Transferencias	-3.601	-17,9	-8.467	302	-3,4
<b>Total</b>	<b>-23.290</b>	<b>-27,9</b>	<b>-95.436</b>	<b>16.639</b>	<b>-14,8</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>660</b>	<b>-70,5</b>	<b>3.982</b>	<b>-1.707</b>	<b>-30,0</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-7.813	-	-20.877	17.340	-45,4
Inversiones de cartera	9.261	-	43.033	20.564	91,5
Otras inversiones	19.858	-63,6	33.922	-68.094	-66,7
<b>Total</b>	<b>21.305</b>	<b>-29,0</b>	<b>56.078</b>	<b>-30.191</b>	<b>-35,0</b>
Errores y omisiones	1.842	32,9	4.444	3.145	242,0
Variación de activos del Banco de España	-517	-60,6	30.932	12.113	64,4

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.

más de 20.000 millones de euros, como se observa en el gráfico de la página anterior. Esta contribución positiva, sin embargo, fue reducida parcialmente por el aumento del déficit de la balanza de rentas, que aumentó en 6.855 millones de euros respecto a marzo de 2008. El deterioro del saldo de la balanza de rentas es fruto del aumento del endeudamiento de la economía española frente al exterior durante los últimos años, con el pago de intereses que ello conlleva. Como consecuencia, el peso del déficit de la balanza de rentas sobre el déficit corriente en este primer trimestre de 2009 fue muy semejante al del déficit comercial.

A pesar de la contracción del saldo aún positivo de la cuenta de capital, la mejora del déficit corriente redujo la necesidad

de financiación exterior de la economía española en un 14,0%, hasta situarla a niveles similares a 2006 (8,4% del PIB). Desde la perspectiva de los sectores institucionales, esta reducción vino motivada por la evolución del ahorro neto de los hogares y las empresas, que contrarrestaron el mayor endeudamiento de las administraciones públicas en el último año.

La cobertura de la todavía elevada necesidad de financiación española se realizó a través de dos fuentes alternativas: el aumento de los pasivos netos del Banco de España y la captación de fondos extranjeros por parte de los sectores residentes. El aumento de los pasivos netos del Banco de España se debe al cambio registrado en la cobertura de las necesidades de financiación de las instituciones financie-

**El elevado endeudamiento sigue aumentando el déficit de la balanza de rentas.**

**La necesidad de financiación se reduce.**

## La financiación a corto plazo empieza a perder peso.

ras, en particular al mayor recurso a las subastas de liquidez del Eurosistema. Sin embargo, la magnitud de este recurso se redujo en el primer trimestre de 2009, debido a la relajación de las restricciones de financiación de las instituciones financieras. Este hecho se puede observar con el aumento de los activos netos del Banco de España en 517 millones de euros durante este periodo, una tendencia que se espera que se mantenga en los próximos meses.

Los fondos captados por los sectores residentes también experimentaron un cambio significativo, reduciéndose en más de 30.000 millones de euros. Esta reducción, además, ha venido acompañada por un cambio de la composición de la financia-

ción captada en los últimos doce meses. De este modo, la financiación a corto plazo, que en marzo del año pasado se convirtió en la principal fuente de captación de recursos del exterior, perdió importancia, con una reducción de 70.000 millones de euros. En su detrimento, la inversión extranjera neta en cartera continuó aumentando, volviéndose a situar como primera fuente de financiación extranjera. Este aumento, sin embargo, se debió principalmente a la menor inversión en cartera española en el exterior. Por su lado, la inversión directa tanto española como extranjera siguió a niveles muy bajos en marzo, similares a los del año 2005. Sin embargo, la inversión directa neta de España hacia el exterior siguió aumentando.

## Sector público

### Fuerte reducción de los ingresos del Estado en el primer cuatrimestre

La situación recesiva continúa impactando desfavorablemente en las cuentas del Estado. Por un lado, los ingresos siguen reduciéndose, no sólo por la disminución de las bases imponibles, sino también por cambios normativos con el fin de inyectar liquidez en las familias y las empresas. Además, los gastos han aumentado notablemente, debido en parte al incremento de los pagos por desempleo al subir espectacularmente el número de parados y al plan de estímulo económico del Gobierno.

En los cuatro primeros meses del ejercicio el total de ingresos no financieros del

Estado incluyendo los tramos cedidos a las administraciones territoriales según el sistema de financiación vigente bajó el 12,6% en relación con el mismo periodo del año 2008. Los impuestos directos disminuyeron el 4,7% respecto al mismo periodo del año anterior. La recaudación de la principal figura, el impuesto sobre la renta de las personas físicas, se redujo el 11,7% debido sobre todo a una caída de las retenciones del trabajo, afectadas por un notable descenso de la ocupación, la moderación salarial y el impacto de la deducción anticipada de hasta 400 euros. Además, aumentaron los aplazamientos. Aunque las retenciones del capital mobiliario se elevaron, las practicadas sobre arrendamientos y sobre las ganancias de los fondos de inversión cayeron.

**La situación recesiva continúa impactando desfavorablemente en las cuentas del Estado.**

### EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Abril 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>14.613</b>	<b>-19,1</b>	<b>45.882</b>	<b>-18,4</b>
<b>Ingresos no financieros corregidos (*)</b>				
IRPF	7.797	-16,4	26.800	-11,7
Impuesto de sociedades	4.086	140,1	5.109	59,0
IVA	3.696	-52,3	17.970	-33,6
Impuestos especiales	1.565	1,2	6.111	-3,8
Resto	2.230	-1,0	8.934	23,0
<b>Total</b>	<b>19.374</b>	<b>-14,2</b>	<b>64.924</b>	<b>-12,6</b>
<b>Pagos no financieros</b>	<b>11.735</b>	<b>7,1</b>	<b>54.349</b>	<b>13,5</b>
<b>Saldo de caja</b>	<b>2.878</b>	<b>-59,5</b>	<b>-8.467</b>	<b>-</b>
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)</b>	<b>1.033</b>	<b>-82,0</b>	<b>-6.553</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.

**La recaudación del impuesto de sociedades cae el 28% en términos homogéneos, reflejando el retroceso de los beneficios empresariales.**

Las entradas por el impuesto de sociedades se elevaron el 59,0%, pero fue debido mayormente a que en 2008 se permitió un aplazamiento del primer pago fraccionado y a otro cambio normativo. En términos homogéneos los ingresos del impuesto de sociedades se redujeron el 27,7%, reflejando el retroceso de los beneficios empresariales.

Los impuestos indirectos se desplomaron el 27,5%. El más importante, el impuesto sobre el valor añadido (IVA), sufrió un decremento interanual del 33,6%. Esta caída fue debida a la contracción del consumo y las importaciones, pero también es producto del adelanto de devoluciones, de la ampliación del derecho a solicitar devoluciones mensuales y a mayores aplazamientos. Por su parte, los impuestos especiales moderaron el ritmo de su caída hasta el 3,8% gracias a los impuestos sobre el tabaco y los hidrocarburos.

**El déficit público se ensancha.**

El resto de ingresos subió el 23,0%. Las comisiones por los avales otorgados a las emisiones de entidades financieras dentro del Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro contribuyeron a este ascenso.

En el otro lado de las cuentas, el total de pagos no financieros se elevó el 13,5% en los cuatro primeros meses del ejercicio en comparación con el mismo periodo de 2008. Los gastos corrientes se incrementaron el 4,8%. Entre ellos, los gastos de personal aumentaron el 2,9%. Las compras de bienes y servicios disminuyeron el 0,4%, mientras que los gastos financieros subieron el 2,2%. Por su parte, la mayor partida, las transferencias corrientes, se elevaron el 6,2%. Es destacable un pago de 2.007 millones de euros al Servicio Público de Empleo Estatal, sin gasto en el ejercicio anterior.

**El Gobierno sube los impuestos especiales sobre el tabaco y los hidrocarburos.**

Los gastos de capital ascendieron el 79,6% hasta 10.027 millones de euros en el pri-

mer cuatrimestre. Las inversiones reales se incrementaron el 7,8%, mientras que la mayor partida, las transferencias de capital, se elevaron el 178,2% hasta 6.545 millones de euros. Este extraordinario aumento fue debido sobre todo a los pagos por el Fondo Estatal de Inversión Local como parte del plan de estímulo económico emprendido por el Gobierno.

A consecuencia de la evolución de los ingresos y pagos del Estado se registró un déficit de caja no financiero de 8.467 millones de euros, que contrasta con un superávit de 8.376 millones anotado en el periodo enero-abril del año pasado. En términos de contabilidad nacional, es decir, de acuerdo con los derechos y obligaciones generados, se produjo una necesidad de financiación de 6.553 millones de euros, equivalente al 0,6% del producto interior bruto.

En este entorno, al final de la segunda semana de junio el Gobierno adoptó una serie de medidas fiscales y presupuestarias. Así, aprobó créditos extraordinarios por casi 20.000 millones de euros para cumplir con compromisos en materia de prestación de subsidios de desempleo, fomento del empleo, sanidad, seguridad y reactivación de la actividad económica. Además, se compensó a las comunidades autónomas por la supresión del impuesto sobre el patrimonio con 1.800 millones de euros. En contrapartida, se aumentaron los impuestos sobre el tabaco para contribuir a la sostenibilidad de las cuentas públicas y proteger la salud. Asimismo, se elevaron los impuestos sobre hidrocarburos en 2,9 céntimos por litro excepto el gasóleo profesional, el agrario y el destinado a calefacción. Por otro lado, en una nueva revisión de los objetivos de estabilidad presupuestaria para los próximos tres años el Gobierno subió la previsión del déficit público para 2010 hasta el 8,4% del PIB, pero con la perspectiva de situarlo en el 3,0% en 2012.

## Ahorro y financiación

### Prosigue el desapalancamiento del sector privado

El euríbor a un año, tipo de interés ampliamente usado como referencia en las operaciones de préstamo, en mayo marcó un nuevo mínimo histórico y se colocó en el 1,64% en promedio mensual, 335 puntos básicos por debajo del mismo mes de 2008. A finales de junio, el euríbor ha batido de nuevo el mínimo histórico al tocar el 1,53%.

Por su parte, los tipos de interés de las operaciones nuevas de las entidades de crédito al sector privado también han disminuido apreciablemente desde octubre de 2008. Así, el tipo de interés promedio bajó hasta el 3,88% en abril, 213 puntos básicos menos que doce meses antes. La

menor reducción que el tipo de interés interbancario se explica por un incremento de la prima de riesgo derivada de un fuerte aumento de la morosidad. Por otro lado, y dado que en el mismo periodo la tasa de inflación cayó en mayor medida, los tipos de interés reales, efectivamente subieron.

Este hecho, junto con la debilidad de la demanda de financiación debido a la contracción del consumo y de la inversión, motivó que la financiación al sector privado continuase su senda de desaceleración. En abril su tasa de variación interanual se situó en el 4,1%, 2 puntos menos que en diciembre. No obstante, en los últimos meses se aprecia una cierta ralentización de su ritmo de crecimiento, en consonancia con la mejora de la situación de la liquidez de las entidades financieras.

**El euríbor a un año marca un nuevo mínimo histórico en junio...**

**...y los tipos de interés de los préstamos al sector privado también disminuyen, pese al incremento de las primas de riesgo.**

### SE FRENA LA DESACELERACIÓN DE LA FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO

Tasa de variación interanual de la financiación al sector privado



FUENTE: Banco de España

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	58.201	-16.014	-21,6	-27.239	-31,9	3,1
Deudores con garantía real (*)	1.104.539	-4.258	-0,4	13.347	1,2	59,5
Otros deudores a plazo	522.219	-7.238	-1,4	10.390	2,0	28,1
Deudores a la vista	46.508	-2.621	-5,3	4.043	9,5	2,5
Arrendamientos financieros	42.399	-2.830	-6,3	-4.533	-9,7	2,3
Créditos dudosos	83.658	20.601	32,7	58.751	235,9	4,5
<b>TOTAL</b>	<b>1.857.522</b>	<b>-12.359</b>	<b>-0,7</b>	<b>54.759</b>	<b>3,0</b>	<b>100,0</b>

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### Notable ralentización del crédito al sector privado.

Por otro lado, el crecimiento del crédito al sector privado en los últimos doce meses era ligeramente superior al correspondiente al conjunto de la eurozona, y todavía más en términos reales, al ser el diferencial de inflación negativo.

En el primer cuatrimestre la deceleración de la financiación fue menos intensa en las empresas que en las familias. Así, el saldo a las empresas ascendió el 5,8% al final de abril con relación al mismo mes del año anterior, 1,5 puntos menos que en diciembre de 2008. El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante, siguió contrayéndose, con una caída interanual del 31,9%. Sin embargo, la financiación obtenida por grandes empresas mediante emisiones de renta fija aumentó el 24,1% en el último año.

La desaceleración del crédito a las empresas se concentró en el sector de la construcción. En efecto, el saldo crediticio canalizado a este sector cayó el 8,4% al final del primer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior. También el saldo del sector primario (agricultura, ganadería y pesca) se colocaba por debajo de un año antes. En cuanto a los servicios, también se apreció una cierta ralentización, si bien la tasa de variación inter-

anual subía el 8,0%. Dentro de ellos, el crédito para actividades inmobiliarias se moderó suavemente, con un crecimiento interanual del 3,8%. Por lo referente a la industria, mantuvo un ritmo de avance anual ligeramente por encima del 10,0%.

El crecimiento de la financiación a los hogares en los doce últimos meses hasta abril fue del 1,7%. Cabe señalar que en abril el saldo de esta financiación aumentó después de cuatro meses consecutivos de caídas. Los préstamos para la vivienda continuaron ralentizándose hasta presentar un alza interanual del 1,8% en abril. Por su parte, el crédito para la compra de bienes de consumo duradero se desaceleró con más intensidad, hasta el punto que al final del primer trimestre mostraba una caída del 12,0% respecto a doce meses antes.

Esta evolución estaba en sintonía con un fuerte repunte de la morosidad de esta clase de crédito hasta el 7,3% al final de marzo, frente a una tasa media del 4,3%. Por su parte, la morosidad de los préstamos para adquisición de vivienda con garantía hipotecaria se colocaba en el 2,8%, por debajo de la media. Al mismo tiempo, la tasa de dudosidad de los créditos a los promotores inmobiliarios se situaba en el 7,6%. En abril, la tasa de morosidad

### Las grandes empresas elevan sus emisiones de renta fija.

### El saldo de la financiación a los hogares sube en abril después de cuatro meses consecutivos de descensos.

## CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Primer trimestre de 2009

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
<b>Financiación de actividades productivas</b>						
Agricultura, ganadería y pesca	24.492	-1.751	-6,7	-511	-2,0	
Industria	158.707	2.566	1,6	14.891	10,4	
Construcción	141.308	-10.540	-6,9	-12.929	-8,4	
Servicios	690.161	7.446	1,1	50.886	8,0	
<b>Total</b>	<b>1.014.668</b>	<b>-2.279</b>	<b>-0,2</b>	<b>52.338</b>	<b>5,4</b>	
<b>Financiación a personas físicas</b>						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	645.979	-3.871	-0,6	15.818	2,5	
Adquisición de bienes de consumo duradero	50.493	-3.683	-6,8	-6.864	-12,0	
Otras financiaciones	110.523	-4.863	-4,2	-4.217	-3,7	
<b>Total</b>	<b>806.995</b>	<b>-12.417</b>	<b>-1,5</b>	<b>4.736</b>	<b>0,6</b>	
<b>Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro</b>	<b>5.125</b>	<b>-966</b>	<b>-15,9</b>	<b>-679</b>	<b>-11,7</b>	
<b>Resto sin clasificar</b>	<b>34.958</b>	<b>7.527</b>	<b>27,4</b>	<b>11.996</b>	<b>52,2</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.861.747</b>	<b>-8.135</b>	<b>-0,4</b>	<b>68.391</b>	<b>3,8</b>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

del conjunto de las entidades de crédito continuó ascendiendo hasta el 4,5%. En este contexto de morosidad al alza, hacia mediados de junio la agencia de calificación Moody's rebajó los *ratings* de 30 entidades bancarias españolas.

En este entorno, la ministra de Economía y Finanzas, Elena Salgado, avanzó que planea un fondo de reestructuración bancaria con una dotación de 9.000 millones de euros. Este fondo podría endeudarse hasta disponer de 90.000 millones de euros para financiar la recapitalización y fusiones de entidades financieras en caso de que se requiera. Esta medida está en línea con las adoptadas en otros países europeos y en el otro lado del Atlántico.

Por su parte, la financiación neta a las administraciones públicas siguió elevándose fuertemente en abril, hasta situarse el 26,9% por encima de un año antes. No obstante, una parte sustancial de los nue-

vos recursos financieros en el mes se dirigieron a aumentar los depósitos bancarios. De esta forma, el endeudamiento público contrarrestó la tendencia al desapalancamiento del sector privado, con lo que la financiación total en abril mantuvo un ritmo de avance anual del 6,7%.

### Los depósitos se desaceleran, pero menos que los créditos

Las remuneraciones de los depósitos bancarios también han tendido a descender desde octubre de 2008. No obstante, en los últimos doce meses hasta abril bajaron en promedio menos que los de los préstamos, 137 puntos básicos, hasta colocarse en el 1,59%.

En este contexto, el crecimiento de los depósitos bancarios se ralentizó livianamente, presentando un incremento interanual del 11,0%, sensiblemente superior

**En un entorno de morosidad al alza, la agencia Moody's reduce los *ratings* de 30 entidades bancarias españolas.**

**Próxima creación de un fondo de reestructuración del sistema bancario.**

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

Abril 2009

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista	243.415	-1.397	-0,6	5.565	2,3	17,2	
De ahorro	184.636	4.859	2,7	12.764	7,4	13,1	
A plazo	737.327	8.055	1,1	104.598	16,5	52,2	
En moneda extranjera	26.902	-2.415	-8,2	-4.734	-15,0	1,9	
<b>Total depósitos</b>	<b>1.192.280</b>	<b>9.102</b>	<b>0,8</b>	<b>118.193</b>	<b>11,0</b>	<b>84,5</b>	
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>219.523</b>	<b>-29.107</b>	<b>-11,7</b>	<b>-44.894</b>	<b>-17,0</b>	<b>15,5</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.411.803</b>	<b>-20.005</b>	<b>-1,4</b>	<b>73.300</b>	<b>5,5</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.

**Las entidades financieras refuerzan sus recursos propios mediante emisiones de participaciones preferentes.**

al del crédito, con lo que la brecha entre ambos tendía a estrecharse.

Por clases de depósitos, las cuentas a plazo mostraban el mayor crecimiento anual, del 16,5%, pero con tendencia a la desaceleración. Por el contrario, los depósitos de ahorro continuaban avivando su ritmo de crecimiento, en concordancia con el deseo de los particulares de un mayor ahorro en un contexto de reducción de la retribución de las cuentas a plazo.

En los últimos meses, las entidades financieras también han captado pasivo entre los ahorradores mediante la emisión de participaciones preferentes. Este instrumento tiene caracteres mixtos de renta fija y variable y ha servido para reforzar los recursos propios de las instituciones financieras.

**Mejora la rentabilidad de las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria.**

En este panorama de competencia por parte de los depósitos y otros productos, los fondos de inversión mobiliaria conti-

nuaron registrando reembolsos netos de 1.078 millones de euros en mayo. No obstante, las mayores salidas tuvieron lugar en fondos conservadores como los monetarios, de renta fija a corto plazo y garantizados de rendimiento variable. De este modo, el patrimonio volvió a bajar hasta 161.825 millones de euros, a pesar de las plusvalías anotadas en el mes.

La favorable evolución de los mercados financieros en mayo permitió que la rentabilidad media mensual de los fondos fuese del 0,62% y la computada sobre diciembre del 1,44%. En los primeros cinco meses del ejercicio destacaban las plusvalías del 36,0% de la renta variable internacional de los mercados emergentes, con ganancias positivas por parte de todas las modalidades de fondos de inversión mobiliaria. Con todo, el rendimiento medio anual era negativo, del 2,7%, si bien en los últimos dieciocho años se colocaba en el 4,1% anual, superior a la inflación del periodo.

## ¿Qué medicinas existen para desintoxicar el sistema financiero?

Desde que dos años atrás se inició la crisis financiera internacional, los gobiernos de muy diversos países coincidieron en que para avanzar hacia la recuperación del sistema financiero y de la economía en general era necesario el saneamiento de los balances de los bancos. Las primeras intervenciones estatales, en octubre de 2008, vinieron a través de recapitalizaciones masivas de los balances de las entidades, bien de forma indiscriminada (Estados Unidos, Francia), bien de entidades concretas (Reino Unido –Northern Rock, RBS, Lloyds–, Holanda –Dexia–, Bélgica –Fortis–). Sin embargo, además de costosa esta medida se mostró ineficiente, porque al no ser una medida enfocada ni discriminatoria entre entidades hubiera necesitado demasiado capital para ser efectiva. Los gobiernos decidieron, entonces, no actuar de forma general sobre los balances, sino tomar medidas más específicas sobre la raíz del problema: los activos tóxicos.<sup>(1)</sup> Y es que la restricción del crédito a nivel global («*credit crunch*») que se ha dejado notar desde el estallido de la crisis *subprime*, está causada en gran medida por la incertidumbre sobre el valor real de los activos tóxicos. Esta incertidumbre provoca que muchas entidades de todo el mundo prefieran la prudencia, esto es salvaguardar al máximo su capital aumentando las exigencias en la concesión de crédito. Ante el perjuicio que esto puede suponer para la economía real, los gobiernos han presentado diferentes planes, todos ellos basados en alguno de los dos grandes métodos para actuar sobre los activos tóxicos: la garantía y la compra (véase tabla siguiente). Aunque, como veremos, a nivel práctico la mayoría de planes toman elementos de los dos modelos.

### ESQUEMA DE LAS ALTERNATIVAS DE ACTUACIÓN SOBRE ACTIVOS TÓXICOS

Método	Breve descripción	Mantenimiento activos tóxicos en balance	Desembolso público	Aspectos críticos
Garantía sobre activos tóxicos	Cobertura estatal para las pérdidas por encima de un límite fijado	Sí	Sólo se produce si se realizan las pérdidas potenciales	Fijación de la franquicia y de la prima a pagar por la garantía
Compra de activos tóxicos («banco malo»)	Segregación de activos «buenos» y «malos» para la gestión focalizada	No. Generalmente el «banco malo» pasa a ser gestionado por el estado	Elevado, aunque en su diseño algunos planes tratan de reducir al mínimo el impacto en el contribuyente	Valoración de los activos tóxicos para fijar el precio de la transacción

El primer método consiste en limitar las pérdidas potenciales a través de un seguro público. Así se ha hecho en Estados Unidos y en el Reino Unido con algunas de sus principales entidades: Bank of America, Citigroup, Royal Bank of Scotland, Lloyds. La gran virtud de esta solución es que frente a la incertidumbre sobre el valor de los activos tóxicos se actúa con un instrumento que cubre el riesgo y que no requiere desembolso inmediato por parte del estado, hecho que protege al contribuyente (por lo menos, inicialmente). No obstante, la fijación de la franquicia (límite sobre el cual el estado asume las pérdidas) y de la prima (pago que la entidad debe hacer a cambio de recibir la garantía) es compleja y puede oscurecer el coste del seguro para el estado.

En el caso del «banco malo», esta complejidad se manifiesta a través de la dificultad para valorar los activos tóxicos. Como ya se hizo en Suecia en los años noventa, la opción de crear un «banco malo» consiste en transferir los activos tóxicos a una nueva entidad segregada para que la original pueda seguir operando sin la incertidum-

(1) Se entiende por activo tóxico aquél vinculado a hipotecas *subprime* de Estados Unidos.

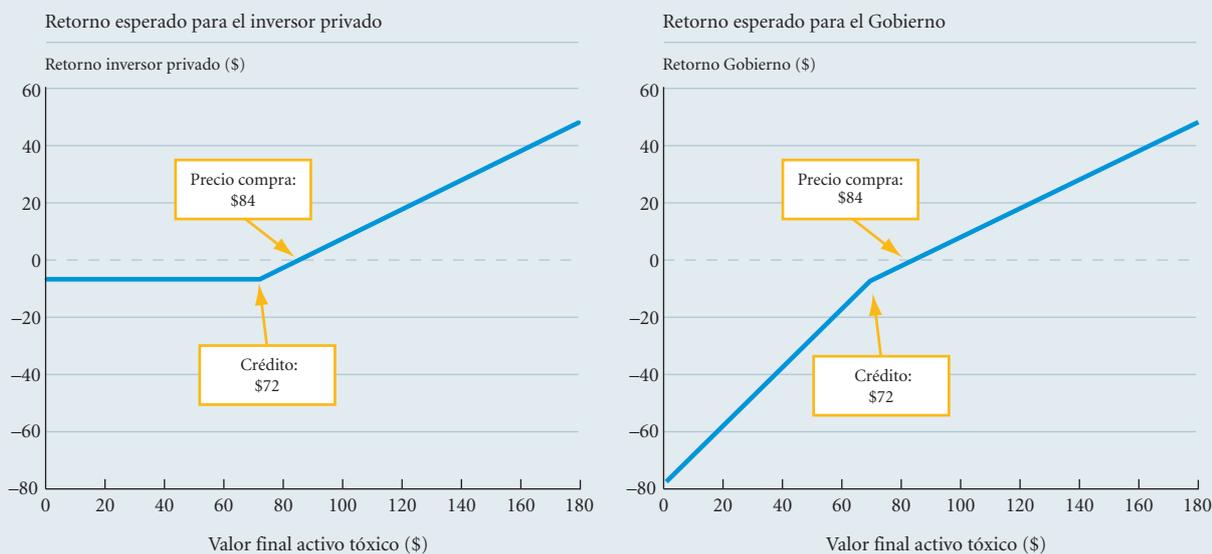
bre inicial. En la presente crisis ya se ha puesto en marcha en Suiza con UBS, aunque en este caso también se tomaron elementos de la garantía estatal. Adicionalmente, hay otros planes en fase de diseño e implantación que tratan de solventar la fijación del precio de transacción de forma distinta.

La Comisión Europea trata el tema del «banco malo» en el «*Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector*», documento publicado en febrero de 2009. Insta a hacer la transacción de acuerdo a la proyección de los flujos de caja futuros del activo tóxico («*real economic value*»), bajo supuestos homogéneos para toda la Unión, que todavía están por definir.

Otra forma de tratar con la disyuntiva de la valoración está propuesta en el Plan Geithner de Estados Unidos, que en su diseño promueve la participación del sector privado en un «*Public-Private Investment Program (PPIP)*». En principio, el atractivo del plan radica en la estructura de elevado apalancamiento que se le ofrece al inversor privado: por cada \$1 invertido por el inversor privado, el FDIC<sup>(2)</sup> garantiza la deuda de otros \$6 en el caso del «*legacy loan program*» o se ofrece hasta \$5 de financiación del TARP<sup>(3)</sup> en el «*legacy securities program*». Además, el estado invierte el 50% del capital, completando la participación de capital del inversor privado. El apalancamiento limita las pérdidas a la baja del inversor privado. En cambio, éste continúa participando en las potenciales ganancias sin límite. En lo referente al gobierno, éste asume totalmente los riesgos a la baja sobre el valor final del activo y, por lo tanto, puede tener que soportar elevadas pérdidas. Pero gracias a su aportación al capital podría participar en las potenciales ganancias. Como se ve en el gráfico siguiente, si se comprara un activo tóxico a \$84, serían necesarios \$12 de capital (\$6 estado, \$6 inversor privado) y los restantes \$72 provendrían

### RETORNOS ESPERADOS DEL PLAN GEITHNER

Inversión con apalancamiento (6 a 1) y participación en el capital del estado y el inversor privado al 50% (sin considerar coste apalancamiento y aval)



FUENTE: Public-Private Investment Program y elaboración propia.

(2) FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation (Agencia estadounidense encargada de mantener la estabilidad y confianza en el sistema financiero).  
 (3) TARP: Troubled Asset Relief Program (Programa lanzado en Estados Unidos para la recompra de activos y/o capital de los bancos más afectados por la crisis).

de un crédito del FDIC. El inversor privado como máximo podría perder los \$6 que ha puesto de capital. El gobierno podría llegar a perder la totalidad de lo invertido por su parte (\$72+\$6). Por valores superiores a \$72, el estado recuperaría toda la parte del crédito y empezaría a recuperar parte del capital. Finalmente, para valores finales del activo tóxico superiores a \$84, estado e inversor privado se repartirían el beneficio al 50%. En definitiva, gracias al apalancamiento el valor esperado del inversor privado es superior (sólo participa en beneficios) y estará dispuesto a pagar un precio más elevado que en la situación de no apalancamiento. En cambio, el gobierno asumirá prácticamente todo el riesgo.

Sin embargo, las ventajas del Plan Geithner quedan en entredicho desde el punto de vista de la oferta. En principio, los bancos con activos tóxicos en su balance deberían participar en el plan para eliminar la incertidumbre de forma inmediata y poder seguir operando con normalidad. Pero la realidad ha llevado al FDIC a posponer el programa destinado a la adquisición de créditos («*legacy loans*»). En la práctica, los bancos demandan precios superiores a los que los inversores privados están dispuestos a pagar, incluso contando con el apalancamiento.

En resumen, diversos países se han mostrado decididos a actuar sobre los activos tóxicos que las entidades financieras presentan en sus balances para que el crédito vuelva a fluir a las empresas y familias. No obstante, todavía está por ver cómo estos planes funcionan a nivel práctico debido a las dificultades para incentivar a las entidades financieras a participar. Su no participación podría ser un signo de recuperación, pero también una muestra del desinterés por parte de éstas de reconocer pérdidas de forma inmediata cuando existe incertidumbre sobre el alcance de las mismas y el sistema contable permite graduarlas en el tiempo. En definitiva, tras dos años de crisis *subprime* y graves acontecimientos en el sistema financiero internacional, la cuestión de los activos tóxicos continúa sin estar del todo resuelta. Los «*stress test*» estadounidenses y el compromiso de los gobiernos para dar estabilidad a los sistemas financieros han reducido la prima de riesgo del sector, pero aún resta por solventar la fortaleza de los balances bancarios. Si esto no sucede, se dificulta enormemente la recuperación de la economía real.

*Este recuadro ha sido elaborado por Anna Mialet Rigau  
Oficina de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa"*

# 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: [publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@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"

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

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

**14. El carácter procíclico del sistema financiero** Jordi Gual

**15. Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña** María Gutiérrez-Domènech

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

### ■ "la Caixa" WORKING PAPERS

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

**01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004** Claudia Canals

**02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union** Oriol Aspachs and Pau Rabanal

**03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles** P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

**01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia** 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

**36. El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción** Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

## 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:

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

## Área de Estudios y Análisis Económico

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

## INFORME MENSUAL

Julio-Agosto 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.