

Informe Mensual



NÚMERO 327

El precio del riesgo: ni tanto ni tan poco Pág. 10

Las primas de riesgo no descenderán hasta los niveles previos a la crisis

El endeudamiento de los hogares obliga a apretarse el cinturón Pág. 25

El saneamiento financiero de las cuentas familiares frena el consumo

La bolsa y las preferencias de los ahorradores Pág. 44

¿Cómo van a reaccionar los inversores tras la crisis global de los dos últimos años?

Gasto y ahorro de las familias españolas: fin de ciclo Pág. 51

El ahorro de los hogares se dispara ante la incertidumbre económica

Previsiones

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

	2007	2008	2009	2008				2009	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
Previsiones									
Producto interior bruto									
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,6	2,0	1,6	0,0	-1,9	-3,3	-3,9
Japón	2,3	-0,7	-5,3	1,5	0,6	-0,3	-4,5	-8,3	-6,5
Reino Unido	3,0	0,7	-4,8	2,6	1,7	0,3	-1,8	-4,9	-5,6
Zona del euro	2,6	0,7	-4,0	2,2	1,5	0,5	-1,7	-4,8	-4,7
<i>Alemania</i>	2,6	1,0	-5,2	2,8	2,0	0,8	-1,8	-6,7	-5,9
<i>Francia</i>	2,1	0,7	-2,3	2,0	1,2	0,6	-1,6	-3,4	-2,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	2,9	3,8	-0,6	4,2	4,3	5,2	1,5	-0,2	-0,9
Japón	0,1	1,4	-1,2	1,0	1,4	2,2	1,0	-0,1	-1,0
Reino Unido	2,1	3,6	1,9	2,4	3,3	4,9	3,9	3,0	2,1
Zona del euro	2,1	3,3	0,4	3,4	3,6	3,8	2,3	1,0	0,2
<i>Alemania</i>	2,3	2,6	0,4	2,9	2,9	3,1	1,6	0,8	0,3
<i>Francia</i>	1,5	2,8	0,3	2,9	3,3	3,3	1,8	0,6	-0,2
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
Previsiones									
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	3,6	-0,6	-3,1	2,1	0,2	-1,3	-3,3	-5,1	-5,9
Consumo de las AAPP	5,5	5,5	4,3	4,6	5,1	5,8	6,3	6,4	5,1
Formación bruta de capital fijo	4,6	-4,4	-15,4	1,3	-1,9	-6,0	-10,9	-15,2	-17,0
<i>Bienes de equipo</i>	9,0	-1,8	-22,2	5,0	2,9	-3,0	-11,6	-24,2	-28,9
<i>Construcción</i>	3,2	-5,5	-14,2	-0,5	-4,2	-7,2	-10,3	-11,5	-12,0
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	4,4	-0,5	-5,4	2,5	0,6	-1,4	-3,9	-6,1	-7,3
Exportación de bienes y servicios	6,6	-1,0	-14,4	3,9	2,4	-2,9	-7,1	-17,6	-15,7
Importación de bienes y servicios	8,0	-4,9	-17,0	3,1	-1,3	-7,6	-13,5	-22,9	-22,3
Producto interior bruto	3,6	0,9	-3,7	2,5	1,7	0,5	-1,2	-3,2	-4,2
Otras variables									
Empleo	2,8	-0,6	-6,6	1,5	0,3	-1,0	-3,2	-6,3	-7,1
Tasa de paro (% población activa)	8,3	11,3	18,2	9,6	10,4	11,3	13,9	17,4	17,9
Índice de precios de consumo	2,8	4,1	-0,1	4,4	4,6	4,9	2,5	0,5	-0,7
Costes laborales unitarios	3,8	4,6	-0,5	4,9	5,0	4,7	3,8	1,0	1,4
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-10,0	-9,5	-6,1	-12,2	-9,3	-8,6	-8,1	-8,1	-4,5
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,6	-9,1	-5,5	-11,4	-8,8	-8,4	-7,9	-7,8	-3,9
Saldo público (% PIB)	2,2	-3,8	-9,5						
MERCADOS FINANCIEROS									
Previsiones									
Tipos de interés internacionales									
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	3,2	3,9	4,3	4,3	3,5	3,1	3,4
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,37	1,48	1,36	1,50	1,56	1,51	1,34	1,30	1,36

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
- 10 *El precio del riesgo: ni tanto ni tan poco*
 - 12 Japón
 - 15 Asia emergente
 - 16 Brasil
 - 18 México
 - 19 Materias primas
- 21 Unión Europea
 - 21 Zona del euro
- 25 *El endeudamiento de los hogares obliga a apretarse el cinturón*
 - 28 Alemania
 - 30 Francia
 - 31 Italia
 - 32 Reino Unido
 - 33 Europa emergente
- 36 Mercados financieros
 - 36 Mercados monetarios y de capital
- 44 *La bolsa y las preferencias de los ahorradores*
- 47 Coyuntura española
 - 47 Actividad económica
- 51 *Gasto y ahorro de las familias españolas: fin de ciclo*
 - 54 Mercado de trabajo
 - 58 Precios
 - 62 Sector exterior
 - 66 Sector público
 - 68 Ahorro y financiación

De vuelta a la normalidad, poco a poco

Después de más de dos años de crisis financiera global y de la mayor recesión desde los años treinta del pasado siglo, por fin empiezan a aparecer las primeras señales de que lo peor puede haber quedado atrás. El advenimiento de la crisis despertó al mundo de un estado de ensoñación en el que los riesgos financieros apenas eran relevantes, la liquidez era ilimitada, cualquier desequilibrio era fácilmente sostenible y los ciclos económico-financieros habían pasado a la historia. En este nirvana, los inversores pagaban primas de riesgo mínimas y asumían riesgos elevados, las bolsas subían, las familias se endeudaban y las cuentas del sector público conseguían resultados satisfactorios.

El despertar ha sido particularmente duro. Empresas, familias y gobiernos se encontraron casi de sopetón con un problema financiero de gran calado, al interrumpirse el flujo de crédito y extenderse la desconfianza sobre la viabilidad del sistema financiero. Apenas sin solución de continuidad, el brusco frenazo de la economía mundial entre finales de 2008 y principios de 2009 acabó de dar la puntilla a una situación que amenazaba con un colapso total. La actuación de las autoridades probablemente evitó una reedición de la Gran Depresión, pero la vuelta a la normalidad está todavía lejos.

Una de las razones que hacen temer que la recuperación va a ser lenta es la necesaria recomposición de los balances de consumidores y empresas. Precisamente, como se expone en los recuadros de este Informe Mensual, el endeudamiento de los hogares fue clave en los años de expansión, al financiar un gasto creciente. Cuando esa excepcional coyuntura fue sustituida por el freno en las rentas, pérdida de riqueza, aumento del paro y desconfianza ante el futuro, la reacción ha sido frenar el consumo y aumentar el ahorro. Una reacción lógica y racional, desde el punto de vista de la familia, pero que inevitablemente comporta menos demanda agregada y por tanto un potencial de crecimiento mucho más reducido del que estábamos acostumbrados, por lo menos hasta que las familias no consideren que su situación financiera vuelve a ser aceptable. Los impulsos fiscales de los gobiernos pueden haber paliado la retracción del gasto de los consumidores, pero tarde o temprano deberán retirarse.

Algo parecido sucede en las empresas, que además de la necesidad de adaptar sus balances a la situación actual deben enfrentarse a unas condiciones de financiación más complicadas. Aquí la normalización tampoco va a ser rápida. Las primas de riesgo van relajándose poco a poco, pero la sensibilidad de los inversores tardará en apaciguarse e incluso cuando la economía mundial asiente su recuperación no cabe esperar que las primas de riesgo alcancen los niveles anómalamente bajos de 2006. El inversor, privado o institucional, será mucho más selectivo por tipo de activo o por emisor. La concienciación sobre el riesgo de liquidez será mucho mayor. La prevención ante la innovación financiera o los activos complejos dificultará su colocación. La escalada de la deuda del sector público y las dificultades para reducir los déficits fiscales en un contexto de recuperación lenta pueden endurecer las condiciones financieras para el conjunto de los agentes económicos.

Volviendo la vista atrás, hacia los momentos de máximo esplendor de la expansión de principios del siglo actual, la situación presente se antoja como una penitencia por los excesos pasados. Pero probablemente se trata más bien de una vuelta a la normalidad, a la sensatez y a la evaluación realista de los riesgos y de las compensaciones que fluyen de la actividad económica.

RESUMEN EJECUTIVO

Japón, Alemania y Francia vuelven al crecimiento en el segundo trimestre de 2009...

...mientras que Estados Unidos deberá esperar al tercer trimestre.

Las economías emergentes tienen un papel clave en la mejora de las perspectivas económicas...

¿Recuperación inminente?

Finalmente han llegado las primeras pruebas convincentes de la recuperación económica. Las estimaciones de crecimiento correspondientes al segundo trimestre de 2009 arrojan tasas intertrimestrales positivas en tres de las mayores economías del planeta. Así, el producto interior bruto (PIB) de Japón, Francia y Alemania aumentó un 0,9%, 0,3% y 0,3% respectivamente, cuando el consenso y las propias autoridades nacionales esperaban tasas negativas. El avance de los principales motores de la economía europea hizo que el PIB de la eurozona sólo retrocediera un 0,1%. Ello rompió los esquemas de la mayoría de analistas, que esperaban que la economía estadounidense liderara el proceso de recuperación. Estados Unidos frenó notablemente el ritmo de contracción, 0,3% frente al 1,6% en los tres primeros meses, pero se da por descontado que en el tercer trimestre la tasa será positiva por primera vez desde el segundo trimestre de 2008.

La contribución del sector exterior ha sido clave en la recuperación de las economías nipona, europea y estadounidense. Pero los detalles son importantes. En el caso japonés, la recuperación de las exportaciones se explica en un 80% por la mayor demanda de Asia, donde la mitad corresponde a las importaciones de China. En cambio, en la economía europea las exportaciones experimentaron una ligera mejora pero, sobre todo, la contribución del sector exterior al crecimiento es el resultado de la prolongación de la caída de las importaciones.

¿Puede la recuperación fundamentarse en el sector exterior? Si la demanda interna de los países desarrollados está debilitada por el deterioro del mercado laboral y el proceso de desapalancamiento de los hogares, ¿a quién podrán exportar? La respuesta podría encontrarse en Asia y, especialmente, en China, que sorprendió con un crecimiento del 7,9% interanual en el segundo trimestre. Pero el recorrido de las fuentes del crecimiento de China es también limitado. Un estímulo fiscal equivalente al 7% del PIB anual en 2009 y una política monetaria fuertemente expansiva están detrás de la rápida recuperación. La activación del consumo interno sigue siendo la clave para el futuro de China y para ello se necesitan cambios de carácter estructural. Y China, por supuesto, es un mercado con enorme potencial, pero su capacidad exportadora es de sobras conocida, y ya a mediados de 2009 el valor de sus exportaciones ha desbancado a Alemania, hasta ahora líder exportador mundial.

En todo caso, la solidez de las economías emergentes asiáticas está resultando un paliativo muy eficaz para la debilidad occidental. Además de China, las economías de Indonesia, Corea del Sur y Singapur experimentaron fuertes crecimientos en el segundo trimestre y han permitido no sólo contener la recesión de la economía global en curso sino también afianzar las esperanzas de una pronta superación de la misma.

Volviendo a los países desarrollados, otro elemento que explica la mejora del segundo trimestre son los planes de estímulo económico. Su efecto sobre la economía varía de país a país, pero en general están

contribuyendo a frenar la caída de la demanda y a mejorar la situación de una industria clave como es la automoción. El caso más notable es el de Japón, pues la aprobación de un paquete fiscal de 2 billones de yenes en forma de efectivo para los hogares ha conseguido reanimar el consumo privado.

Con todo, no hay que olvidar que los efectos de los planes de estímulo económico son limitados en el tiempo y que el elevado endeudamiento que acumulan la mayoría de haciendas públicas complica su prolongación. Además, su efecto sobre la demanda interna se ve frenado por el deterioro del mercado laboral, que siempre va a remolque de la actividad. En Estados Unidos, el reciente aumento de la proporción de parados de larga duración y el importante número de trabajadores involuntariamente a tiempo parcial configuran un panorama que obliga a la prevención. Las perspectivas en el resto de países desarrollados no son distintas. En Japón, la tasa de paro de junio siguió repuntando hasta el 5,4%, el máximo desde 2003, y en la eurozona alcanzó el 9,4%, lo que sitúa el número de personas en paro cerca de los 15 millones.

Donde el optimismo bulle alegremente es en los mercados financieros. La revalorización de los índices bursátiles con respecto al mínimo registrado en marzo ha proseguido hasta alcanzar niveles aproximados del 50% para el S&P 500 y el Eurostoxx 50. Merece una mención especial la extraordinaria trayectoria del IBEX 35, que desde marzo ha recogido una revalorización superior al 60%. Uno de los aspectos relevantes en la escalada de las bolsas fueron los resultados de las empresas en el segundo trimestre. Del total de las 500 compañías cotizadas en el S&P, el 73% de los anuncios de resultados superaron las previsiones. En Europa los resultados fueron más modestos, con la presencia de un sector financiero todavía muy dañado por la crisis. Los

mercados de crédito también han mostrado un comportamiento muy positivo, reduciéndose las primas de riesgo hasta niveles previos a la crisis de Lehman Brothers.

Ello no significa ni mucho menos que la crisis financiera se haya cerrado, ya que el flujo de crédito en las principales economías se encuentra en mínimos, pese a los esfuerzos de los bancos centrales para acrecentar la liquidez. En todo caso, las autoridades monetarias ya no se centran en la búsqueda de nuevos instrumentos de estímulo económico, sino que el debate se desplaza hacia cuándo y cómo finalizar las laxas políticas monetarias. De momento, los tipos de interés se hallan en mínimos históricos: en agosto, el tipo de interés euríbor a tres meses ha alcanzado un mínimo del 0,87%, mientras que el euríbor a 12 meses cotizaba un 1,34% a mediados de agosto.

La mejora del entorno internacional también se ha notado en la economía española. El PIB bajó el 1,1% en el segundo trimestre en relación con el trimestre anterior, frente a un descenso del 1,6% tres meses antes. La mejora de la evolución trimestral todavía no se aprecia en la tasa interanual, que presentó el mayor retroceso de las últimas décadas, del 4,2%, uno de los peores registros de la eurozona.

La mejora del entorno exterior aportó una ligera mayor contribución del sector exterior al PIB. Esto ocurrió porque las importaciones de bienes y servicios cayeron más que las exportaciones, lo que ilustra la fase de debilidad por la que atraviesa la demanda interna. Además de la mejora de la coyuntura internacional, el menor deterioro del indicador de crecimiento es atribuible al impacto de los planes de estímulo económico del Gobierno.

La suavización de la recesión alcanzó al mercado de trabajo, que frenó su deterioro. En el segundo trimestre se perdieron

...pero la recuperación es todavía muy frágil.

La bolsa sigue mostrándose muy optimista.

La economía española presenta peores resultados que los europeos en el segundo trimestre, pero mejora respecto a los primeros meses del año.

La caída del empleo se contiene, pero la tasa de paro sube hasta casi el 18%, doblando la media de la eurozona.

El consumo privado se desploma y los precios bajan, mientras que el desequilibrio exterior mejora notablemente.

El déficit público se dispara pero las autoridades siguen aplicando políticas de estímulo fiscal.

145.800 empleos netos, según la encuesta de población activa, lo que en términos desestacionalizados supone bastante menos que en los trimestres anteriores. Con todo, en los últimos doce meses el nivel de ocupación se redujo en casi un millón y medio de personas, el 7,2%. El plan de obras municipales financiado por el Gobierno palió el descalabro del empleo en la construcción, que anotó un descenso trimestral inferior al de la industria, que también está sufriendo un duro ajuste.

En este entorno laboral, la población activa disminuyó por primera vez en los últimos años a causa de los desanimados por las crecientes dificultades para encontrar empleo. Esto contribuyó a moderar la escalada del paro. Con todo, la cifra de desempleados se elevó el 3,2% en el trimestre hasta 4.137.500 personas. La tasa de paro se incrementó en 6 décimas hasta el 17,9%, la mayor de la Unión Europea, doblando a la media.

Uno de los elementos más relevantes de la coyuntura actual es el descenso del consumo privado. En el segundo trimestre, en tasa anual, el gasto de consumo de las familias se recortó un 5,9% en términos reales (caída del 7,1% a precios corrientes). Esta evolución explica la intensa contención de los precios. En julio, el índice de precios de consumo registró un descenso interanual del 1,4%, la quinta tasa interanual negativa consecutiva y la mayor caída del índice en las últimas décadas. En todo caso, este retroceso no se hubiera registrado sin el desplome de los precios de las materias primas y especialmente del petróleo en los doce últimos meses, a pesar del último repunte. Por ello, aunque en los próximos meses se van a seguir anotando tasas interanuales negativas, lo más probable es que los precios vuelvan al terreno positivo hacia el final del ejercicio.

La recesión, además, ayuda a la corrección del desequilibrio exterior, de manera que

la necesidad de financiación ha bajado al 7,0% del PIB en el segundo trimestre (media de los cuatro trimestres anteriores), frente al 9,1% registrado en el conjunto de 2008. La recesión, en cambio, ha deteriorado velozmente las cuentas públicas. Los ingresos están cayendo fuertemente por la disminución de las bases imponibles de los distintos impuestos y por el aumento de los gastos asociados al alza del paro. Pero la erosión de las cuentas públicas también se debe al impacto de las diferentes medidas fiscales adoptadas por el Gobierno para paliar la crisis. Así, sólo en el primer semestre el déficit del Estado se elevó al 3,6% del PIB con la consiguiente subida de la deuda del Estado. No obstante, este verano las agencias de calificación crediticia Moody's y Fitch han mantenido el máximo *rating* para la deuda soberana española. De hecho, aunque la situación de las finanzas públicas ha empeorado rápidamente, el punto de partida era notablemente favorable.

En este marco, las autoridades económicas han continuado adoptando medidas en apoyo de sectores económicos afectados por la crisis, como ayudas a la compra de motocicletas o la asunción de la mitad del riesgo en nuevas hipotecas para viviendas protegidas. También se han aprobado medidas para atenuar los efectos de la escalada del paro, como la eliminación del requisito de un año de espera para poder rescatar los fondos de pensiones por parte de parados sin prestación por desempleo contributiva o la creación de una nueva ayuda temporal para parados que hayan agotado las percepciones por desempleo. El creciente coste de estas medidas plantea un desafío importante para las finanzas públicas que deberá dirimirse en los presupuestos del Estado para 2010, cuya presentación en las próximas semanas promete levantar un apasionado debate.

28 de agosto 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**.
- agosto** 25 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (11.427,8) con una ganancia acumulada del 24,3% con relación al final de diciembre de 2008.
26 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (9.543,5) con un alza del 8,7% en relación con el final del año 2008.

AGENDA

Septiembre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 8 Índice de producción industrial (julio).
- 11 IPC (agosto).
- 18 Encuesta trimestral de coste laboral (segundo trimestre).
- 20 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 23 Comercio exterior (julio).
- 25 Precios industriales (agosto).
- 29 Ingresos y pagos del Estado (agosto).
Avance IPCA (septiembre).
- 30 Balanza de pagos (julio).

Octubre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 5 Índice de producción industrial (agosto).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14 IPC (septiembre).
- 15 IPC armonizado de la UE (septiembre).
- 22 Comercio exterior (agosto).
- 23 Encuesta de población activa (tercer trimestre).
- 26 Precios industriales (septiembre).
- 27 Ingresos y pagos del Estado (septiembre).
- 29 Avance IPCA (octubre). PIB de Estados Unidos (tercer trimestre).
- 30 Balanza de pagos (agosto).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos: la economía baja un 1,0% con menores deterioros de la inversión y las exportaciones y un consumo débil.

La economía sale de la recesión pero el endeudamiento de los hogares dificultará la recuperación.

Estados Unidos sale de su peor recesión y encara una dura cuesta

La economía estadounidense roza el final de la recesión más profunda y prolongada desde la Segunda Guerra Mundial, y encara una recuperación que será débil y errática. El producto interior bruto (PIB) del segundo trimestre de 2009 retrocedió un 3,9% interanual aunque, en términos intertrimestrales anualizados, el descenso quedó en un mínimo 1,0%. Tras la habitual revisión de julio, se constata que la debilidad de la actividad empezó antes de lo que se había publicado previamente. Así, el crecimiento para el conjunto de 2008 pasó del 1,1% al 0,4%, mientras que

los datos del primer trimestre también fueron revisados a la baja, especialmente en lo que se refiere al consumo privado, que sigue descendiendo. En el apartado inversor, la construcción siguió sin levantar cabeza, mientras que el sector exterior y la inversión en equipo, aunque siguieron cediendo terreno, moderaron las enormes pérdidas del trimestre previo.

Quedan atrás la recesión y los peores descensos, pero la recuperación que viene no será fácil. El elevado endeudamiento de los hogares hará que buena parte de los ingresos se destine a la reducción de la deuda, o sea, al ahorro. Así, en los primeros seis meses de 2009 los hogares aho-

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	2,1	0,4	0,0	-1,9	-3,3	-3,9	-
Ventas al por menor	3,3	-0,7	0,4	-8,0	-8,9	-9,6	-8,3
Confianza del consumidor (1)	103,4	58,0	57,3	40,7	29,9	48,3	46,6
Producción industrial	1,5	-2,2	-3,2	-6,7	-11,6	-13,2	-13,1
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	47,4	36,1	35,9	42,6	48,9
Venta de viviendas unifamiliares	-26,7	-37,4	-36,2	-41,0	-40,0	-30,2	...
Tasa de paro (2)	4,6	5,8	6,1	6,9	8,1	9,3	9,4
Precios de consumo	2,9	3,8	5,3	1,6	0,0	-1,2	-2,1
Balanza comercial (3)	-701,4	-695,9	-725,8	-695,9	-604,5	-503,4	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,3	2,8	3,2	2,2	1,2	0,8	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,9	74,4	73,5	81,3	82,7	79,4	76,5

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

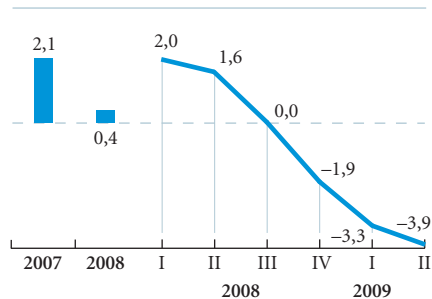
(4) Índice del tipo de cambio ponderado por los flujos del comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa.

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

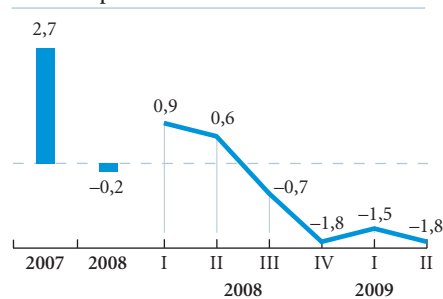
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

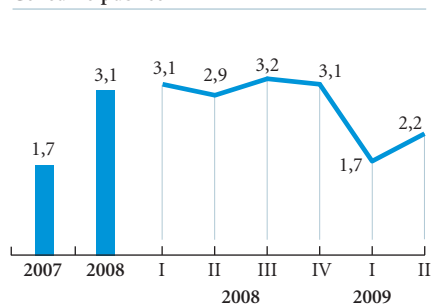
PIB



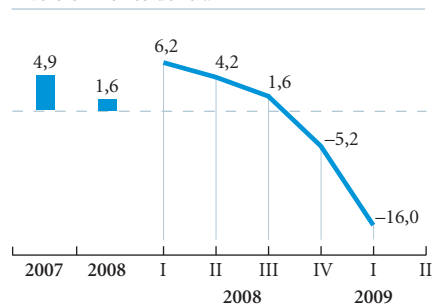
Consumo privado



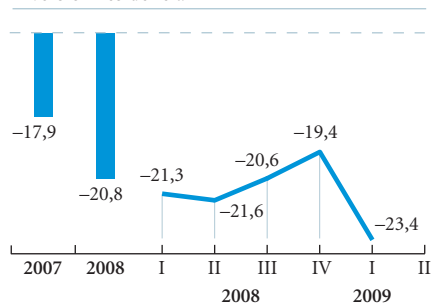
Consumo público



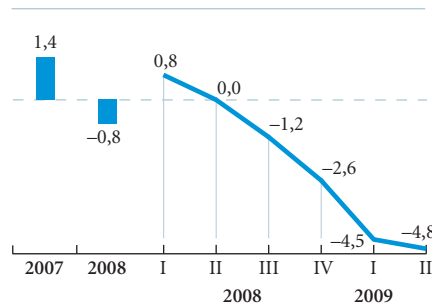
Inversión no residencial



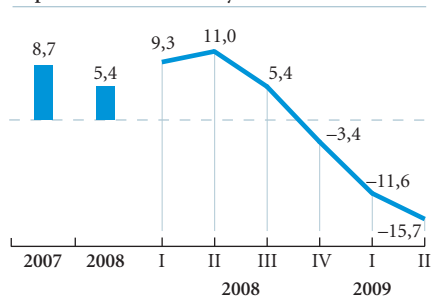
Inversión residencial



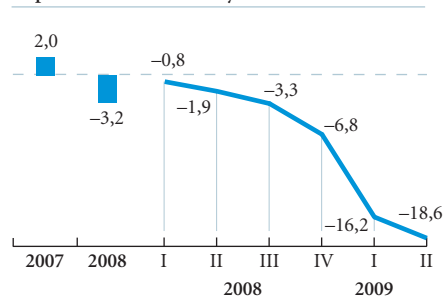
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

La confianza de los consumidores y las ventas minoristas retoman la senda bajista.

rraron un 4,6% de su renta disponible, mientras que en el trienio 2005-2007 el promedio había sido del 1,8%. Si a ello se añade la pérdida de riqueza de las familias, que entre junio de 2007 y finales de 2008 rozó el total del PIB, combinando activos tangibles y activos financieros, se deduce que el consumo privado seguirá necesitando de estímulos fiscales en los próximos meses.

Los últimos indicadores de demanda confirman esta debilidad del consumo. Las ventas minoristas, sin automóviles ni gasolina, retrocedieron en julio un 5,5% interanual, dando así un paso atrás respecto al mes anterior. Igual patrón siguió el índice de Confianza del Consumidor del Conference Board, que en julio bajó por segundo mes consecutivo, de 49,3 hasta los 46,6 puntos.

Es en la oferta donde los síntomas de reactivación son más visibles aunque, por el momento, se circunscriben a indica-

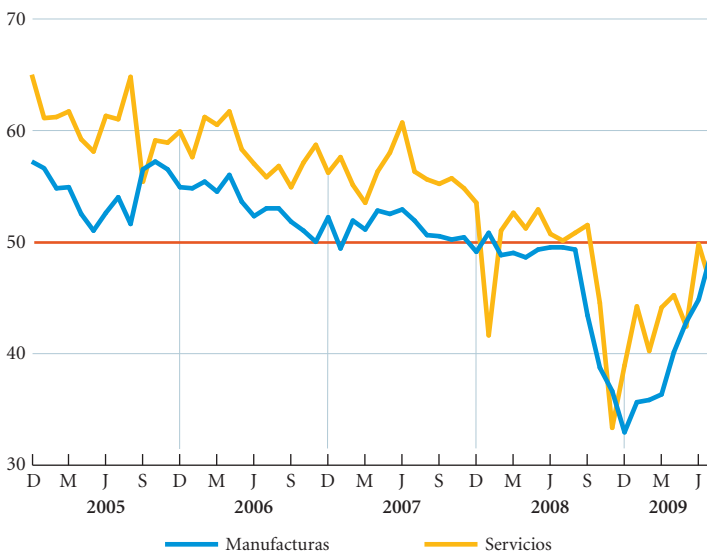
dores de confianza más que a cifras reales de actividad. Así, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de julio siguió acercándose paulatinamente a la barra de los 50 puntos, que se considera el umbral que marca el inicio de etapas expansivas. El índice de manufacturas tuvo su séptimo mes consecutivo de avances, llegando al nivel de los 48,9 puntos, mientras que los servicios se quedaron en los 46,1 puntos. Más pausada, la producción industrial de julio registró un modesto avance respecto a junio, poniendo fin a los descensos, pero siguió estando claramente por debajo de los niveles del mismo periodo del año anterior. De igual manera, la utilización de la capacidad productiva siguió siendo muy baja.

La vivienda toca fondo pero no da señales de reactivación. Las ventas de inmuebles han encontrado un nivel estable y el deterioro del precio de los inmuebles se tomó un pequeño respiro, con un ín-

Los empresarios abandonan el pesimismo, pero la actividad industrial sigue en mínimos.

ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS YA NO SON TAN PESIMISTAS

Nivel de los índices del ISM (*)

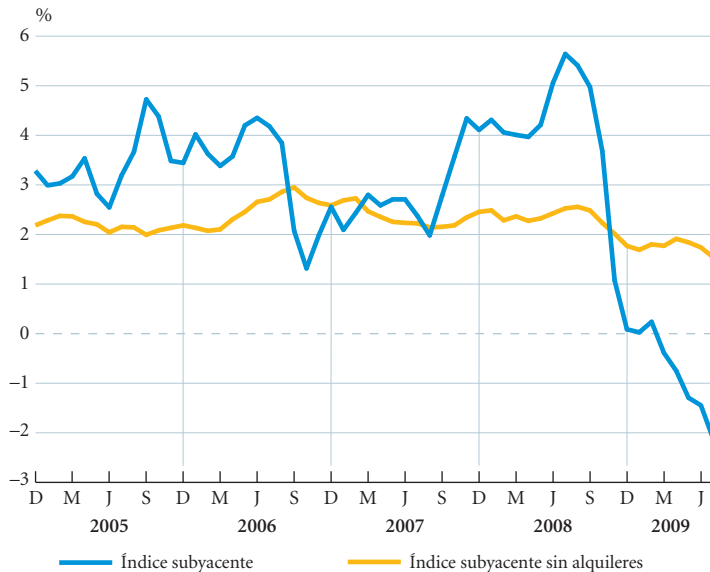


NOTA: (*) Un nivel de 50 implica que hay tantas respuestas optimistas como pesimistas.

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

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.

dice Case-Shiller que en mayo acumulaba, empero, un retroceso del 33,0% respecto al máximo de junio de 2006. La mejora del sentimiento de los constructores tuvo pocas consecuencias tangibles, ya que las viviendas iniciadas de julio siguieron muy por debajo de los niveles normales, probablemente porque, con las ejecuciones por impago de hipotecas en máximos, el exceso de inmuebles en el mercado tiene visos de prolongarse en el tiempo.

Tampoco ayuda el mercado de trabajo, cuya debilidad seguirá marcando el ritmo de la economía estadounidense en los próximos meses. En julio se perdieron 247.000 empleos, menos que en meses anteriores, mientras que la tasa de paro interrumpió momentáneamente su tendencia al alza, quedando en el 9,4%. Sin embargo, el reciente aumento de las demandas por desempleo, la proporción de parados de larga duración, que siguió alcanzando nuevos máximos, y el impor-

tante número de trabajadores involuntariamente a tiempo parcial configuran un panorama sombrío.

La floja demanda y los recursos ociosos hacen que las tendencias inflacionistas no afloren. El índice general de precios al consumo (IPC) de julio retrocedió un 2,1% interanual y el IPC subyacente, el general sin los alimentos ni la energía, moderó sus alzas incrementándose en un 1,5% interanual que, sin el alquiler de la vivienda, quedó en el 2,0%.

Por su parte, el déficit comercial de bienes y servicios de junio fue de 27.008 millones de dólares, ligeramente por encima del registro del mes previo, por el encarecimiento del petróleo. Sin embargo, el déficit sin productos petrolíferos se redujo hasta los 9.800 millones de dólares, la quinta parte del máximo de enero de 2006 gracias a la modesta subida de las exportaciones y al continuado deterioro de las importaciones. Pese a la mejora,

La vivienda toca fondo pero la morosidad dificulta la recuperación.

El mercado laboral sigue débil, con una tasa de paro del 9,4% y más paro de larga duración.

El IPC desciende un 2,1% y el subyacente sube un 1,5%.

El petróleo caro impide una mayor corrección del déficit comercial.

hay que tener en cuenta que los flujos comerciales siguen en niveles muy bajos, con exportaciones e importaciones un 22,2% y un 31,1% por debajo del mismo mes del año anterior, respectivamente.

En los próximos meses, el menor deterioro del consumo interno, la normalización del comercio y las últimas subidas del precio del crudo pueden entorpecer la corrección del déficit.

El precio del riesgo: ni tanto ni tan poco

Poco antes de la crisis, los inversores parecían conformarse con una leve compensación por incorporar a sus carteras activos distintos a un bono de un gobierno solvente, lo más parecido a un activo sin riesgo. Eran tiempos en los que una titulización de hipotecas *subprime* pagaba un puñado de puntos básicos más que un bono del tesoro americano. Tras el inicio de la crisis, la situación ha sido muy distinta y, en algunos casos, parece haberse mudado al otro extremo, especialmente en momentos de alta tensión. ¿Qué explica estas fluctuaciones de las primas de riesgo? ¿Estamos ante un cambio que perdurará más allá de la crisis o ante un fenómeno temporal?

La prima de riesgo de un activo financiero engloba, en un sentido amplio del término, la compensación que demanda un inversor por la incertidumbre que afecta a la rentabilidad final de dicha inversión. Por lo general, y simplificando, un inversor prefiere una rentabilidad segura antes que una rentabilidad incierta de igual valor esperado. Para inducirlo a que incorpore a su cartera de inversión el activo arriesgado, la rentabilidad del mismo debe incluir una prima de riesgo, un diferencial positivo respecto a lo que paga un bono del gobierno.⁽¹⁾

En el caso de la renta fija, por ejemplo, existe un riesgo de impago, denominado riesgo de crédito, que puede alterar la rentabilidad de la inversión. En el caso de la renta variable, los dividendos futuros y las posibles ganancias de capital están sujetas al devenir incierto de la compañía que ha emitido las acciones y a otros factores que pueden influir en su precio (se trata del riesgo de renta variable). Para cualquier tipo de activo, también existe el denominado riesgo de liquidez, un concepto que podría definirse como la dificultad de desprenderse de un activo a un precio próximo a su valor fundamental. El riesgo de liquidez tiende a ser menor para activos estandarizados, que cotizan en mercados organizados, y con un volumen alto de compraventas. En contraste, instrumentos como los CDO o los CDS, complejos y negociados *over-the-counter* (no en un mercado organizado) exhiben un elevado riesgo de liquidez.

Se han postulado múltiples razones para explicar las bajas primas de riesgo en los momentos previos a la crisis. Por una parte, se ha aducido la abundancia de liquidez que inundaba los mercados financieros internacionales. El origen de esta liquidez sería triple: el ahorro de China que, dirigido a la compra de activos sin riesgo, habría inducido a otros inversores a demandar los activos más arriesgados, disminuyendo así su prima de riesgo; los bajos tipos de interés oficiales en las principales economías avanzadas; y ciertas innovaciones financieras que habrían facilitado el apalancamiento de los inversores a través, por ejemplo, de vehículos contables fuera de balance. Por otra parte, algunos activos innovadores que contaban con el visto bueno de las agencias de *rating*, como los CDO, también pudieron contribuir, por su complejidad, a la ocultación del riesgo real de las inversiones. A las bajas primas de riesgo también contribuyeron la buena marcha de la economía mundial y la creencia

(1) La realidad es más compleja y la prima de riesgo puede ser negativa si la rentabilidad del activo tiende a ser elevada cuando el resto de activos caen de precio. Así, un inversor tiene en cuenta no sólo la rentabilidad esperada y la volatilidad de distintos activos, sino también cómo las rentabilidades tienden a moverse conjuntamente.

de que los ciclos económicos tradicionales comenzaban a ser una cosa del pasado. Parece que los inversores tienden a creer que tras siete años de vacas gordas, siguen siete años con igual fortuna, lo que lleva a infraestimar el riesgo de las inversiones.

Tras el inicio de la crisis, el espejismo de un mundo sin apenas riesgo llegó inexorablemente a su fin. La liquidez que había alimentado la caída de las primas de riesgo, de pronto, se secó. El deterioro de la situación económica y la incertidumbre acerca del alcance de la recesión aumentó el riesgo de crédito e hizo más incierto el porvenir de las empresas. En este contexto, la reevaluación del riesgo de ciertos activos, especialmente su vulnerabilidad al riesgo de liquidez, reconociendo errores pasados por parte de las agencias de *rating* y de los gestores de riesgo, conllevó un repunte de las primas de riesgo. La psicología de los inversores, que tras las pérdidas iniciales acrecentaron su aversión al riesgo, también ha jugado un rol importante en las fluctuaciones del precio del riesgo.

INDICADORES DE PRIMAS DE RIESGO

Tipo de activo	Definición del indicador	Promedio enero-junio 2007	Máximo desde julio 2007	Último valor (20 de agosto 2009)
Renta fija Estados Unidos	Diferencial bonos BBB sector industrial con bono tesoro a 10 años (puntos básicos)	123	471	232
Renta fija Eurozona	Diferencial bonos BBB sector privado con bono gobierno alemán a 10 años (puntos básicos)	84	485	269
Renta variable Estados Unidos	Índice VIX de volatilidad implícita en las opciones del S&P 500	13,2	80,9	25,1
Renta variable Eurozona	Índice VDAX de volatilidad implícita en las opciones del DAX de la bolsa alemana	15,9	74,0	26,1
Deuda pública países emergentes	Diferencial de rentabilidad de deuda pública en dólares de una cesta de países emergentes con los bonos de Estados Unidos (puntos básicos)	169	891	393
Deuda pública España	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán a 10 años (puntos básicos)	5	126	50

FUENTES: Bloomberg y Datastream.

¿Qué nos depara el futuro próximo? Tras la previsible sobrerreacción de los mercados financieros al calor de la crisis y la recesión, parece lógico esperar una cierta normalización de las primas de riesgo en los próximos meses. El proceso ya ha comenzado, apoyado en las medidas de gobiernos y bancos centrales, pero también es cierto que llevará su tiempo dado el estrés al que está sometida todavía la economía real y la mayor sensibilidad al riesgo de los inversores (véase tabla anterior). Una completa normalización requerirá una relativa seguridad de que las principales economías han recuperado un ritmo de crecimiento sostenible, lo que seguramente no podrá certificarse hasta finales de 2010 o 2011, cuando ya haya comenzado el proceso de retirada de los estímulos excepcionales de política fiscal y monetaria. Aun entonces, no cabe esperar que las primas de riesgo alcancen los niveles anómalamente bajos del 2006. Existirá una mayor discriminación por tipo de activo y emisor, penalizándose la complejidad, la opacidad, la ausencia de estandarización y la falta de cotización en mercados organizados. La concienciación sobre el riesgo de liquidez será mucho mayor. Además, es previsible que las agencias de *rating* se abstengan de emitir juicios, o al menos no sean tan rotundos como antes, sobre activos de nueva creación, lo que aumentará sus primas de riesgo.

Paradójicamente, las primas de riesgo de los bonos de algunos gobiernos podrían aumentar en los próximos años. El aumento del peso de la deuda pública y las dificultades para reducir los déficits fiscales si la recuperación económica es lenta podrían sembrar dudas acerca del riesgo de crédito de más de un país. Al fin y al cabo, el activo libre de riesgo alguno está aún por inventar.

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

Japón crece un 3,7% por la recuperación exportadora y los estímulos fiscales.

El gran nivel de la deuda pública y la dependencia de China hacen que los riesgos sean a la baja.

La producción industrial se recupera, pero persiste el pesimismo de los inversores.

Japón sale de la recesión en falso

La economía japonesa creció un 3,7% intertrimestral anualizado en el segundo trimestre, poniendo fin a cuatro trimestres consecutivos de retrocesos. Sin embargo, el abrupto descenso del primer trimestre, aunque suavizado con la revisión, hizo que se registrase una caída interanual del 6,5%. La mayor contribución al crecimiento estuvo en el sector exterior, donde las exportaciones crecieron un 27,9% intertrimestral anualizado tras haber sufrido los mayores descensos desde 1945. La demanda interior retrocedió a causa del persistente deterioro inversor y de la reducción de existencias. Sin embargo, el repunte del consumo privado, que creció un 3,1% intertrimestral anualizado, y la fuerte inversión pública hicieron que el balance general acabara siendo al alza.

Pero los riesgos para el crecimiento siguen sesgados a la baja. Para empezar, la recuperación exportadora se explica en un 80% por la mayor demanda de Asia, donde la mitad corresponde a las importaciones de China, cuyo crecimiento basado en fuertes estímulos fiscales e incrementos del crédito sigue ofreciendo algunas dudas. Por otra parte, el repunte del consumo privado japonés se debe en gran parte a un paquete fiscal de 2 billones de yenes, en forma de efectivo para los hogares, lo que viene a ser un 2,8% del consumo privado corriente de un trimestre. Pero con una deuda pública cercana

al doble del PIB nominal, la expansión fiscal tiene poco recorrido en Japón, ya sea en forma de estímulos al consumo o de inversiones públicas.

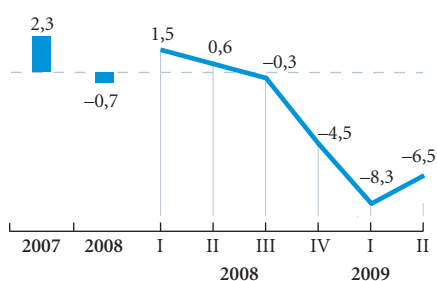
Los últimos indicadores de demanda no apuntan a una continuidad del repunte del consumo. Sin bien el índice de Confianza del Consumidor evolucionó al alza en el segundo trimestre, el nivel sigue siendo muy bajo respecto a la media histórica. También las ventas minoristas de junio continuaron con su tendencia a la baja, mientras que las ventas de automóviles de julio indican que los incentivos gubernamentales han logrado detener el deterioro, pero no han propiciado un giro alcista de la demanda.

Por el lado de la oferta, existen indicios de recuperación pero la magnitud de las caídas del otoño y del invierno pasado dificultará volver a los niveles de junio de 2008. En este contexto, la producción industrial de junio siguió al alza, situándose un 16,4% por encima del mínimo de febrero, pero con una caída del 24,5% interanual. De igual forma, el índice Tankan para grandes empresas manufactureras que publica el Banco de Japón indica que el sentimiento empresarial sigue en una banda muy baja, a pesar de la mejora del segundo trimestre. También en esta línea, el gasto inversor sigue sin indicios de recuperación aunque su indicador adelantado, los pedidos de maquinaria, puede haber tocado fondo en este segundo trimestre.

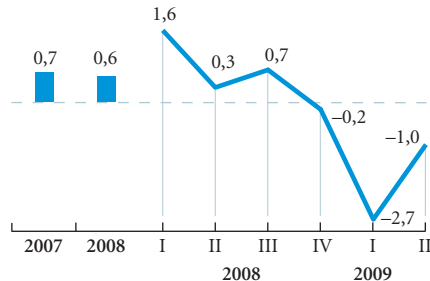
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

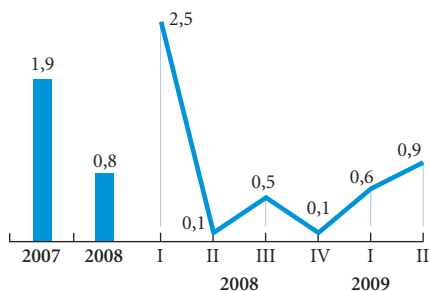
PIB



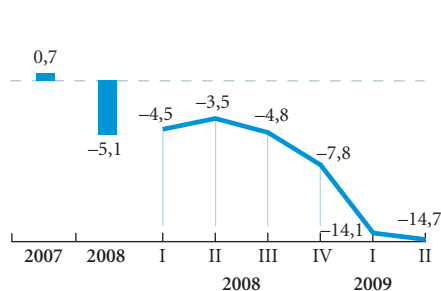
Consumo privado



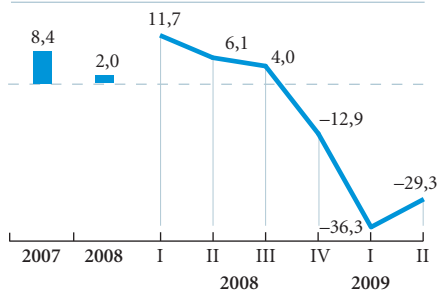
Consumo público



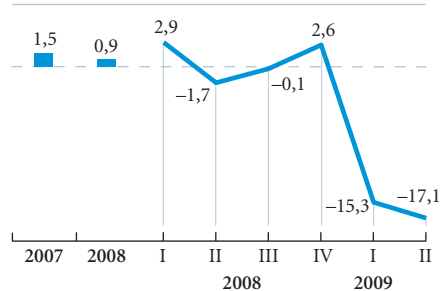
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

En el mercado de la vivienda sigue predominando la debilidad. Las ventas de julio del área de Tokio asentaron su modesta recuperación, que no está siendo acompañada por una reactivación de los precios. La oferta parece hacer caso a estos últimos, con unas viviendas iniciadas que en junio quedaron muy cerca del mínimo de los últimos 45 años.

Abundando en las debilidades de la demanda, el mercado laboral es, hoy por

hoy, uno de los puntos más frágiles de la economía nipona. La tasa de paro de junio siguió repuntando hasta el 5,4%, el máximo desde 2003, pero las peores noticias estuvieron en los salarios, que en junio perdieron un 9,8% interanual y llegaron al mínimo de los últimos veinte años. Las mayores pérdidas de empleo siguieron estando en las manufacturas que, en los primeros seis meses de 2009, han pasado de constituir el 18,6% del total de los empleos a ser sólo el 17,4%.

El paro llega al 5,4%, los salarios se desploman y el IPC baja un 1,8%.

JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL INICIA UNA ARDUA RECUPERACIÓN

Índice de producción industrial



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

Las debilidades del empleo y la demanda interna ayudaron a intensificar las tendencias deflacionistas. El IPC de junio registró un descenso del 1,8% interanual,

mientras que el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, retrocedió un 0,7% interanual y acumuló su sexto mes consecutivo de bajadas. Las flojas

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	2,3	-0,7	-0,3	-4,5	-8,3	-6,5	-
Ventas al por menor	-0,1	0,3	0,8	-1,5	-3,9	-2,8	...
Producción industrial	2,9	-3,4	-3,3	-15,0	-34,0	-27,6	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	-2,8	-3,0	-24,0	-58,0	-48,0	-
Viviendas iniciadas	-17,2	2,4	40,3	3,9	-21,4	-32,0	...
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	4,0	4,0	4,4	5,2	...
Precios de consumo	0,1	1,4	2,2	1,0	-0,1	-1,0	...
Balanza comercial (3)	12,6	4,0	7,5	4,0	1,4	1,0	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	81,9	98,5	102,1	95,7	96,9

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

perspectivas de recuperación de la demanda darán continuidad a los descensos de los precios, tal como apunta el retroceso del 1,8% interanual del IPC de Tokio en julio.

El sector exterior sigue recuperándose de las fuertes caídas del primer trimestre, aunque los flujos comerciales continúan muy por debajo de los niveles del año pasado. Las exportaciones japonesas, con un fuerte componente de bienes de capital con alto valor añadido, habían amplificado el descenso de la demanda global y la distorsión del comercio mundial por el incremento de los costes del seguro de crédito y caución. Según los datos de aduanas, durante el último trimestre de 2008 y enero y febrero de 2009, las exportaciones descendieron un 38,4% mientras que, desde entonces hasta junio, se recuperaron un comparativamente modesto 7,0%. Este cambio de tendencia, ayudado por la persistente debilidad de las importaciones, hizo que el saldo de la balanza de bienes de los tres últimos meses hasta junio arrojarase un superávit de 909.000 millones de yenes, cercano ya a los 1,1 billones del mismo periodo del año pasado.

Asia emergente: ¿desacoplamiento de nuevo?

Si a principios de año las teorías que pronosticaban un proceso de desacoplamiento entre las economías desarrolladas y las emergentes quedaron aparcadas, los nuevos datos que nos llegan desde Asia emergente han hecho renacer la hipótesis del desacoplamiento. China sorprende con un crecimiento del 7,9% interanual el segundo trimestre, muy por encima del 6,1% del primer trimestre y las predicciones del consenso. Corea crecía un 2,3% el segundo trimestre en comparación con el primer trimestre –aunque todavía presenta una caída interanual del 2,5%–.

Un estímulo fiscal equivalente al 7% del PIB anual en 2009 y una política monetaria fuertemente expansiva, basada en la inyección de liquidez, están detrás de la rápida recuperación china. Las autoridades han gastado en inversión pública algo más del 60% del presupuesto anual. En los cinco primeros meses de 2009, esto ha supuesto un crecimiento de la inversión del 32,9% respecto al mismo periodo del año anterior. Además el crédito bancario ha crecido un 33,9% interanual en julio, y

Las exportaciones se recuperan y el superávit comercial se consolida, pero queda camino por recorrer.

China sorprende positivamente con un crecimiento del 7,9% en el segundo trimestre.

El paquete fiscal y la política monetaria, artífices de la fuerte recuperación.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	13,0	9,0	9,0	6,8	6,1	7,9	–
Producción industrial	17,5	12,6	13,0	6,4	9,7	9,0	10,8
Producción eléctrica	15,7	6,7	6,7	–6,0	–4,3	–0,4	4,7
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	5,3	2,5	–0,6	–1,5	–1,8
Balanza comercial (**)	262	296	258	296	317	295	280
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	5,31	7,20	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	7,6	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

NOTAS: (*) Promedio.

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

(***) Porcentaje a final de periodo.

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

Producción industrial y ventas al por menor confirman el rebrote.

aunque con una tendencia a la baja tal y como muestran las últimas cifras de nuevos créditos presentadas por el banco central, en los siete primeros meses del año la tasa de crecimiento del crédito bancario se sitúa en el 29,1%, cifra que casi duplica el 15,3% de 2008.

Los indicadores más recientes confirman el rebrote del gigante asiático. Así, la producción industrial creció en junio un 10,7% interanual y un 10,8% en julio, superior al 8,9% de mayo y cada vez más cerca del ritmo del 15%-16% al que nos tenía acostumbrados en años anteriores. El índice de gestores de compras (PMI) de julio se encuentra en el 53,3 –por encima del nivel de 50–, indicando un periodo de expansión por quinto mes consecutivo. El crecimiento del 15,2% interanual de las ventas al por menor en julio, aunque muy por debajo del 23,3% del pasado año, se presenta como otro indicio del vigor de la economía china.

Las cifras de comercio internacional todavía no muestran signos tan claros de recuperación, si bien dejan entrever una cierta mejora. Tanto exportaciones como importaciones han subido considerablemente en los últimos meses, con una recuperación que llega al 80% del valor que tenían a mediados de 2008, justo antes del desplome. No obstante, dicho hundimiento aún provoca que las tasas de crecimiento interanual se mantengan en territorio negativo. En particular, las exportaciones cayeron un 21,3% y un 22,9% interanual en junio y julio, respectivamente, frente al 26,5% de mayo. El freno en la caída de las importaciones ha sido más evidente, pues la caída interanual de julio del 14,9%, aunque algo mayor que la de junio, se encuentra muy por debajo del 25,2% de mayo. El superávit por cuenta corriente evolucionará a la baja gracias a la mayor recuperación en las importaciones.

El miedo a la deflación desaparece.

El IPC cayó un 1,8%, frente al 1,7% y 1,4% de junio y mayo, respectivamente. Paralelamente, el índice de precios de producción se sitúa un 8,2% por debajo del valor que tenía un año antes. El descenso en el precio de los alimentos y la gran subida a mediados de 2008 del precio en los suministros están detrás de la caída en los índices de precios. Pese a los datos presentados, los riesgos de deflación se desvanecen ante el dinamismo de la actividad económica.

Finalmente, la bolsa de Shanghai parece seguir la senda presentada por los indicadores más optimistas, aunque con importantes matices. En lo que va de año el índice *Composite* se ha revalorizado alrededor de un 60%, frente a la bajada del 65% del año pasado. Sin embargo, esta fuerte subida no está exenta de miedos hacia una nueva burbuja especulativa. En las tres primeras semanas de agosto, el índice llegó a caer, de hecho, un 20%.

Con todo, seguimos creyendo que la activación del consumo interno es la clave para el futuro de China. Si bien la fuerte inversión en infraestructuras llevada a cabo por el gobierno y la facilitación del crédito han sido útiles para escapar rápidamente de la crisis global y reactivar el empleo, se necesitan cambios de carácter más estructural para seguir en una senda de crecimiento elevado.

La mayor relevancia del consumo interno, la asignatura pendiente.

Brasil: brotes verdes en el Amazonas

A pocos días de conocer los datos definitivos del segundo trimestre, todo apunta a que la economía brasileña –espoleada por un firme consumo interno, el buen quehacer de su sistema financiero y el renovado apetito chino por las materias primas de la región– ha retomado la senda del crecimiento. Aun así, el fuerte retroceso de los primeros meses pasará factura al cómputo final de 2009.

Se espera crecimiento positivo en Brasil en el segundo trimestre.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	5,6	5,1	6,8	1,1	-1,6	...	-
Producción industrial	5,9	2,9	6,4	-6,2	-13,9	-11,5	...
Confianza del consumidor (*)	132,3	140,4	136,3	132,9	128,5	128,4	139,9
Tasa de paro São Paulo (**)	15,0	13,0	12,7	11,6	12,6	13,9	...
Precios de consumo	3,6	5,7	6,3	6,2	5,8	5,2	4,5
Balanza comercial (***)	40,0	24,8	28,7	24,8	25,0	27,5	27,1
Tipo de interés SELIC (%)	12,75	11,25	13,75	13,75	11,25	9,25	8,75
Reales por dólar (*)	2,1	1,8	1,9	2,3	2,3	2,0	1,9

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Si se confirma la pronta recuperación, parte del éxito deberá atribuirse al buen empleo de los últimos años en diseñar un marco macroeconómico que permitiera afrontar mejor cualquier adversidad externa. La sólida posición financiera del gobierno ha dado la credibilidad y los recursos necesarios para mitigar, con medidas contracíclicas puntuales, el impacto de una crisis que ha golpeado con fuerza la industria, la inversión y las exportaciones de Brasil.

En contraste con la demanda externa, el consumo interno ha manifestado una gran resistencia y los datos más recientes no hacen más que corroborarlo. La confianza del consumidor ha regresado a niveles anteriores a la crisis y las ventas minoristas crecieron nuevamente en junio, 5,6% interanual y 1,7% mensual anualizado desde mayo. El consumo se ha visto respaldado por un crédito bancario cuyo saldo vivo creció un 19,7% en junio respecto al mismo mes de 2008, alcanzando máximos históricos en porcentaje del PIB (43,7% del PIB).

Por el lado de la oferta, la debilidad de la industria respecto a 2008 sigue siendo

evidente, aunque el ritmo de la caída se va ralentizando gracias, en gran medida, a los estímulos fiscales al sector del automóvil. El índice de gestores de compra (PMI) remontó ligeramente en julio mientras que la producción industrial avanzó por sexto mes consecutivo en junio (0,2% mensual anualizado), aun retrocediendo un 12,4% en tasa interanual. Las ayudas gubernamentales dieron aire al mercado interior de vehículos pero el desplome de las exportaciones en julio acabó arrastrando el sector hacia un nuevo retroceso: las matriculaciones cayeron un 0,9% y la producción un 11,5% respecto a julio de 2008.

El repunte de los influjos de capital y del mercado bursátil en el segundo trimestre refleja el renovado interés de los inversores internacionales por los activos brasileños y sigue apreciando el real. La inflación, por su parte, continúa en su senda descendiente y dentro de los objetivos previstos. Ello facilitó el recorte en 50 puntos básicos de la tasa SELIC en julio, quinto consecutivo, y que deja el tipo de interés de referencia en su mínimo histórico: 8,75%.

El consumo, pilar resistente ante un sector exterior sacudido por la crisis.

La confianza exterior empuja el real.

Con todo y a pesar de que el último comunicado del Banco Central do Brasil dejó todas las puertas abiertas, trasluce la sensación de que el fin de los recortes, si no ha llegado ya, está cerca. Si fructifican los brotes verdes y la recuperación china no es un espejismo, el viento en Brasil sopla a favor de la restricción monetaria en 2010.

México: la recuperación se demora

Tras un año nefasto y recién cruzado el ecuador de 2009, la tormenta parece amainar en América Latina, aunque el parte es más o menos claro en función de las coordenadas donde uno se ubica. Mientras Perú es el único que espera crecimiento positivo en 2009 y Brasil toma las riendas hacia la recuperación, México se confirma como el país latinoamericano más perjudicado por el bache global.

El PIB mexicano se contrajo un 9,7% interanual el segundo trimestre de 2009, el mayor retroceso desde que se tiene registro del mismo. Sin embargo, la variación intertrimestral –un 1,1%– fue menor que en el primer trimestre, con lo cual el ajuste parece moderarse. La contrac-

ción de la actividad entre marzo y junio se atribuye, por un lado, a la todavía débil demanda interna –sin mejoras significativas en la confianza del consumidor o del productor, un mayor desempleo y restricción al crédito–. Por otro, a una nueva ronda de «contagios» –la propagación de la gripe A con un efecto calendario adverso (vacaciones de semana santa) y los problemas del sector del automóvil norteamericano.

Confirmado el deterioro económico de la primera mitad de 2009, se espera cierta mejoría en el tercer trimestre. Además de indicios de avance en Estados Unidos y la ligera recuperación de las remesas en junio, la demanda interna también da señales de estabilización: la confianza del consumidor alcanzó en julio su máximo en 2009 y la inversión, aunque retrocedió un 15,8% interanual en mayo, aminoró el ritmo de la caída respecto a abril.

Por el lado de la oferta, la producción industrial continúa atada a la suerte del sector manufacturero en Estados Unidos y cayó un 11,3% interanual en junio, cifra de dos dígitos por segundo mes consecutivo. Asimismo, el desempleo alcanzó el 6,1% en julio, su máximo en trece años.

El PIB mexicano sufre el peor retroceso en tres décadas.

La demanda da tímidas señales de estabilización.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	3,3	1,4	1,5	-1,7	-8,4	-9,7	-
Producción industrial	2,4	-0,9	-1,4	-4,4	-9,9	-10,2	...
Confianza del consumidor (*)	104,9	92,2	88,9	83,3	80,1	80,5	85,4
Tasa de paro general (**)	3,7	4,0	4,2	4,3	5,0	5,2	6,1
Precios de consumo	-22,7	-11,8	5,5	6,2	6,2	6,0	5,4
Balanza comercial (***)	-10,1	-17,3	-11,9	-17,3	-17,5	-16,0	-16,0
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	8,25	8,25	6,75	4,75	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	11,0	10,6	11,0	13,9	14,2	13,2	13,2

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES SE RECUPERA EN BRASIL Y REPUNTA EN MÉXICO

Índice de confianza del consumidor



FUENTES: INEGI, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

A pesar de ello, el sentimiento de los gestores de compras se animó levemente ese mismo mes, lo cual, de persistir, suele anticipar una mejora en el nivel de actividad.

También en julio, y en vistas del panorama, Banxico no sólo redujo el tipo de interés de referencia, hasta el 4,5%, sino también sus perspectivas económicas para 2009: se espera una caída del PIB entre el 6,5% y 7,5%. De todas maneras, si se consolida la relativa mejoría de la economía estadounidense y del sentimiento económico interno, es probable que el crecimiento regrese a finales de 2009; y, con él, el inicio de una ronda de subidas de tipos oficiales para atajar posibles presiones inflacionistas.

El petróleo y los metales siguen al alza

El precio del petróleo volvió a subir aunque con menor intensidad que en el mes previo. Entre el 20 de julio y el 21 de agosto

el crudo avanzó un 12,4%, llegando a los 73,91 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes). Tras este nuevo tirón al alza, la subida acumulada en el año corriente llega ya al 89,1%, aunque todavía se está por debajo del nivel de hace un año.

El precio del petróleo siguió al alza gracias a la política expansiva de la Reserva Federal y a la demanda de las economías emergentes, en especial de China y de sus vecinos asiáticos. En el caso chino, las importaciones récord de junio y julio hicieron que el total de los primeros siete meses de 2009 aumentase un 5,8% interanual en volumen. A estos factores alcistas se añadió en julio una inesperada disminución del nivel de existencias en Estados Unidos.

Los precios de las materias primas siguieron la estela del petróleo. El índice *The Economist* de materias primas subió un 6,3% entre el 20 de julio y el 21 de agosto, un ascenso del 22,0% en el año corriente.

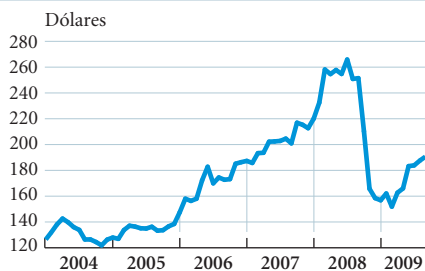
La producción industrial en caída libre y con la esperanza puesta en el cuarto trimestre.

El precio del petróleo vuelve a subir y acumula un incremento del 89%.

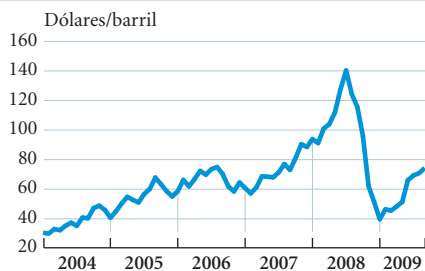
El precio del crudo se sustenta en políticas monetarias laxas y la fuerza de las economías emergentes.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

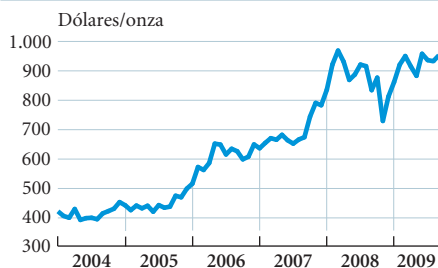
Índice «The Economist»



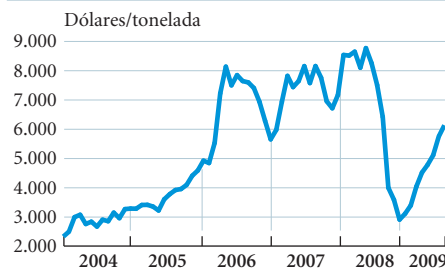
Petróleo Brent



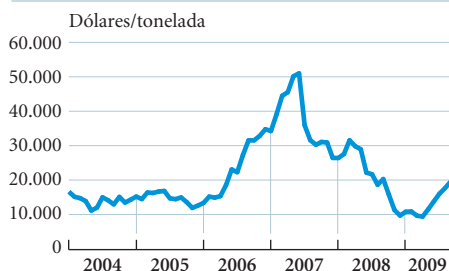
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 21 de agosto).
FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Las materias primas siguen al alza, pero los metales básicos deberían moderar su ímpetu alcista.

El oro mantuvo sus avances, los alimentos siguieron corrigiendo a la baja y los metales básicos continuaron su escalada. El cobre acumula una ganancia del 111,4% en el año corriente, mientras que aluminio y níquel también presentan avances considerables. Estas ganancias se asientan en los mismos pilares que las del petróleo, pero en el caso de los metales

básicos es de esperar una moderación de las subidas. La recuperación de la actividad industrial debería facilitar un aumento de la producción de los desguaces, que constituyen un importante suministrador de metales básicos, reduciendo así la necesidad de mantener el *boom* importador de la primera mitad de año.

Zona del euro: aires de recuperación

En el Informe Mensual de los meses de julio y agosto apuntamos que la economía de la zona del euro había reducido notablemente el ritmo al que venía contrayéndose. De todas formas, los datos de crecimiento del producto interior bruto (PIB) del segundo trimestre han sorprendido a los más optimistas. Después de que en el primer trimestre éste anotara un descenso del 2,5% con respecto al trimestre anterior, en el segundo trimestre sólo retrocedió un 0,1%. La vuelta a los números verdes podría estar cerca, pero ello acabará dependiendo de la robustez de los factores que están impulsando el cambio de tendencia. Esto es precisamente lo que intentaremos aclarar.

Para determinar cuáles han sido las fuerzas que han hecho posible el cambio de tendencia debemos recurrir a las series de más alta frecuencia, pues aún no disponemos de los datos desagregados por componentes y sectores. De todas formas, la información indirecta que se obtiene de ellas acostumbra a ser bastante fiable. El sector exterior aparece como uno de los principales candidatos para explicar los buenos resultados de crecimiento de la economía de la eurozona. Como observamos en el gráfico de la página siguiente, en el segundo trimestre la balanza comercial recuperó claramente el terreno positivo. Ello es el resultado de una modesta recuperación de las exportaciones, que después de retroceder el 18% en el primer trimestre con respecto

Los datos de crecimiento del segundo trimestre sorprenden positivamente.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		Julio
			III	IV	I	II	
PIB	2,7	0,6	0,5	-1,7	-4,9	-4,7	-
Ventas al por menor	1,4	-0,7	-1,0	-1,9	-3,2	-2,4	...
Confianza del consumidor (1)	-4,9	-18,0	-19,1	-27,1	-32,5	-27,9	-23,0
Producción industrial	3,5	-1,7	-1,5	-9,0	-18,4	-18,6	...
Sentimiento económico (1)	108,9	91,1	89,9	75,6	65,7	70,2	76,0
Tasa de paro (2)	7,4	7,5	7,6	8,0	8,8	9,3	...
Precios de consumo	2,1	3,3	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,7
Balanza comercial (3)	20,1	-1,2	-11,4	-31,7	-35,3	-29,8	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	4,3	4,6	5,0	4,2	2,0	1,3	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	107,9	113,0	114,0	109,1	111,9	113,2	113,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

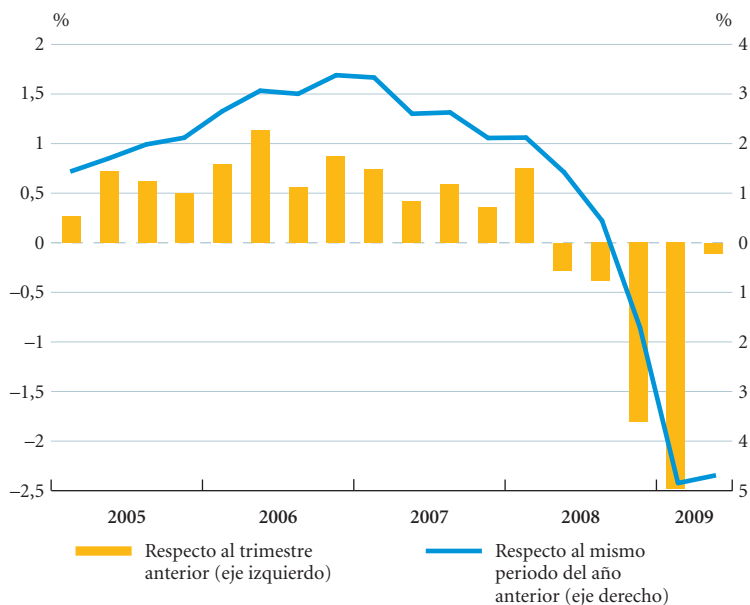
(3) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

(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.

EL CRECIMIENTO SORPRENDE POSITIVAMENTE

Variación del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

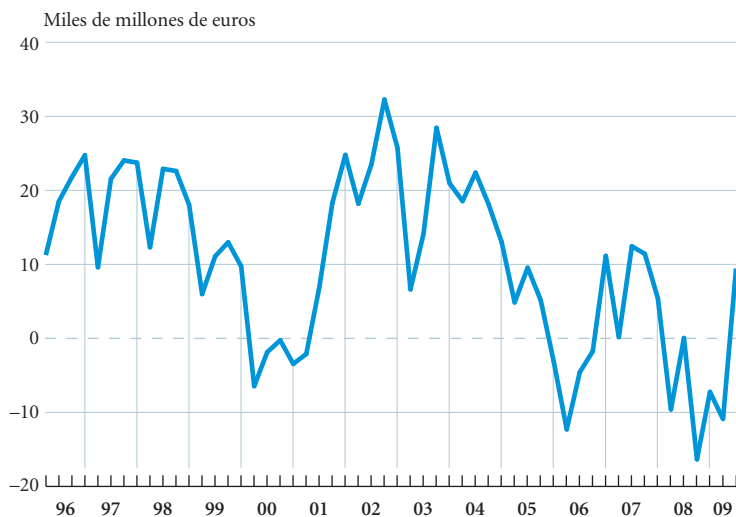
El sector exterior es uno de los principales impulsores del cambio de tendencia.

al trimestre anterior, en el segundo trimestre aumentaron un 1,5%. Además, las importaciones, que también se desplomaron en el primer trimestre, en el se-

gundo trimestre retrocedieron un 5%. Ello habrá hecho que, probablemente, la contribución neta del sector exterior al crecimiento haya sido positiva.

LA BALANZA COMERCIAL RECUPERA EL VERDE

Saldo de exportaciones menos importaciones



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Otro de los factores que podría encontrarse detrás de la recuperación de la economía europea es el efecto de los planes de estímulo económico. Como es bien sabido, uno de los sectores a los que se ha prestado más ayuda ha sido el automovilístico, que ha registrado un espectacular rebote en el segundo trimestre. Las ventas de automóviles han pasado de mantenerse en niveles históricamente bajos a valores superiores a la media histórica en el segundo trimestre de este año (véase gráfico siguiente). De todas formas, los efectos de los planes de estímulo económico no parecen haber conseguido reanimar el consumo privado en general. Las ventas al por menor, por ejemplo, siguen cayendo, aunque a un ritmo más moderado. Concretamente, han pasado de retroceder un 3,2% interanual en el primer trimestre a registrar un descenso del 2,4% en el segundo trimestre.

El efecto de los planes de estímulo económico se ve limitado, en parte, por la pésima evolución del mercado laboral. La tasa de paro en el mes de junio alcanzó el

9,4%, y se encuentra lejos del 7,2% que alcanzó en marzo de 2008. Ello sitúa el número de personas en paro cerca de los 15 millones. En tan sólo un año el número de desempleados ha aumentado en más de 3 millones de personas. Además, las perspectivas no son nada favorables a corto y medio plazo, pues todo apunta a que la tasa de paro seguirá aumentando hasta el año que viene.

Por el lado de la oferta, los indicadores de alta frecuencia están iniciando un tímido cambio de tendencia, con lo que muy probablemente la inversión aún se encuentra muy débil. Una muestra de ello es la producción industrial: en el segundo trimestre anotó un descenso interanual del 18,6%, dos décimas más bajo que el anotado el primer trimestre. La utilización de la capacidad productiva, que en el segundo trimestre bajó hasta el 69,5%, más de medio punto con respecto al primer trimestre, es otra muestra de ello.

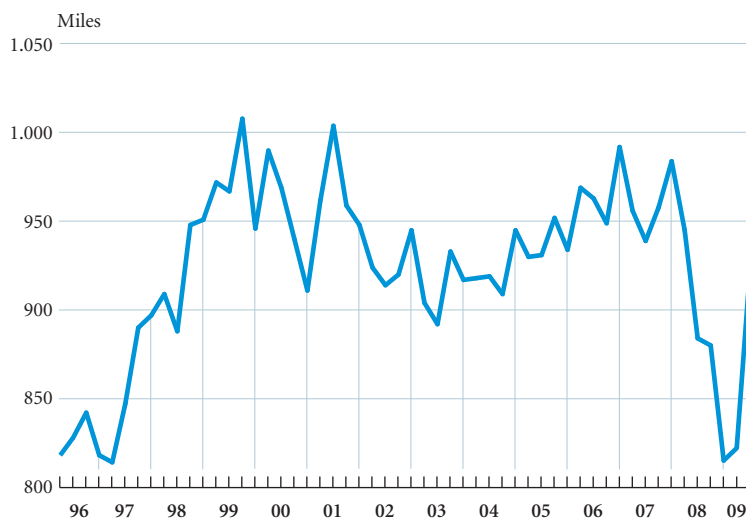
Otro de los aspectos a destacar es que la mejora no está siendo igual en todos los

Los planes de estímulo económico ayudan a frenar la caída del consumo.

Sin embargo, la recuperación no está siendo igual en todos los países.

LOS AUTOMÓVILES PISAN EL ACELERADOR

Venta de automóviles en la eurozona



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

La inflación se desploma, pero se recuperará en la segunda mitad del año.

países. Sólo Francia, Alemania, Grecia y Portugal han anotado tasas de crecimiento intertrimestrales positivas, y todas ellas se han quedado cercanas a cero. España, Holanda e Italia se encuentran en el lado opuesto con unas caídas del 1%, el 0,9% y el 0,5% respectivamente.

Hecho el repaso de las distintas fuerzas que han podido empujar a la economía europea, las conclusiones no son demasiado alentadoras. El sector exterior parece que habrá sido el principal contribuyente del cambio de tendencia, pero es importante resaltar que ello habrá sido el resultado de una caída de las importaciones, lo que es un reflejo de la debilidad de la demanda interna. Además, será difícil que las exportaciones puedan liderar un rápido proceso de recuperación económica, pues la demanda interna de las principales economías desarrolladas también se encuentra muy débil. Confiar la recuperación de las exportaciones en el crecimiento de la demanda de China, la única gran economía que está creciendo con fuerza, es demasiado arriesgado. Por otro lado, los efectos de los planes de estímulo económico han ayudado a frenar la caída del consumo, pero se debe tener en cuenta que esta fuente de crecimiento no es sostenible a medio plazo.

Ante este escenario no muy optimista, merece la pena resaltar la evolución de los indicadores de sentimiento económico. El que elabora la Comisión Europea, en el mes de julio continuó mejorando por cuarto mes consecutivo. El índice Purchasing Managers Index (PMI) de los gestores de compras, para el que ya se dispone del dato de agosto, también continuó avanzando. Éste, además, abandonó

los niveles que indican una contracción económica. Los factores que están impulsando la recuperación no son lo suficientemente fuertes para llevarnos rápidamente a una tasa de crecimiento como la que había antes de la recesión. Sin embargo, en el tercer trimestre ésta podría situarse ligeramente por encima de cero después de 5 trimestres en rojo.

Como hemos apuntado en anteriores ediciones del Informe Mensual, la rapidez con la que se recuperarán los precios es aún una incógnita. En el mes de julio, la variación interanual del índice de precios al consumo (IPC) volvió a anotar un marcado descenso hasta alcanzar una tasa negativa del 0,7%, lo que supone un nuevo mínimo histórico. La inflación subyacente, en cambio, sólo cedió una décima y se mantiene en el 1,3%. 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 ésta se irá recuperando gradualmente hasta cerrar el año con tasas cercanas al 1%. Sin embargo, la incertidumbre es aún elevada. Por un lado, una recuperación de la demanda más lenta de lo esperado se traduciría en una menor inflación. Pero, por otro lado, hay preocupación por cómo el Banco Central Europeo (BCE) retirará la enorme cantidad de liquidez introducida en los mercados, lo cual constituye un riesgo de inflación futura.

En resumen, en el segundo trimestre la economía de la zona del euro ha estado a punto de anotar una tasa de crecimiento positiva, pero la consolidación de la recuperación aún se encuentra lejos y no está exenta de riesgos.

La consolidación de la recuperación aún se encuentra lejos y no está exenta de riesgos.

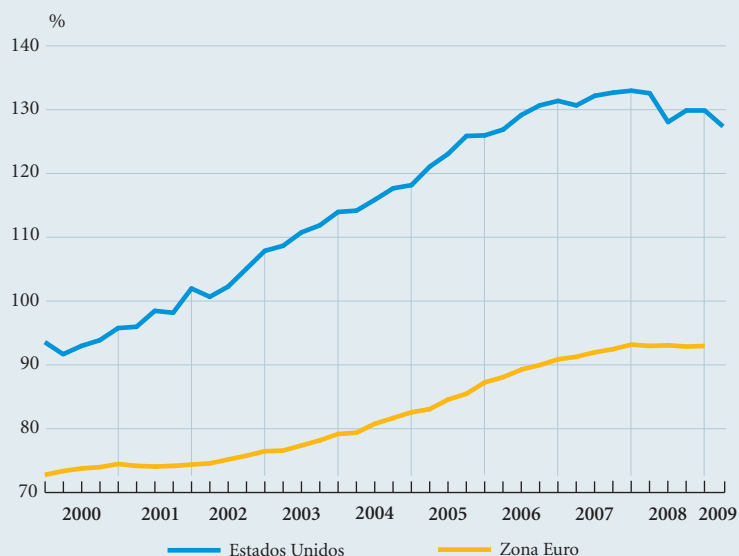
El endeudamiento de los hogares obliga a apretarse el cinturón

El endeudamiento progresivo de los hogares fue fundamental para el avance del gasto y, en general, para el crecimiento de las economías desarrolladas en el último decenio. Tanto es así que la crisis financiera desencadenada en 2008, y la consecuente contracción del mercado crediticio, han supuesto un duro freno a este largo ciclo de bonanza. Queda por ver la magnitud que alcanzará el proceso de desendeudamiento de las familias y su impacto final sobre el crecimiento económico a través del consumo.

Un breve repaso de lo ocurrido durante los últimos años puede ayudarnos a vislumbrar la trayectoria futura. Entre 2002 y 2007, el gasto de los hogares se disparó, impulsado en gran medida por el mayor endeudamiento, recurso que resultaba mucho más atractivo ante los bajos tipos de interés y la revalorización de los activos. Como se observa en el gráfico, tanto las familias americanas como las europeas se subieron al tren de la deuda, alcanzando en ambos casos máximos históricos en 2007. En el caso americano, la deuda llegó a representar más del 130% de la renta bruta disponible.

RÁPIDO CRECIMIENTO DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS

Crédito sobre ingresos brutos disponibles de las familias



FUENTES: Banco Central Europeo y Reserva Federal.

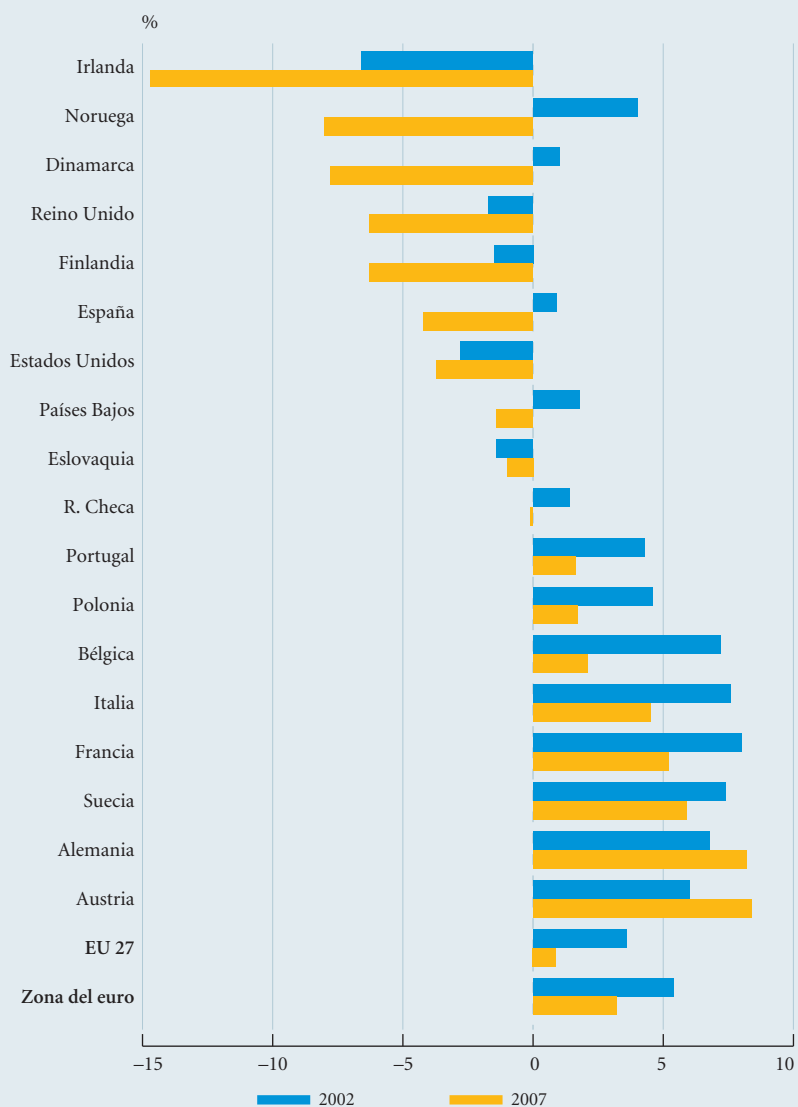
Aunque el elevado apalancamiento de los hogares y la reducción de su tasa de ahorro parecían sostenibles en un escenario económico favorable, lo cierto es que aumentaban significativamente la vulnerabilidad de los hogares ante una eventual contracción del precio de los activos y una subida de los tipos de interés. Desafortunadamente, estos riesgos se materializaron con el estallido de la crisis financiera. Durante 2008, el valor de los activos de los hogares experimentó un drástico deterioro. Por un lado, el valor de la vivienda sufrió una reducción sustancial, especialmente, en aquellos países donde había registrado un importante crecimiento. Por otro, la evolución de los mercados bursátiles desde mediados de 2007 hasta el primer trimestre de 2009 (con una caída del índice

Standard & Poor's cercana al 50%) provocó una depreciación intensa de los activos financieros de los hogares, con reducciones del 19,3% en Estados Unidos, el 8,2% en la zona del euro y el 10,2% en Japón durante este periodo.

Ante el rápido deterioro de su riqueza y el aumento de la incertidumbre motivado por la contracción económica global, los hogares se han visto impulsados de nuevo hacia un ahorro que, en el primer trimestre de 2009 ya volvía a registrar niveles similares a los de 2004, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Además, la composición de las carteras financieras de los hogares se ha visto también modificada. Así, los activos más seguros y líquidos han ganado peso en detrimento de los más arriesgados.

LA POSICIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES SE HA DETERIORADO

(Ahorro-inversión) en proporción al ingreso bruto disponible de las familias

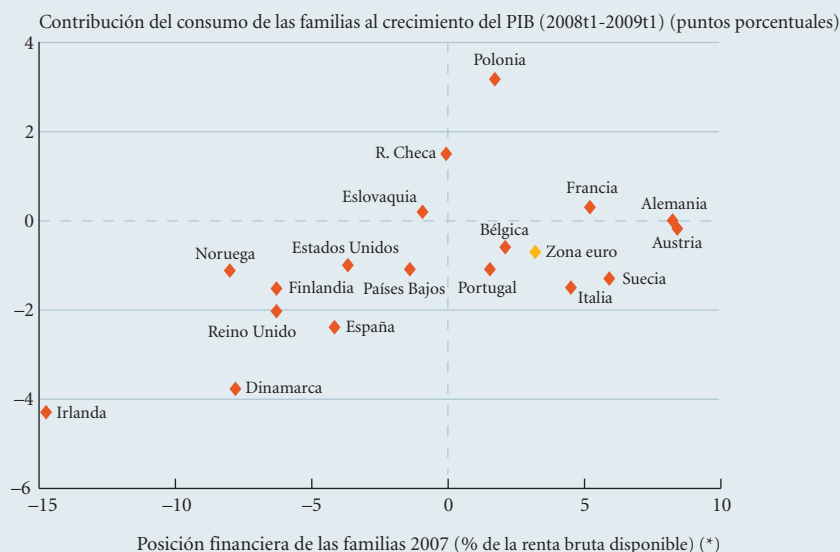


FUENTE: Eurostat.

Si bien es cierto que el progresivo endeudamiento de los hogares es una constante en la trayectoria reciente de las distintas economías avanzadas, cabe resaltar las diferencias que existen entre ellas. Como resultado de dicha heterogeneidad, el comportamiento futuro del consumo privado –y su impacto sobre el crecimiento– puede variar también entre países.

Para empezar, la posición financiera de los hogares (la diferencia entre su ahorro y su inversión) ofrece un claro ejemplo de dichas divergencias. Teniendo en cuenta que un valor negativo implica una necesidad de financiación de los hogares, cubierta por el resto de sectores de la economía o el exterior, el gráfico anterior ilustra cómo, en casi todos los países de la muestra, los hogares aumentaron su dependencia financiera entre 2002 y 2007. Este hecho se debe tanto a una menor tasa de ahorro como a un importante crecimiento de su inversión. Solamente los hogares alemanes y austríacos se mantuvieron al margen de esta caída gracias al incremento de su ahorro durante este periodo. En contraposición, los hogares de aquellos países que durante la primera mitad de la década registraron un mayor incremento del precio de las viviendas y de la inversión residencial presentaban una importante necesidad de financiación. Por ello, estaban más expuestos a subidas de tipos de interés o a un endurecimiento de las condiciones de la oferta de crédito.

LA DEBILIDAD FINANCIERA DE LAS FAMILIAS AFECTA AL CRECIMIENTO ECONÓMICO



NOTA: (*) Ahorro-inversión.

FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

En segundo lugar, la desigual composición de la riqueza de los hogares en uno u otro país también crea divergencias en la evolución de sus respectivos consumos privados. Por ejemplo, en el año 2007, los hogares de Estados Unidos y Japón presentaban un peso de la riqueza financiera en relación con su riqueza inmobiliaria considerablemente superior a los del Reino Unido y la zona del euro. Así pues, teniendo en cuenta la reciente estabilización de los mercados bursátiles y la recuperación más tardía del precio de los activos inmobiliarios debido a su mayor inercia, todo indica que la recuperación del consumo de los hogares de la zona del euro y el Reino Unido podría ser más lenta.

Los datos confirman la sospecha de que las diferencias en la posición financiera de los hogares al comienzo del periodo recesivo se han traducido en trayectorias distintas de consumo y de ahorro y, por ello, la repercusión de la crisis sobre la economía real será también heterogénea. En el gráfico anterior se observa cómo los países que en 2007 presentaban una peor posición financiera se han visto obligados a reducir su consumo y, por consiguiente, a aumentar su tasa de ahorro durante el último año, disminuyendo ostensiblemente su contribución al crecimiento del PIB. Por otra parte, aquellas economías que sufrieron una mayor depreciación de sus activos inmobiliarios durante los dos últimos años son también las que más han reducido su consumo privado. Este es el caso de países como Irlanda, Dinamarca, España y el Reino Unido.

En conclusión, el desapalancamiento y la vuelta al ahorro de los hogares han supuesto un importante freno al consumo privado en la mayoría de las economías avanzadas, principalmente en aquellas con mayor endeudamiento familiar, repercutiendo negativamente sobre su crecimiento. Dada la magnitud de dicho apalancamiento, se espera que esta tendencia se mantenga a corto y a medio plazo con lo cual, en los próximos años, el consumo no podrá asumir el peso que tuvo en el último ciclo expansivo.

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

El PIB alemán crece después de cuatro trimestres de caídas consecutivas.

Alemania: ¿fin de la recesión?

La economía germana creció, contra todo pronóstico, un 0,3% entre abril y junio de 2009 con relación al trimestre anterior, dejando atrás cuatro trimestres de caídas consecutivas. Como consecuencia, la contracción interanual se redujo en ocho puntos porcentuales, hasta el 5,9%. Este dato diverge de la previsión del gobierno alemán que, a pesar de prever un debilitamiento del ritmo de contracción económica, no contemplaba un escenario de crecimiento hasta la segunda mitad del año, y situaba el deterioro de la economía en un 6,0% para 2009.

El sector exterior y el consumo privado lideran esta recuperación.

Cabe preguntarse cuáles han sido los motivos que han permitido a la economía alemana evolucionar tan favorablemente. A pesar de no conocer aún el desglose del PIB, todo apunta hacia el sector exterior y, en menor medida, al consumo privado como principales responsables de esta recuperación, compensando la debilidad de la inversión y la reducción de existencias en este periodo.

Notable aumento de las ventas de turismos.

Es palpable la mejoría del saldo comercial exterior durante el segundo trimestre de 2009, después del mínimo alcanzado en el mes de marzo. Esta recuperación se produce en un contexto de contracción del comercio, donde tanto las exportaciones como las importaciones registraron caídas interanuales cercanas al 20%, situándose en niveles similares a los de 2005. Sin embargo, por primera vez desde 2007 se aprecia una mayor velocidad de recuperación de las exportaciones frente a las importaciones, gracias al comercio con países como China y a la menor caída de la demanda de los países de la zona del euro, siendo estos últimos sus principales socios comerciales.

El consumo privado también registró una ligera mejoría, avivado por el estancamiento de los precios y por los planes de estímulo económico del gobierno. Así, las ventas al por menor del segundo trimestre crecieron un 5,6% intertrimestral, mientras que, gracias a las ayudas del gobierno para la compra de automóviles, las matriculaciones aumentaron un 26,6%

durante los siete primeros meses del año. La caída de los precios en un 0,6% en julio, la mayor de los últimos veinte años, y el repunte de la confianza del consumidor, podrían indicar una leve recuperación de la demanda interna que, sin embargo, se halla aún lejos de los niveles de hace un año.

Por su lado, la oferta se ha alejado de las caídas históricas registradas el trimestre anterior. Destaca el crecimiento del 5,0% intertrimestral de los pedidos industriales, que reduce la caída interanual hasta el 32,1%. A diferencia de éstos, la producción industrial siguió reduciéndose en el segundo trimestre, aunque a una velocidad menor, reflejando la adaptación de las existencias industriales a la nueva situación económica. Como consecuencia, la utilización de la capacidad productiva en este periodo alcanzó un nuevo mínimo, anticipando una nueva caída de la inversión. Sin embargo, los datos más avanzados muestran un ligero repunte de esta variable en julio, impulsada por el sector del automóvil, y un nuevo incremento de la confianza industrial.

La mejora del sector exterior y el repunte de la demanda interna podrían seguir contribuyendo favorablemente a la recuperación económica durante la segunda mitad de 2009. Sin embargo, y a pesar de que el país germano se ha caracterizado por salir rápidamente de sus recesiones en los últimos cincuenta años, existen dudas razonables sobre la fortaleza de estos dos pilares. Como consecuencia, se atisban ciertos riesgos que podrían hacer que esta vez la recuperación fuera más lenta.

En primer lugar, la severa recesión que atraviesan la mayoría de países europeos y el desendeudamiento de los hogares a nivel global, y en especial en los Estados Unidos, limitan el recorrido de las exportaciones alemanas. Además, el fin de los estímulos fiscales en estos países durante 2010 tampoco ayudará a mantener su demanda exterior. Ante este contexto, la creciente demanda china podría no ser suficiente para mantener la importancia del sector exterior en la economía germana.

En segundo lugar, el consumo de los hogares alemanes podría contraerse durante

Se vislumbran los primeros indicios de repunte de la oferta.

Existen ciertas dudas sobre la fortaleza de este repunte.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		Julio
			III	IV	I	II	
PIB	2,6	1,0	0,8	-1,8	-6,7	-5,9	-
Ventas al por menor	-3,0	-0,5	0,1	-0,5	-2,7	-1,6	...
Producción industrial	5,8	0,0	0,0	-7,5	-19,6	-19,3	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	94,8	86,2	82,6	84,7	87,3
Tasa de paro (**)	9,0	7,8	7,7	7,6	8,0	8,3	8,3
Precios de consumo	2,3	2,6	3,1	1,7	0,9	0,3	-0,6
Balanza comercial (***)	181,5	195,3	196,3	183,0	159,6	138,9	...

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.

El elevado endeudamiento restringirá el margen de maniobra del nuevo ejecutivo.

2010 debido a la finalización de las ayudas gubernamentales y al deterioro del mercado laboral que, debido a los planes de empleo reducido (*kurzarbeit*) se ha visto poco afectado hasta el momento. La contracción del gasto público debida al elevado endeudamiento del gobierno tampoco impulsará a la economía hacia su crecimiento potencial.

Como consecuencia, a pesar del buen resultado del PIB alemán en el segundo trimestre, el ejecutivo que se forme después de las elecciones de septiembre deberá abordar estos riesgos a medio plazo de la economía, aunque con un menor margen de actuación por lo que se refiere al gasto público.

El PIB francés se recupera en el segundo trimestre de 2009...

Francia abandona la recesión

La economía francesa creció durante el segundo trimestre de 2009 un 0,3%, dejando atrás cuatro trimestres consecutivos con caídas intertrimestrales. Como consecuencia, la reducción interanual del PIB en este periodo disminuyó casi un punto porcentual, situándose en un 2,6%. Con este repunte, Francia encabeza, junto con Alemania, la recuperación de las principales economías europeas. Sin embargo, ambos países han presenta-

do diferencias importantes durante este periodo de recesión. Así, la menor dependencia francesa del sector exterior y la solidez de la demanda interna permitieron que la contracción de su economía fuera menos profunda que la registrada en el país germano.

El desglose de la evolución del PIB francés en sus principales componentes confirma que esta recuperación ha venido por el lado de la demanda. De esta forma, el sólido consumo privado registró un nuevo crecimiento intertrimestral del 0,3%, alentado por los planes de estímulo fiscal del gobierno a través de recortes impositivos o de ayudas para activar la demanda, como en el caso del plan para la renovación del parque automovilístico. Además, los mecanismos de ayuda social supusieron una estabilización de las rentas, y la caída de los precios al consumo, que en el segundo trimestre se situó en el 0,2%, incluso incrementó el poder adquisitivo de las familias.

Las exportaciones vivieron un sorprendente vuelco en este periodo, con un aumento del 1,0% intertrimestral que, combinado con la caída de las importaciones, mejoró el saldo de la balanza comercial. Por último, el continuado aumento del

...gracias al repunte de la demanda interna y externa.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		Julio
			III	IV	I	II	
PIB	2,3	0,3	0,1	-1,6	-3,4	-2,6	...
Consumo de los hogares	4,8	-0,6	-0,9	-2,5	-1,0	0,2	...
Producción industrial	1,2	-2,5	-2,3	-9,0	-15,9	-15,0	...
Tasa de paro (*)	8,3	7,9	7,9	8,3	8,8	9,3	...
Precios de consumo	1,5	2,8	3,3	1,8	0,6	-0,2	-0,7
Balanza comercial (**)	-33,4	-48,0	-50,6	-54,4	-54,4	-53,2	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

gasto público en el último año ha desempeñado un papel importante para la recuperación económica. Sólo la inversión privada ha contribuido negativamente a la evolución del PIB, con una caída del 1,0%, un valor que muestra cierta desaceleración de la contracción.

Un análisis de los datos de mayor frecuencia parece confirmar que esta recuperación se mantendrá durante los próximos meses, aunque de forma suave. De este modo, tanto la confianza de los consumidores como el sentimiento económico de los empresarios han mejorado en los meses de junio y julio, alejándose de los mínimos registrados en marzo. Por otro lado, la producción industrial creció en junio por segundo mes consecutivo, reflejando una reactivación del tejido industrial francés, que supondría un incremento de la inversión privada a corto plazo.

Sin embargo, existen ciertos temores sobre la sostenibilidad de este repunte, que está respaldado por una bajada temporal de la inflación y un impulso fiscal cuya duración es forzosamente limitada. Además, el deterioro de la tasa de paro en el mes de junio, que ya alcanza el 9,4%, ha llevado a la ministra de economía Christine Lagarde a expresar cierta prudencia

ante la situación actual, ya que no se prevé una salida de la crisis hasta la segunda mitad del 2010.

La economía italiana no presenta signos claros de mejora

A diferencia de algunas economías europeas, el PIB italiano registró, en el segundo trimestre de 2009, su quinta contracción intertrimestral consecutiva, alcanzando una caída del 6,0% respecto al mismo periodo de 2008. Sin embargo, este dato significa una desaceleración del deterioro de la economía transalpina, que se prevé que siga manteniéndose durante la segunda mitad de 2009. A pesar de no disponer aún del desglose de los diferentes componentes del PIB, los datos mensuales apuntan hacia una contracción generalizada.

Así, a pesar del estancamiento de los precios en el mes de julio, la menor tasa de inflación del último medio siglo, la demanda interna sigue sin mostrar signos evidentes de mejora, con una caída de las ventas al por menor del 2,9% interanual en mayo. Además, los datos de sentimiento económico no muestran una clara recuperación de la confianza del consumi-

Sin embargo, la salida de la crisis francesa no se espera hasta el 2010.

El PIB italiano registra su quinta caída intertrimestral consecutiva.

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	Junio	Julio
PIB	1,5	-1,0	-0,3	-1,3	-3,0	-6,0	-	-6,0	-	-
Ventas al por menor	1,3	-0,3	-0,7	0,1	-1,7	-2,9	-0,2	-2,9	...	...
Producción industrial	2,2	-3,4	0,0	-3,9	-10,6	-21,0	-24,5	-21,9	-22,9	...
Tasa de paro (*)	6,2	6,7	6,7	6,8	7,0	7,3	-	...	-	-
Precios de consumo	1,8	3,3	3,6	4,0	2,8	1,5	1,2	0,9	0,5	0,0
Balanza comercial (**)	-12,8	-10,0	-8,6	-10,8	-12,3	-11,1	-10,0	-8,8	...	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La producción industrial italiana sigue sin levantar cabeza.

Por, que a pesar de abandonar los valores mínimos alcanzados en marzo, se mantiene a niveles muy reducidos, debido en gran medida a la incertidumbre que sobrevuela sobre el mercado laboral. La demanda exterior también muestra signos de debilidad, con una contracción del 27,0% respecto al mismo mes del año anterior.

La debilidad de la demanda produjo una nueva reducción de la producción industrial en el mes de junio, con una caída interanual del 22,9%, reflejando el proceso de desacumulación de existencias que está viviendo la industria transalpina en este periodo. Los pedidos industriales del mes de julio muestran el mantenimiento de esta tendencia, con una reducción del 63,8% interanual.

Ante esta tesitura, la deuda pública italiana acumulada hasta julio aumentó más del doble respecto al mismo periodo del año anterior, debido a los estímulos fiscales introducidos por el gobierno y la menor recaudación impositiva. Este dato se alinea con las expectativas del gobierno para 2009, que prevé un déficit al final del año equivalente al 5,9% del PIB. Las pre-

visiones señalan también un endeudamiento máximo en el año 2010 del 118,6%, que será difícil de corregir debido a la debilidad endémica de la economía italiana, los ya elevados niveles impositivos, la carga que acarrea el endeudamiento actual y la resistencia política al recorte del gasto público.

El Reino Unido se descuelga de la recuperación europea

El crecimiento del Reino Unido en el segundo trimestre sorprendió negativamente, tanto por el dato en sí mismo como por el hecho de que contrastó con el mayor crecimiento positivo de economías de referencia europeas como Alemania o Francia. Así, cuando el conjunto de los analistas preveía un descenso interanual del orden del 5%, las cifras arrojaron un retroceso del 5,6%, equivalente a una caída intertrimestral del 0,8%. Entre los países del Viejo Continente, y dejando de lado las economías emergentes del Este, sólo España y los Países Bajos experimentaron descensos intertrimestrales peores que el británico. Pero el contraste

El endeudamiento crece rápidamente.

Mal dato del crecimiento en el segundo trimestre, especialmente cuando se compara con el de Alemania y Francia.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	2,6	0,7	0,5	-1,8	-4,9	-5,6	-	...
Ventas al por menor	4,2	2,7	1,3	1,8	0,5	1,2	3,3	...
Producción industrial	0,3	-3,1	-3,1	-8,1	-12,5	-11,8	...	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,8	2,8	3,4	4,2	4,7	4,9	...
Precios de consumo	2,3	3,6	4,9	3,9	3,0	2,1	1,7	...
Balanza comercial (**)	-83,1	-93,3	-94,9	-93,6	-91,3	-87,8	...	...
Tipo de interés Líbor 3 meses	5,3	6,0	5,9	6,3	2,8	1,6	1,2	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	103,9	97,6	92,8	89,4	73,7	76,9	83,5	84,2

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.

es especialmente apreciable cuando se compara el Reino Unido con Alemania y Francia, dos países cuyo PIB creció un 0,3% intertrimestral en dicho segundo trimestre.

No obstante, estas cifras desoladoras pueden representar el punto más bajo del ciclo actual. Desde finales del segundo trimestre se han empezado a registrar mejoras en prácticamente todos los ámbitos de la actividad. Así, desde la perspectiva de la demanda, las ventas minoristas encadenaron dos meses consecutivos, junio y julio, creciendo por encima del 3% interanual, lo que podría ser indicativo de una cierta recuperación del gasto de los hogares. El hecho de que en esos mismos dos meses la confianza del consumidor ascendiese en más de cuatro puntos sugiere que el mejor tono del consumo se podría prolongar a los próximos meses. Con todo, mientras el mercado laboral no abandone su actual tendencia al empeoramiento (en julio la tasa de paro subió una décima porcentual, hasta el 4,9%), los hogares se encontrarán faltos de un apoyo claro.

Los indicadores de oferta ofrecen igualmente indicios de cambio de tendencia. La producción industrial sumó en junio el tercer mes consecutivo de reducción de su tasa de caída interanual (aunque los niveles de junio todavía son un 11% inferiores a los de un año antes). Los servicios, por su parte, pueden estar a la puerta de una recuperación de cierto calado, como sugiere la notable recuperación de la confianza del sector, que se situaba en niveles del orden de 30 puntos mayores a los de marzo pasado, cuando anotó su mínimo histórico.

Estos signos incipientes de recuperación ayudan a explicar porqué el Banco de Inglaterra decidió a principios de agosto limitar a una ampliación de 50.000 millones de libras esterlinas adicionales su

programa de adquisición de deuda pública, frente a la posición del gobernador Mervyn King y otros dos miembros del Comité de Política Monetaria de alcanzar los 75.000 millones. En la primera decisión de política monetaria sin consenso pleno desde febrero de este año han pesado más los argumentos de prudencia en la antesala de una recuperación que puede empezar a tensionar la inflación. Cabe recordar que, incluso en la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial, ésta sigue siendo del 1,7% interanual (cifra de julio), en abierto contraste con la deflación existente en la mayor parte de los países europeos.

Europa emergente: está mejor, pero ¿va bien?

El ritmo de actividad se empieza a recuperar en Europa emergente. Tratándose de una región cuya exportación manufacturera, y especialmente la de automoción, tiene un peso importante, en el momento en que su principal destino, la eurozona, ha vuelto al crecimiento, la producción industrial y las exportaciones han comenzado a deshacer el camino del fuerte desplome de meses anteriores. Esta inflexión se aprecia con mayor intensidad en los indicadores del tercer trimestre, aunque ciertas variables ya empezaban a apuntar el cambio de tendencia en el segundo.

El mejor tono del entorno internacional tiene, no obstante, un reflejo dispar en la zona. Así, está beneficiando de forma más apreciable a aquellos países cuyos desequilibrios macroeconómicos han sido más contenidos, como Polonia, la República Checa y Eslovaquia (este último país en la zona del euro). Por el contrario, los países bálticos, Hungría y Rumania están todavía inmersos en un proceso de fuerte ajuste interno que trata de corregir los ex-

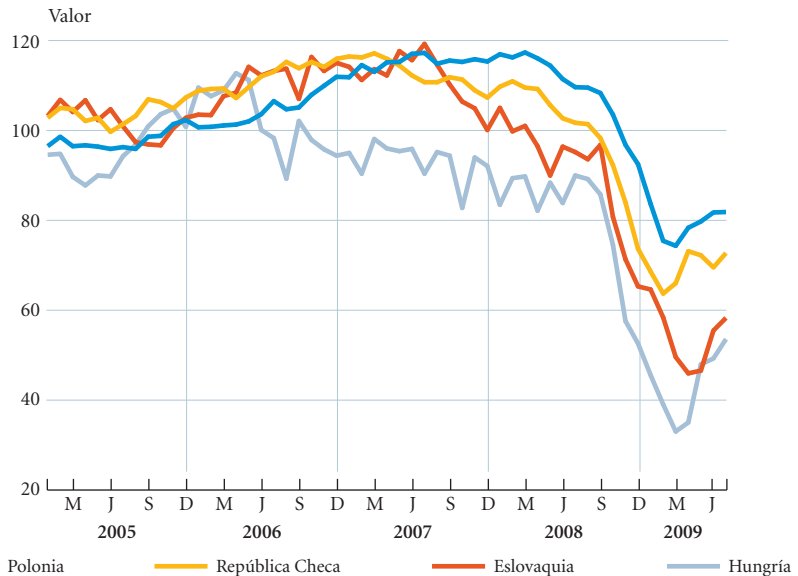
La recuperación puede tomar cuerpo en el tercer trimestre.

El Banco de Inglaterra evita posiciones de extrema laxitud en su política monetaria.

La mejoría de la eurozona tira de las exportaciones...

UNA RECUPERACIÓN EN CIERNES

Índice de sentimiento económico



FUENTE: Comisión Europea.

...facilitando la recuperación en Polonia, la República Checa y Eslovaquia.

cesos de endeudamiento, gasto público discrecional y dependencia de la financiación internacional de los últimos años.

En este sentido, es ilustrativo comparar la situación de la República Checa con Hungría. En ambos países, el peso de las exportaciones sobre el producto interior bruto (PIB) es similar, del orden del 80%. Por ello la recuperación de la eurozona está facilitando que las exportaciones empiecen a reducir su ritmo de descenso interanual en mayo y junio (las últimas cifras de caída son del orden del 30% interanual, unos diez puntos porcentuales menos que en meses anteriores). Esto, junto con el fuerte ajuste a la baja de las importaciones, ha comportado la ampliación del superávit comercial.

Varios países siguen realizando un necesario ajuste económico, lo que retarda su salida de la recesión.

Sin embargo, las cifras preliminares del segundo trimestre indican que frente a un crecimiento intertrimestral positivo de la República Checa (avance del 0,3%), Hungría ha experimentado un nuevo retroce-

so del PIB respecto al trimestre anterior, del 2,1%. A falta de disponer del detalle por componentes de la contabilidad nacional del segundo trimestre, los indicadores disponibles sugieren que las tendencias registradas en el primer trimestre se mantienen en el periodo de abril a junio. En la economía magiar, el consumo privado y público y la inversión se están contrayendo fuertemente mientras que en la República Checa el consumo privado no ha retrocedido y la inversión lo ha hecho en menor medida. Es el reflejo interno del esfuerzo de ajuste económico que se está realizando en Hungría y que tiene su plasmación más apreciable en la reducción del gasto público que, de cumplirse lo previsto, alcanzará una cifra equivalente al 3% del PIB en 2010.

Más allá de la situación actual, ¿qué se puede decir de las perspectivas a corto y medio plazo de la región? Hasta el final de 2009 cabe esperar que la mejoría del entorno internacional continúe apoyan-

do a la actividad. En particular, en el tercer trimestre, es previsible una clara recuperación de la producción industrial y de las exportaciones manufactureras, lo que conducirá a un nuevo aumento de los superávits comerciales. La ampliación de los superávits comerciales, junto con la reducción de los pagos internacionales en concepto de dividendos y el aumento de las transferencias de la Unión Europea, están provocando una rápida reconducción de los desequilibrios por cuenta corriente, reduciendo la dependencia regional de la financiación internacional.

Sin embargo, la continuidad de estas dos tendencias positivas se antoja problemática. De entrada, la sostenibilidad de la recuperación de Alemania y de las economías principales de la zona del euro no está exenta de dudas. Si el consumo y la inversión en la zona del euro no arrancan con fuerza, es posible que a primeros de 2010 el ciclo de recuperación industrial pierda fuelle. Pero incluso en un escenario benigno, de consolidación de la expansión, la contrapartida negativa puede ser un nuevo empeoramiento de las balanzas de pagos de la región a poco que la demanda interna repunte.

Otros riesgos presentes en Europa emergente se refieren a las posibilidades de contagio regionales, a la situación del sistema bancario y a la inestabilidad política y sus consecuencias en términos de política económica. Respecto al primero de estos riesgos, y aunque parece que las decididas actuaciones de los organismos internacionales, en particular del Fondo Monetario Internacional y de la UE, han servido para que los mercados discrimi-

nen con más claridad entre los diferentes países, no se puede descartar la posibilidad de que un evento local vuelva a intensificar la aversión al riesgo en el conjunto de la región. En ese sentido, si finalmente la presión especulativa provocara la devaluación del lat letón, ésta podría actuar como detonante de dicho proceso de contagio.

El segundo de estos riesgos, el vinculado a la situación bancaria internacional, parece haber perdido parte de fuerza en los últimos tiempos. No obstante, la restricción de crédito sigue siendo apreciable y persisten notables dudas sobre las consecuencias que la crisis acabará teniendo para las filiales en Europa emergente de los grandes bancos que operan en la región.

Finalmente, el grado de compromiso político con las políticas de estabilidad macroeconómica es incierto. Por el momento, tres gobiernos, los de Hungría, Letonia y la República Checa, han caído o sufrido cambios profundos en su composición. Todo ello sitúa a estos países en periodo preelectoral y puede hacer más atractivas opciones de orientación más populista. Además, a medida que el crecimiento empieza a manifestarse con mayor dinamismo, probablemente hacia mediados de 2010, podría ser el momento que deban empezar a afrontarse seriamente la reducción de los crecientes déficits públicos alcanzados en la etapa más aguda de la crisis y comenzar a revertir las políticas monetarias de laxitud que hasta el verano se han seguido. En resumen, la región ha mejorado su balance de riesgos a corto plazo pero al precio de trasladar algunos de ellos hacia 2010.

La recuperación dependerá de que la eurozona consolide su salida de la crisis.

El riesgo bancario parece haber remitido en los últimos meses.

Persiste la preocupación sobre la resistencia política de algunos gobiernos.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

En el Reino Unido el banco central se muestra pesimista sobre la fragilidad del sector financiero y amplía el programa de compra de activos financieros.

Cuándo y cómo finalizar las laxas políticas monetarias

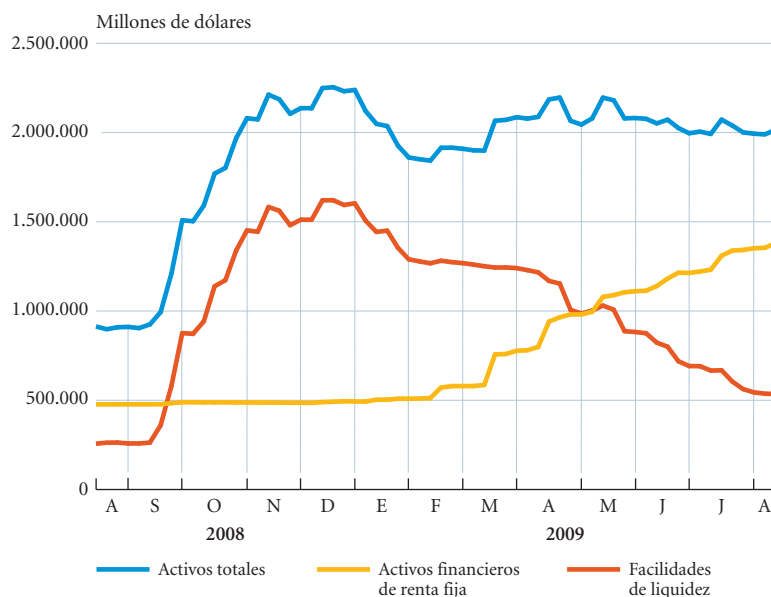
El Banco de Inglaterra hizo público su informe periódico sobre inflación el 12 de agosto. El gobernador, King, en su comparecencia comentó que la inflación en el Reino Unido podría caer por debajo del 1%. El objetivo del banco central británico es una inflación del 2% dentro de un rango entre el 1% y el 3%. King indicó que el sistema financiero en el Reino Unido continúa en una situación muy frágil y, además, que los bancos necesitarán varios años para reparar el daño que la crisis financiera ha provocado en sus balances. E incluso citó que éstos deben ser conscientes de que necesitarán más capital.

Ante la perspectiva de un nivel de inflación bajo y una incierta recuperación, el banco emisor decidió expandir su programa de compras de activos por un importe de 50.000 millones hasta alcanzar un total de 175.000 millones de libras. Aunque son conscientes de que a medio plazo esta extraordinaria política de estímulo monetario deberá ser retirada. Y será el nivel de inflación el que, según el banco emisor, marcará la normalización de la política monetaria en el Reino Unido. Pero el análisis del banco central sugiere que no se producirá hasta que, como mínimo, hayan transcurrido varios trimestres.

Precisamente, la estabilización de algunas economías y la revisión al alza de las pre-

LOS ACTIVOS DE RENTA FIJA GANAN PESO EN EL BALANCE DE LA FED

Balance de la Reserva Federal



FUENTE: Reserva Federal.

visiones de crecimiento por parte de varios organismos internacionales ha obligado a los bancos centrales a reflexionar sobre las estrategias y el *timing* de finalización de las laxas políticas monetarias aplicadas actualmente.

En este sentido, el gobernador de la Reserva Federal, Ben Bernanke, publicó un artículo en la prensa titulado precisamente, «La estrategia de salida de la Fed». En el mismo argumentó la necesidad de mantener durante un extenso periodo de tiempo la política monetaria actual. Por otra parte, indicó que la estrategia de la Fed está íntimamente ligada a su balance. Considera que el banco central dispone de dos elementos para poder endurecer la política monetaria. El primero es pagar

un tipo de interés a las reservas que los bancos comerciales tienen depositados en la Fed y, en segundo lugar, reducir las reservas disponibles. El pago de un tipo de interés a los depósitos que los bancos comerciales tienen disponibles en el banco central pondría un suelo a los tipos de interés a corto plazo en los Estados Unidos. Pues, los bancos no estarían dispuestos a prestarse entre ellos a un tipo de interés inferior al que pueden obtener libre de riesgo en sus reservas en el banco central.

En su reunión de política monetaria del 12 de agosto, la Fed decidió mantener el tipo de interés oficial en el rango entre el 0%-0,25%. Aunque confirmó la existencia de señales de estabilización en la economía, prevé mantener este nivel de tipos durante

El gobernador de la Fed publica un artículo sobre la estrategia para finalizar la expansiva política monetaria actual.

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						
2008									
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	0,86	2,00	2,77	0,75
2009									
Enero	2,00	2,09	2,27	0,25	1,18	0,67	1,50	2,17	0,70
Febrero	2,00	1,83	2,03	0,25	1,26	0,63	1,00	2,05	0,75
Marzo	1,50	1,52	1,81	0,25	1,19	0,60	0,50	1,65	0,63
Abril	1,25	1,37	1,73	0,25	1,02	0,55	0,50	1,45	0,66
Mayo	1,00	1,27	1,63	0,25	0,66	0,52	0,50	1,28	0,60
Junio	1,00	1,10	1,50	0,25	0,60	0,46	0,50	1,19	0,33
Julio	1,00	0,89	1,36	0,25	0,48	0,41	0,50	0,89	0,41
Agosto (1)	1,00	0,82	1,30	0,25	0,35	0,39	0,50	0,69	0,30

NOTAS: (1) Día 31.

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

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

El BCE mantiene el tipo de interés de referencia en el 1%, pero observa una mejora en el flujo de crédito concedido a las familias.

El BCE anuncia en su informe mensual que la recesión global ha tocado fondo.

Las masivas inyecciones de liquidez permiten a los tipos de interés de los mercados interbancarios seguir su tendencia de bajada.

un extenso periodo de tiempo. Debido a la mejora de la situación, y para promover una suave transición en los mercados, anunció la ralentización del programa de compra de bonos del Tesoro que anticipa finalizará a finales de octubre.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), en su reunión del Consejo del 6 de agosto, decidió mantener el tipo de interés de referencia en el 1%. Incluso teniendo en cuenta los efectos retardados negativos de un previsible aumento del paro en el conjunto del área del euro, consideró apropiado el nivel actual. El presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, en su comparecencia, tras la reunión, explicó que el flujo de crédito a las pymes se redujo, pero que, en cambio, el crédito concedido a las familias se recuperó con respecto al mes anterior.

Además, Trichet anunció que en la próxima reunión en septiembre presentará las nuevas previsiones de los economistas del

BCE. Éstas podrían ser revisadas ligeramente al alza, aunque con gran prudencia prefirió evitar cuantificar el cambio. Sin embargo, recordó que de todas maneras se mantendría el alto nivel de incertidumbre sobre la futura trayectoria económica, en la que no descartó altibajos. El BCE, en su informe mensual de agosto, anunció que, en su opinión, la recesión global ha tocado fondo y que el ritmo de contracción se ralentiza claramente. La publicación de los datos de crecimiento positivo del segundo trimestre en Francia y Alemania confirmó la posición del BCE.

En los mercados monetarios las intensas acciones de los bancos centrales en la inyección de liquidez han conducido a mínimos históricos los niveles de referencia. Por ejemplo, el tipo de interés euríbor a tres meses alcanzó un 0,82%, mientras que el euríbor a 12 meses cotizaba un 1,30%, a finales de agosto. Lo mismo sucedía en Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Suiza.

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
2008								
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
2009								
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	3,39	3,73	4,13	4,43	3,53	1,36	3,69	2,32
Julio	3,30	3,57	3,85	4,16	3,48	1,42	3,80	1,97
Agosto (*)	3,26	3,70	3,94	4,21	3,40	1,31	3,56	2,03

NOTA: (*) Día 31.

FUENTE: Bloomberg.

A partir de ahora, es difícil que se mantenga la velocidad de caída experimentada por los tipos de interés durante los últimos meses. Pero la voluntad de los bancos centrales, de mantener los tipos directores bajos durante un periodo largo y extenso para apuntalar la recuperación, hace previsible que los tipos de interés del mercado interbancario se mantengan cercanos a los niveles actuales, durante los próximos meses.

Diferente ha sido la evolución de los tipos de interés en el mercado de deuda pública a largo plazo. En el mes de agosto, los tipos de interés ofrecidos por la deuda pública a largo plazo se han incrementado en la mayoría de los países. Pero esto no se ha debido a un aumento del riesgo inflacionista, porque las expectativas inflacionistas están firmemente ancladas, como varios bancos centrales han reconocido en sus informes mensuales.

En realidad, el movimiento debe achacarse a una sensible mejora de las perspectivas económicas. Ciertamente, los programas de compras de bonos de deuda pública por parte de los bancos centrales han evitado que el movimiento fuera más intenso. Y aunque sería lógico que se mantenga la tendencia de ligero aumento, y a final de año, la deuda pública presentara tipos de interés más altos, no deberían ser sensiblemente más elevados que los niveles actuales, pues el consenso económico espera una lenta y anémica recuperación.

Tipos de cambio: se mantiene la estabilidad de los últimos meses

Tras los fuertes movimientos experimentados en el mercado de divisas desde el inicio de la crisis financiera, en agosto del año 2007, las divisas más importantes han mostrado una gran estabilidad durante

En cambio, la mejora de las perspectivas económicas hace subir los tipos de interés ofrecidos por la deuda pública a largo plazo.

Se mantiene la estabilidad de los últimos meses en las cotizaciones del euro, el dólar y el yen.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

13-08-2009

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2008	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	96,4	3,5	5,9	-13,7
Libra esterlina	0,603	-2,2	-13,6	11,3
Franco suizo	1,074	-0,8	0,5	-1,0
Dólar canadiense	1,084	-6,1	-12,4	2,0
Peso mexicano	12,886	-6,4	-6,1	21,2
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,427	2,1	2,1	-4,5
Yen japonés	137,5	5,5	7,9	-18,8
Franco suizo	1,533	1,3	2,6	-5,6
Libra esterlina	0,860	-0,1	-11,0	7,3
Corona sueca	10,209	-7,9	-7,2	8,2
Corona danesa	7,445	0,0	0,0	-0,2
Zloty polaco	4,113	-6,4	-0,9	19,7
Corona checa	25,75	-1,1	-4,3	6,5
Forint húngaro	268,2	-3,0	0,9	11,3

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

FUENTE: Bloomberg.

Algunos países asiáticos están preocupados por la relativa apreciación de sus divisas contra el dólar.

los últimos meses. Por ejemplo, el tipo de cambio entre el euro y el dólar se ha movido en un estrecho rango de aproximadamente un 4% desde junio. El rango ha fluctuado entre 1,38 y 1,44 dólares por euro, pero sin una dirección definida. A mediados de agosto el euro cotizaba alrededor de 1,42 dólares.

Lo mismo ha sucedido con el tipo de cambio entre el yen japonés y el dólar. Aunque en este caso el rango ha sido más amplio: alrededor de un 8% entre el máximo y mínimo desde febrero de este año. Un dólar ha cotizado en el mismo entre 93 y 101 yenes. Tampoco el gráfico de la trayectoria de esta cotización muestra una tendencia clara.

En cambio, algunos países asiáticos, excepto China, han mostrado su preocupación por la relativa apreciación de sus divisas. Entre estos países se encuentran Corea del Sur, Indonesia y Malasia. El motivo es la pérdida de competitividad que esto supone para sus exportadores te-

niendo en cuenta que China ha mantenido el tipo de cambio anclado en 6,8 yuanes por dólar desde julio del año pasado.

Las bolsas marcan nuevos máximos

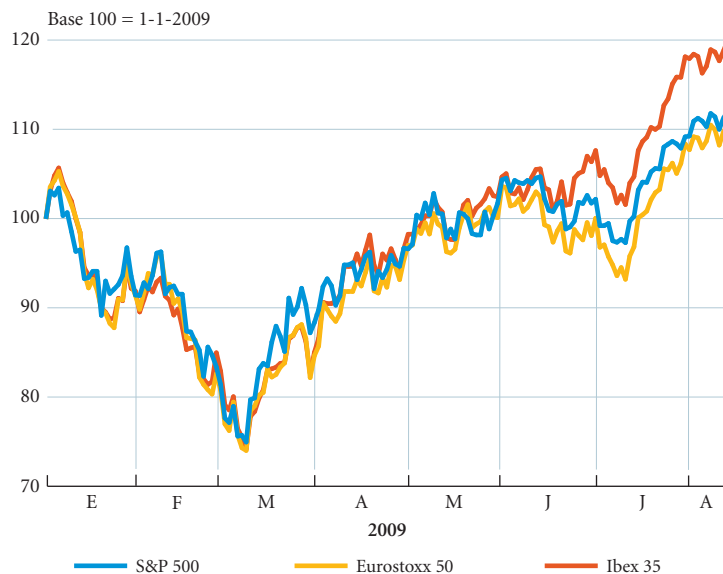
Durante los meses de julio y agosto los mercados de renta variable mostraron un buen comportamiento, reflejo de la cotización de un escenario económico de menor riesgo a nivel global. El proceso de revalorización de los índices bursátiles con respecto al mínimo alcanzado en marzo prosiguió hasta alcanzar niveles aproximados del 50% para el S&P 500 y el Eurostoxx 50. Merece una mención especial la extraordinaria trayectoria del Ibex 35, que si bien desde marzo ha recogido una revalorización superior al 60%, en lo que va de año acumula un incremento de valoración cercano al 20%.

La lenta recuperación de los indicadores adelantados de actividad, así como la consistencia de las expectativas de recu-

Las bolsas suben más de un 50% desde los mínimos alcanzados en el mes de marzo.

EL IBEX 35 BATE A SUS COMPETIDORES

Principales índices bursátiles



FUENTE: Bloomberg.

peración económica provocaron movimientos de ajuste en las primas de riesgo, así como la normalización de los indicadores de volatilidad. El reflejo inmediato fue el aumento de los flujos inversores desde activos de mercados monetarios con menor riesgo hacia la bolsa, atraídos por mejores rentabilidades. Los inversores mantuvieron sus preferencias por el sector financiero, así como por las industrias sujetas a la recuperación del ciclo económico, como las de recursos naturales y automóviles.

La continuidad del recorrido alcista de los mercados bursátiles estuvo determinada, además de por los datos económicos de las principales economías, por la campaña de resultados del segundo trimestre de las compañías cotizadas. Adicionalmente, desde los bancos centrales se mantuvo el compromiso de aplicación de medidas no

convencionales de política monetaria con el fin de dinamizar los flujos de crédito hacia el sector privado.

Desde el área de los datos económicos, a pesar de seguir existiendo un amplio diferencial entre los indicadores adelantados de expectativas empresariales y los datos de la economía real, poco a poco se aprecia una mejora en estos últimos apuntando a un marco económico de menor deterioro. Así lo han confirmado los datos adelantados de actividad económica en Estados Unidos y la zona del euro entre abril y junio, mostrando una incipiente recuperación industrial. Otro de los aspectos macroeconómicos relevantes está siendo la progresiva estabilización del sector residencial americano. El repunte de las ventas y precios de las viviendas desde los mínimos de las últimas tres décadas, así como la caída de los tipos hip-

Las políticas monetarias no convencionales apoyan la subida de las bolsas...

...lo mismo que los indicadores económicos...

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

21-08-2009

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	9.350,1	4,9	6,5	-18,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.007,4	5,5	11,5	-21,2
<i>Nasdaq</i>	1.989,2	3,8	26,1	-16,4
Tokio	10.238,2	6,1	15,6	-19,7
Londres	4.760,5	6,2	7,4	-11,4
Zona del euro	2.667,6	5,9	9,0	-17,9
<i>Francfort</i>	5.318,0	4,4	10,6	-14,7
<i>París</i>	3.510,3	6,3	9,1	-18,5
<i>Amsterdam</i>	288,9	6,7	17,5	-27,8
<i>Milán</i>	21.418,1	8,0	10,1	-22,8
<i>Madrid</i>	10.935,4	8,0	18,9	-2,5
Zurich	6.070,0	7,7	9,7	-13,3
Hong Kong	20.199,0	3,6	40,4	-0,9
Buenos Aires	1.766,9	6,9	63,7	1,2
São Paulo	56.831,5	6,8	51,3	1,6

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

FUENTE: Bloomberg.

...los resultados empresariales del segundo trimestre, que han sorprendido positivamente.

La tendencia alcista de las bolsas se confirmará si la mejora de los indicadores reales tiene continuidad.

La mejora de los mercados de crédito se generaliza, implicando una caída récord del coste de financiación y un máximo histórico en la emisión de papel corporativo.

tecarios están jugando un papel clave de cara a la consolidación de las bases para el crecimiento. La nota agrisulce correspondió al mercado laboral norteamericano. De una parte, se moderó la destrucción de empleo, mientras que, de otra, la ratio de la población activa sufrió el descenso más importante desde abril de 1984.

Otro de los aspectos relevantes en la escalada de las bolsas fue la campaña de resultados de compañías en el segundo trimestre. En Estados Unidos, después de la sorpresa del primer trimestre, cuando las empresas mostraron unas cuentas menos deterioradas de lo esperado, el segundo trimestre se saldó con un balance aún más esperanzador. Del total de las 500 compañías cotizadas en el S&P, el 73% de anuncios fueron mejor de lo previsto, correspondiendo las buenas noticias al consumo discrecional, a la industria y al sector financiero. De este último grupo, los grandes bancos de inversión, después de haber realizado importantes ampliaciones de capital, consiguieron engrosar sus ingresos gracias al incremento en las cifras de negociación en los mercados financieros y procedieron a devolver parte de las ayudas públicas recibidas meses atrás. En Europa los resultados fueron más modestos, con la presencia de un sector financiero todavía muy dañado por la crisis.

Durante las próximas semanas, el proceso de revalorización de los mercados de renta variable estará en gran parte determinado por la confirmación de la recuperación del escenario económico y financiero global. Los principales aspectos que ayudarán a determinar esa tendencia se podrían resumir en: i) la correlación entre los datos económicos y los indicadores adelantados de la actividad económica; ii) el incremento del consumo de las familias norteamericanas, clave para el crecimiento económico y por lo

tanto empresarial; iii) la evolución de las economías emergentes, con especial atención sobre China, iv) la efectividad de las políticas monetarias de los distintos bancos centrales sobre los mercados de crédito.

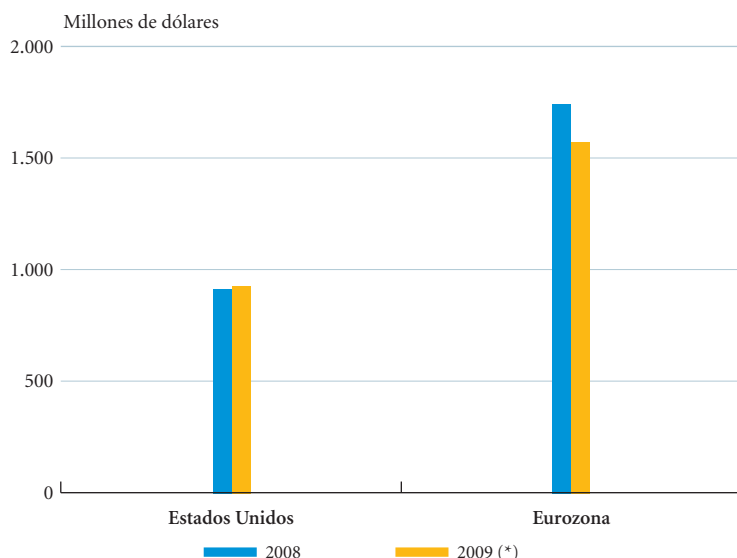
Fuerte mejora en los mercados de crédito

Durante los dos últimos meses los mercados de crédito han mostrado un comportamiento muy positivo, reduciéndose las primas de riesgo hasta niveles previos a la crisis de Lehman Brothers. La mejora se inició en los segmentos de crédito de alta calidad y en la actualidad se ha ampliado a los sectores de riesgo muy elevado, como son los mercados de bonos *high yield*. La reducción de las primas de riesgo ha estado acompañada de una fuerte emisión de papel, en un entorno en el que las rentabilidades ofrecidas por algunos bonos corporativos se sitúan en mínimos. Las compañías están aprovechando esta situación para alargar los plazos de su deuda. Este fenómeno es una tendencia que viene observándose desde antes de la crisis. Esto se traduce en los mercados de crédito en una continua sustitución de crédito o préstamos por emisión de bonos con vencimientos medios de cinco años. La mejora de actividad en los mercados primarios se está expandiendo a los mercados secundarios.

Es un hecho notable que, a pesar de la escasa necesidad de nueva financiación de las empresas, éstas se muestran muy activas en la emisión de bonos. Esto puede obedecer a la amarga experiencia sufrida en los mercados de crédito en el último trimestre de 2008 y el primero del actual, en que el sistema financiero prácticamente permaneció cerrado y muchas empresas se vieron cerca del cierre, no por insolvencia sino simplemente por liquidez.

EL BUEN RITMO DE EMISIONES ES UN FIEL REFLEJO DE LA MEJORA EN LOS MERCADOS DE CRÉDITO

Emisiones de bonos privados



NOTA: (*) Del 1 de enero al 21 de agosto.

FUENTE: Bloomberg.

Otros factores influyen en la misma dirección de ampliar los plazos de endeudamiento de las empresas, a través de la emisión de bonos corporativos: i) los bancos centrales ejecutan las políticas monetarias a través de la compra de activos financieros de alta calidad, esto provoca la necesidad de tener un elevado *rating*, y así poder beneficiarse de esas líneas de financiación; ii) las agencias de *rating*, después de la crisis financiera, se muestran más exigentes con las ratios de solvencia y liquidez de las empresas; iii) los bancos comerciales se han visto obligados a reducir su masa de crédito para ajustar sus ratios de solvencia pero, además, el proceso de desintermediación, sobre todo en la banca americana, sigue intacto y todo parece indicar que las autoridades financieras americanas apuestan por su continuidad.

Los factores que afectan a la demanda de bonos corporativos son la atractiva rentabilidad y la solvencia que ofrecen muchos emisores. Además, después de dos años

en que los ahorradores han aumentado espectacularmente la preferencia por la liquidez, los volúmenes en los fondos de inversión sin riesgo, es decir, invertidos en bonos de los gobiernos, están en máximos históricos y desde abril se observa un aumento de flujos hacia activos de mayor riesgo, cuyo instrumento principal son los bonos corporativos. Como factor extraordinario que presiona temporalmente la demanda de estos activos está la política de compras de activos financieros de los bancos centrales, que entran en competencia con los inversores privados y presionan a la baja los tipos de interés en los mercados. Como factor final, y tal vez el más determinante a largo plazo, es que después de la crisis se ha producido una elevación del nivel global de ahorro de las familias; esta evolución ha sido notable en Estados Unidos y en otros países muy afectados por la crisis.

Aunque la reducción de las primas de riesgo ha sido muy pronunciada desde el

Agencias de calificación y bancos se muestran más exigentes y las empresas deciden alargar el periodo medio de vencimiento de su deuda.

Las variables más relevantes presionan al alza los mercados de crédito, a pesar de las restricciones en China.

La mejora de calificación de las agencias de *rating* apoya el tono positivo de los mercados de crédito.

pasado mes de abril, persisten las variables para que dicha tendencia continúe. La más importante es la continua mejora de los indicadores económicos y de las expectativas de recuperación de los beneficios empresariales. También, a corto plazo, será positiva la ejecución de las medidas expansivas cuantitativas de los bancos centrales. Aunque este factor depende de cada país. Mientras en el Reino Unido, la zona del euro y Estados Unidos la tendencia es mantener o expandir la liquidez, en China el proceso ya es inverso y está teniendo efectos negativos en los mercados financieros, más visibles en la bolsa.

La normalización en los mercados de crédito está alcanzando la etapa final.

La tendencia positiva en los mercados de crédito también se recoge en la mejora de

calificación crediticia de las agencias de *rating*. Las principales agencias de calificación Moody's y S&P han publicado una sensible mejora de calificaciones crediticias en lo transcurrido en este tercer trimestre, después de tres trimestres consecutivos de drásticas reducciones de las calificaciones de *ratings* de compañías.

La etapa final en la mejora de los mercados de crédito se empieza a observar en la reducción de los requisitos de los bancos comerciales en la oferta de préstamos y en la incipiente recuperación de la demanda de crédito de empresas y familias. Esto es debido a la mejora del balance de los bancos y a la recuperación económica que ya se observa en muchos países, y es más notable en algunos sectores.

La bolsa y las preferencias de los ahorradores

La proporción de renta variable en el patrimonio financiero de las familias ha oscilado a lo largo del tiempo respondiendo a un amplio conjunto de factores, entre los cuales destacan las perspectivas económicas y los rendimientos esperados del capital. Escenarios como el actual, caracterizado por fuertes turbulencias y elevada incertidumbre, provocan cambios en los patrones de comportamiento financiero de los agentes económicos que, en el caso de los particulares, se traducen en el trasvase del ahorro financiero en renta variable hacia activos con menos riesgo.

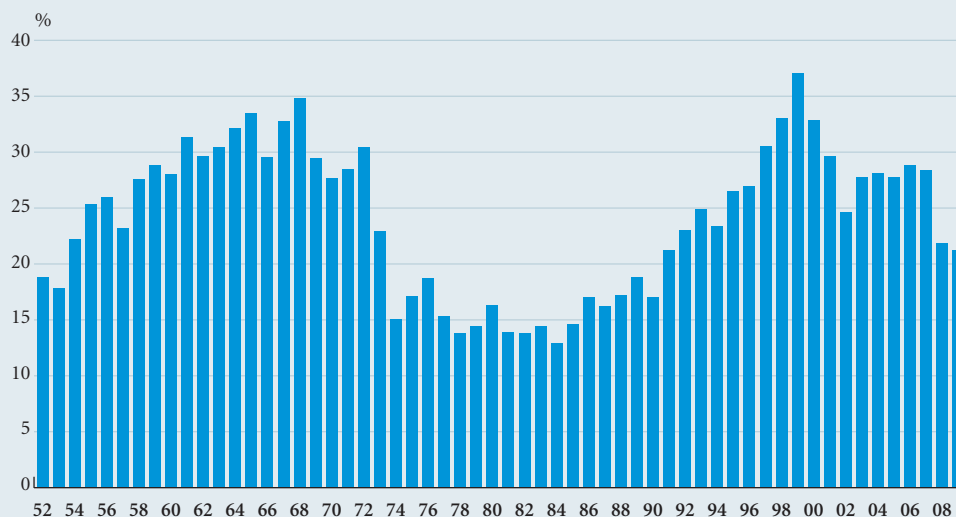
Invertir en bolsa está asociado a la toma de riesgos, de manera que cuando éstos se consideran elevados o son difíciles de evaluar, el inversor «corriente» tiende a rechazar dicha inversión. Si, además, se produce un *crash* bursátil que provoca pérdidas en la cartera de inversión de los particulares, éstos tienden a retraerse de la inversión en renta variable por un tiempo considerable, hasta que la memoria del desastre se desvanece o hasta que las expectativas económicas mejoran de forma sensible y aparecen nuevas oportunidades de obtener altos beneficios.

Este patrón de comportamiento se puede observar en el gráfico siguiente, que recoge el peso de la renta variable en la cartera financiera de los hogares estadounidenses, si bien en esta ponderación influyen también las oscilaciones relativas de los precios de los diferentes activos. Así, la crisis energética y económica de los años setenta frenó y dio marcha atrás al creciente volumen de acciones en las carteras incentivado, hasta entonces, por la trayectoria de las cotizaciones, que llegaron a doblarse en los sesenta. A pesar de que en los setenta no hubo ningún *crash* bursátil propiamente dicho, la prolongada crisis económica no estimuló la inversión en renta variable. La merma en los ingresos disponibles de los hogares y las magras perspectivas de los beneficios empresariales explican que el peso de las acciones en las carteras de las familias alcanzara mínimos. Por el contrario, la crisis bursátil de 1987, pese a su intensidad, tuvo una duración muy corta y no afectó a la trayectoria de la economía real,

de manera que sus efectos fueron muy pasajeros. La gran escalada de las acciones en poder de los particulares se produjo en los noventa y alcanzó su cenit en el momento en que estalló la crisis de los valores tecnológicos. Dicha debacle tuvo un fuerte impacto sobre las preferencias de los particulares respecto al riesgo y pese a que, en los primeros años de la década actual, las bolsas exhibieron un recorrido notablemente alcista y la economía alcanzó una espectacular expansión, las reticencias a la hora de aumentar el peso de las acciones frenaron su avance. La grave crisis desatada en 2007 ha recortado nuevamente dicho peso y, dadas sus características, supondrá una importante resistencia a la hora de aumentar la renta variable en el patrimonio familiar.

ESTADOS UNIDOS: LAS FAMILIAS REDUCEN SUS TENENCIAS DE BOLSA

Peso de la renta variable en el patrimonio financiero de las familias



FUENTE: Reserva Federal.

En Europa, el comportamiento de las familias ante las crisis no difiere sensiblemente, dejando de lado el hecho de que la tendencia a invertir en bolsa es mucho más baja. Como puede comprobarse en el gráfico siguiente, en el caso de España también se observa el efecto de la crisis de los valores tecnológicos y, con la crisis actual, el descenso de la participación de la renta variable en los fondos de inversión de las familias hasta los niveles más bajos de los últimos doce años.

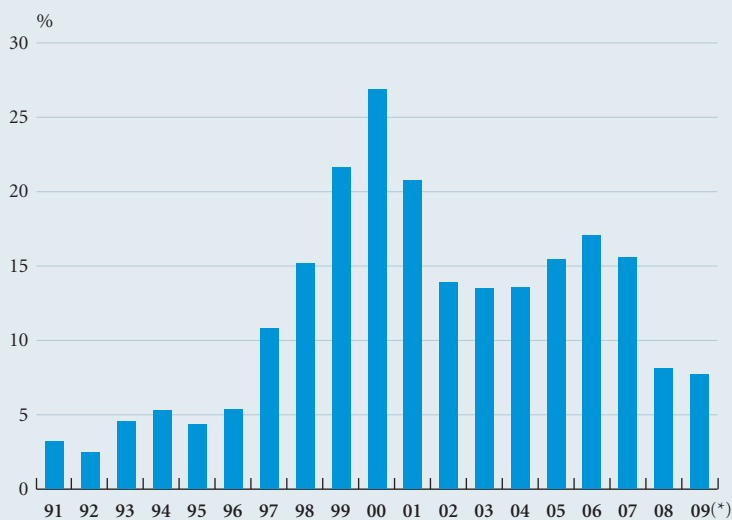
En ambas áreas económicas, Estados Unidos y Europa, se aprecian notables diferencias en la participación del inversor particular en los mercados financieros. El perfil del inversor estadounidense se ha caracterizado históricamente por mantener una proporción media en torno al 20% de renta variable sobre el total de su patrimonio financiero, y, en segundo lugar, por establecer un objetivo de rentabilidad a largo plazo. Por el contrario, el inversor europeo no sólo presenta una predisposición inferior a mantener una proporción de renta variable sobre su ahorro total, sino que ha reaccionado con mayor intensidad ante la crisis, reduciendo su exposición a la bolsa en casi un 50% con respecto a los años anteriores.

¿Cuál será la reacción de los inversores tras la crisis global de los dos últimos años? Hasta ahora el comportamiento ha sido el propio de un ciclo fuertemente recesivo. En los últimos meses, la publicación de datos económicos más favorables, junto con la moderación de la volatilidad, han impulsado el aumento de la confianza y la to-

lerancia al riesgo. Este nuevo escenario de recuperación, aunque débil, ha propiciado que en marzo se produjera un punto de inflexión para el índice Standard & Poor's 500 y para la participación de los inversores particulares. La revalorización de la bolsa en casi un 50% se ha producido, sin embargo, con unos niveles de contratación inferiores a la media de la última década. A pesar de esta circunstancia y gracias al mayor grado de estabilización económica, desde la primavera se observa un aumento del apetito por el riesgo de los inversores particulares. Esto ha permitido un lento incremento de la proporción de las rentas familiares en bolsa sobre el total del capital ahorrado en fondos de inversión.

ESPAÑA: BAJA LA INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE

Peso de la renta variable en el patrimonio de los fondos de inversión



NOTA: (*) Junio
FUENTE: Inverco.

Es en este momento cuando los factores propios del comportamiento del inversor pueden jugar un papel relevante como aceleradores del proceso de participación en los mercados de activos de riesgo. Elementos como la experiencia financiera de los inversores, la mejora de las perspectivas económicas o la moderación de las primas de riesgo deben contribuir a medio plazo al aumento de la proporción invertida en renta variable por parte de las familias. Con todo, el movimiento será lento debido al trauma sufrido por los ahorradores tras las fuertes caídas de las bolsas en la mayor crisis desde la Gran Depresión.

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

Actividad económica

Moderación de la recesión

El avance del producto interior bruto (PIB) del segundo trimestre por parte del Instituto Nacional de Estadística confirmó que el ritmo de caída de la actividad económica se moderó en el periodo abril-junio al estimar un descenso intertrimestral del 1,1%, frente a un decremento revisado del 1,6% en el primer trimestre. Esta moderación de la recesión es atribuible a una mejora de la coyuntura internacional, al impacto de los planes de estímulo económico del Gobierno y a la tendencia a la normalización de los mercados financieros. Con todo, la contracción intertrimestral de la economía española fue sensiblemente mayor que la estimada para la eurozona, del 0,1%, a diferencia de los trimestres anteriores.

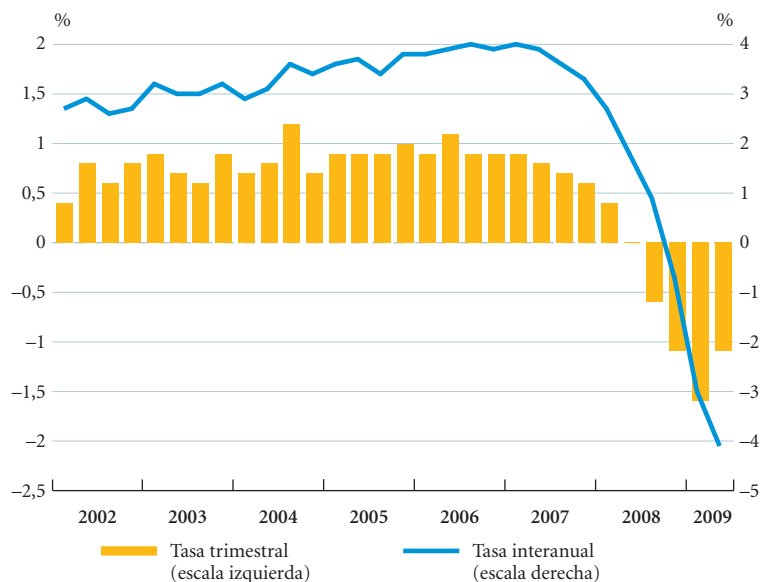
Lógicamente, la mejora de la evolución trimestral todavía no se notó en la tasa interanual, que registró el mayor retroceso de las últimas décadas, del 4,2%, si bien en este caso fue menor que el del área del euro, del 4,6%. La bajada interanual del PIB se explica por una mayor contribución negativa de la demanda interna, a pesar de una mayor aportación del sector exterior.

En cuanto al consumo, los indicadores disponibles apuntan a una atenuación de la profunda contracción experimentada en los últimos trimestres. La mejora de la confianza de los consumidores, a lo que deben haber contribuido el repunte de los índices bursátiles y los planes de estímulo gubernamentales, frenó en cierta medida la caída del consumo. Así, la producción

El PIB de la economía española cae el 1,1% en el segundo trimestre, menos que en el primero, pero más que en la eurozona.

MENOR CAÍDA INTERTRIMESTRAL DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO

Variación del PIB



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008			2009				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
Consumo										
Producción de bienes de consumo (*)	1,7	-4,7	-4,4	-4,5	-10,3	-12,6	-11,1	-10,6	-7,0	...
Importación de bienes de consumo (**)	5,1	-7,7	-6,9	-4,1	-17,2	-9,4	-17,1	-19,8	-7,4	...
Matriculaciones de automóviles	-1,2	-28,1	-19,6	-32,5	-46,6	-43,1	-45,6	-38,7	-15,9	-10,9
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	-33,8	-30,7	-38,0	-45,3	-44,7	-37,0	-25,0	-22,0	-20,0
Inversión										
Producción de bienes de equipo (*)	4,6	-8,8	-6,1	-8,0	-20,8	-30,5	-22,3	-27,1	-24,0	...
Importación de bienes de equipo (**)	9,8	-19,6	-16,4	-15,9	-28,8	-31,3	-37,6	-32,3	-35,2	...
Matriculación de vehículos industriales	0,3	-43,6	-34,1	-50,1	-61,3	-52,4	-58,5	-53,4	-41,7	-37,8
Comercio exterior (**)										
Importaciones no energéticas	7,3	-4,9	0,2	-4,1	-19,0	-26,0	-30,2	-29,3	-20,6	...
Exportaciones	4,2	1,9	6,6	7,8	-8,4	-17,9	-22,6	-15,4	-4,7	...

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

(**) En volumen.

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

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

La contracción del consumo es muy profunda pero se atenúa.

de bienes de consumo en junio mostraba un descenso interanual del 7,0% frente al 12,6% del primer trimestre. Las ventas interiores en las grandes empresas de bienes de consumo suavizaron su disminución interanual en el segundo trimestre, si bien las de servicios la aumentaron ligeramente. Por su parte, las ventas minoristas también constataron una moderación de la bajada del consumo en los últimos meses.

Por lo referente a los bienes de consumo duraderos, que se estaban llevando la peor parte del desplome del consumo, cabe señalar que se ha confirmado la inflexión de las ventas de automóviles a partir de mayo con la entrada en vigor de las ayudas directas del Plan 2000-E para la renovación de automóviles, auspiciado por el Gobierno y la mayor parte de comunidades autónomas. Así, en julio las compras de los particulares se elevaron el 16,5% respecto al mismo mes del año anterior.

La contrapartida de la baja del consumo es la recuperación del ahorro. En el periodo que va del segundo trimestre de 2008 al primero de 2009 la tasa de ahorro de los hogares subió hasta el 14,1% de su renta disponible, 1,1 puntos más que en el periodo móvil precedente y la mayor de la década. La recuperación del ahorro está ligada a una mayor prudencia de las familias ante el incremento del paro. Las condiciones financieras más restrictivas también han incidido en un mayor ahorro. En el segundo trimestre probablemente continuó la tendencia a la elevación de la tasa de ahorro.

Respecto a la inversión, se está resintiendo de la bajada de los beneficios empresariales y de perspectivas de rentabilidad desfavorables. Además, la utilización de la capacidad productiva no cesa de reducirse, reflejando una menor demanda. No obstante, a pesar del descalabro de la inversión en bienes de equipo, aparecen algu-

DESACELERACIÓN 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.

nos signos esperanzadores. Así, la producción de éstos cayó el 24,4% en el segundo trimestre con relación a un año antes, pero este importante descenso fue inferior al anotado en el primer trimestre. Asimismo, la matriculación de vehículos industriales sufrió un decremento interanual del 51,9% en el segundo trimestre, pero moderó la caída hasta el 37,8% en julio.

La inversión en construcción prosigue el ajuste en el sector residencial. Los visados de obra nueva de viviendas disminuyeron el 58,5% en mayo con relación al mismo mes de 2008, aunque un poco menos que en los meses precedentes. De hecho, las ventas de viviendas han suavizado ligeramente su caída tras el anuncio de la limitación de la deducción fiscal. No obstante, las viviendas terminadas continúan siendo superiores a las ventas de viviendas nuevas, con lo que siguen elevándose las existencias de viviendas sin vender, con la consiguiente presión a la baja en los precios. Por el contrario, la evolución de la obra civil es mejor gracias a los 5.000

millones de euros ya gastados de los 8.000 presupuestados del plan de obras públicas efectuadas por los municipios financiado por el Gobierno. Por su parte, la licitación oficial se elevó el 47,8% en mayo sobre el mismo mes de 2008 después de meses de reducciones.

Desde la óptica de la oferta, la industria sigue sufriendo una fuerte disminución de la demanda. No obstante, la caída se está moderando. Así, en julio el descenso interanual del consumo de electricidad fue del 3,4% frente a una bajada del 7,0% en el primer trimestre. A pesar de la relativa mejora, las cifras de entrada de pedidos sugieren que se prolongará el periodo de debilidad industrial. Al sector secundario se le acumulan los problemas de demanda a los de competitividad. Por lo referente al sector servicios, a pesar de una cierta aminoración del descenso de la actividad en los últimos meses, en junio todas las principales ramas presentaban decrementos interanuales en sus cifras de negocios del 8% o más.

Las viviendas terminadas continúan siendo superiores a las ventas de viviendas nuevas.

Se suaviza la caída de la producción industrial.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008			2009				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
Industria										
Consumo de electricidad (1)	4,5	0,6	2,3	0,9	-3,6	-7,0	-9,1	-6,5	-4,1	-3,4
Índice de producción industrial (2)	2,0	-7,3	-5,4	-6,3	-16,6	-22,6	-19,4	-20,5	-16,2	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-0,3	-18,0	-13,7	-18,7	-32,7	-36,7	-36,0	-35,0	-34,0	-32,0
Utilización capacidad productiva (4)	81,3	79,5	80,3	79,3	76,9	68,8	-	69,5	-	68,5
Importación bienes interm. no energ. (5)	8,0	-0,7	6,9	-2,1	-18,2	-32,9	-35,1	-33,4	-24,5	...
Construcción										
Consumo de cemento	0,2	-23,8	-19,6	-25,2	-38,1	-44,7	-45,2	-39,1	-20,6	...
Indicador de confianza en la construcción (3)	9,3	-22,6	-17,3	-23,7	-34,7	-36,7	-40,0	-31,0	-34,0	-32,0
Viviendas (visados obra nueva)	-24,7	-59,4	-56,0	-62,4	-60,2	-64,1	-68,7	-58,5	...	...
Licitación oficial	-15,0	3,0	-29,9	6,4	12,4	-5,1	-49,1	47,8	...	...
Servicios										
Ventas comercio minorista (6)	2,3	-6,3	-6,3	-7,1	-7,7	-6,3	-5,3	-5,1	-2,8	...
Turistas extranjeros	1,1	-2,4	1,2	-5,2	-9,0	-16,3	-1,7	-11,7	-10,0	-6,1
Ingresos turismo	3,3	-0,4	1,3	0,2	-8,0	-14,3	-3,6	-10,1	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,7	-7,7	-3,5	-1,7	-23,0	-34,1	-43,1	-34,7	-24,6	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,0	-3,1	-0,6	-4,9	-12,7	-18,2	-5,0	-11,9	-8,8	-4,8
Consumo de gasóleo automoción	5,1	-3,8	-2,8	-3,7	-7,7	-10,3	-10,3	-7,5	...	...

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.

Mejora de los indicadores de confianza de los agentes económicos.

En este marco, el Gobierno continuó adoptando medidas en apoyo de subsectores afectados por la crisis económica. Así, a primeros de julio se aprobó el Plan Moto-E con el objetivo de la concesión directa de subvenciones para la compra de ciclomotores y motocicletas. A mediados del mismo mes, el Ministerio de Vivienda anunció que asumiría el 50% del riesgo en nuevas hipotecas para viviendas protegidas por un importe máximo de 6.000 millones de euros. Asimismo, en julio se lanzaba el Plan Futur-E para poten-

ciar la sostenibilidad energética en el sector turístico.

La mejora de la situación económica internacional posibilitará que la coyuntura española vaya recuperándose. Los indicadores de confianza aparecidos van en la misma dirección. No obstante, la gran mayoría de indicadores siguen siendo negativos y la corrección de los desequilibrios acumulados sugieren que, si bien la economía española está en la vía de salida de la recesión, lo hará muy gradualmente.

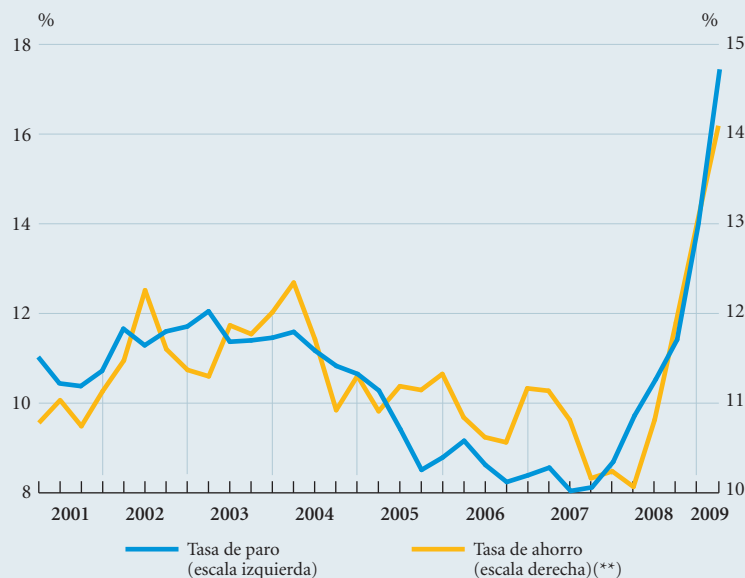
Gasto y ahorro de las familias españolas: fin de ciclo

La virulenta crisis económica y financiera que afecta a empresas, bancos y gobiernos incide también en la situación económica de las familias. En el caso de España, la alteración de los patrones de gasto y ahorro de las unidades familiares es muy importante. En este recuadro pasamos revista a los cambios habidos en materia de consumo, ahorro, inversión fija e inversión financiera del conjunto de los 17 millones de hogares, tratando de apuntar la dirección futura de estas variables.

En primer lugar, destaca la escalada del ahorro, es decir, la parte de la renta disponible que no se consume. Esta variable había descendido hasta niveles mínimos en años recientes, alrededor del 11%, reflejando una excepcional coyuntura en términos de crecimiento de la renta y de la riqueza de los hogares. Aunque en determinados ámbitos se expresaba la preocupación por el bajo ahorro de las familias, lo cierto es que en épocas de prosperidad el ahorro suele disminuir y viceversa, reflejando las expectativas de renta futura de los agentes. En los momentos actuales, en los que la mayor preocupación de las familias, según las encuestas sociológicas, es la destrucción de empleo, la incertidumbre sobre el futuro económico es muy elevada. Como consecuencia, de una tasa de ahorro bruto del 10,2% en 2007 se pasó a un 13,1% en 2008 y esperamos que en 2009 supere el 16%, resultado de la elevada incertidumbre que ha hecho presa de las familias españolas.

LA INCERTIDUMBRE EN EL EMPLEO AFECTA AL AHORRO FAMILIAR

Tasa de paro sobre población activa y tasa de ahorro de las familias (*)



NOTAS: (*) Incluye instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

(**) Media móvil de cuatro trimestres.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España y elaboración propia.

Pero el desempleo no es la única amenaza que pende sobre las cuentas de los hogares. Un segundo elemento son las pérdidas en el valor del patrimonio familiar. Tanto los activos financieros como los bienes inmobiliarios sufrieron un importante recorte en su valoración, que el Banco de España cifra en 2008 en un 12,1% y un 8,7%,

respectivamente. La caída de las bolsas a lo largo del año restó por sí sola más de 250.000 millones de euros al patrimonio financiero de las familias. Sumando el valor de todos los activos financieros en poder de las familias y restando los pasivos –crédito hipotecario principalmente– el resultado es que la riqueza financiera neta se desplomó en 2008, en un solo año, hasta niveles del 2001. Por lo que se refiere al valor del patrimonio inmobiliario, la estimación del Banco de España supondría una pérdida de medio billón de euros. En suma, el descenso del valor contable de la riqueza de las familias el pasado año fue de un montante superior a la renta disponible del ejercicio, lo que da una idea de la magnitud del descalabro de los balances agregados de las familias españolas.

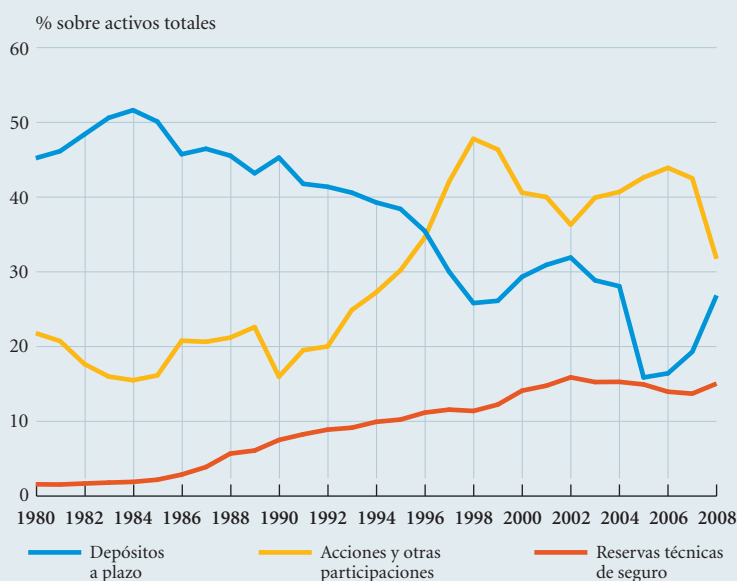
¿Qué cabe esperar en 2009 y 2010? La trayectoria de los mercados de valores en los nueve primeros meses de 2009 permite confiar en que el retroceso del valor de los activos ha quedado atrás y que parte de lo perdido empieza a recuperarse. Sin embargo, las perspectivas actuales de los precios del sector inmobiliario y la importancia del mismo dentro de la riqueza total de las familias seguirán pesando sobre el comportamiento económico de los hogares.

Inevitablemente, si el ahorro familiar bruto es relativamente elevado, el gasto de consumo –el otro destino que puede tener la renta disponible– se mueve a la inversa. De hecho, en el primer semestre el consumo disminuyó un 6% en términos nominales respecto al mismo periodo del año anterior pese a que la renta de las familias todavía aumentaba un 1,5% en el primer trimestre. Como cabe esperar en estos casos, el mayor recorte en el consumo de las familias corresponde al gasto en bienes duraderos (automóviles, electrodomésticos, muebles) y bienes suntuarios, mientras que los bienes no duraderos resisten mejor la coyuntura.

¿Dónde va a parar este ahorro creciente? Desde el punto de vista de las cuentas nacionales, una parte se destina a inversión fija, es decir, a compra de inmuebles, y el resto supone una variación de la posición financiera. Res-

LOS INVERSORES HUYEN DEL RIESGO EN 2008

Activos financieros de los hogares e ISFLSH (*)



NOTA: (*) Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
FUENTE: Banco de España.

pecto a la compra de casas y pisos, la acusada desaceleración del mercado marca la situación actual. Acaba así una excepcional etapa en la que las familias dedicaron cada año más y más recursos a la compra de vivienda. Un comportamiento que se explica por una elevada propensión a la vivienda en propiedad, unos importantes incentivos fiscales, unos bajos tipos de interés y unas favorables condiciones crediticias a lo largo del periodo, y que no se arredró ante la escalada de los precios. Pero ahora el resultado es una pesada herencia en forma de deuda financiera. Cabe destacar, con todo, que el peso de la deuda a largo plazo sobre la renta familiar ha dado un claro giro a la baja tras haber alcanzado máximos históricos, en un proceso de desapalancamiento que tiende a acelerarse.

Por lo que se refiere a la posición financiera de las familias, ésta también dio un vuelco en 2008. Si entre 2004 y 2007 los gastos de compra y amortización de inmuebles superaron el ahorro corriente de las familias, en el año 2008 el ahorro bruto ya superó la inversión, una tónica que va a ser aún más acentuada en 2009. En estos momentos, el sector familias es ahorrador neto y permite paliar el déficit de financiación de otros sectores de la economía, especialmente el sector público, contribuyendo al mismo tiempo a reducir el déficit de la cuenta corriente de la economía española con el exterior.

Las preferencias de los hogares a la hora de colocar los ahorros financieros expresan también claramente el cambio de coyuntura. Si a principios de los ochenta la mayor parte de los ahorros se colocaban en depósitos bancarios a plazo, buscando la seguridad, en la década de los noventa las preferencias de los inversores empezaron a centrarse en valores de riesgo, directamente adquiriendo acciones de compañías o a través de participaciones en fondos de inversión. La crisis bursátil de principios de la década de 2000 marcó un límite en el avance relativo de las inversiones de riesgo dentro de la cartera de las familias. Desde entonces, su peso relativo osciló en el 40% hasta el año pasado, cuando la negativa evolución de las bolsas provocó un importante trasvase de fondos desde productos de riesgo a depósitos a plazo fijo, hasta el punto de que su peso dentro de la cartera de inversión de las familias casi se igualó. En lo que llevamos de 2009 este proceso de trasvase se ha frenado, ya que la estabilización de los mercados financieros ha aliviado algo la aversión al riesgo que todo *shock* financiero produce.

En muchos sentidos, el año 2008 supuso el fin de un ciclo muy especial en las preferencias de ahorro e inversión de las familias españolas. Un ciclo que arrancó a mediados de los noventa y que estuvo muy marcado por el advenimiento del euro y por una etapa de descenso de las tasas de inflación y de interés en un contexto de relativa estabilidad macroeconómica. Tanto en la fase expansiva como en la actual contracción económica el comportamiento de las familias puede haber incurrido en algunos excesos, pero en general ha respondido a criterios de racionalidad económica en función de los incentivos existentes en cada momento.

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

Mercado de trabajo

Se frena el deterioro del mercado de trabajo

Según los datos de la encuesta de población activa (EPA), considerada como el indicador más fiable para el seguimiento coyuntural del mercado de trabajo, en el segundo trimestre se perdieron 145.800 empleos, el 0,8%. De este modo, el número total de ocupados se redujo a 18.945.000. En los últimos doce meses se destruyeron casi un millón y medio de puestos de trabajo, el 7,2%. No obstante, en el último trimestre se aprecia una moderación en el ritmo de caída de la ocupación. Esto es atribuible a una suavización de la recesión económica, a lo que está contribuyendo el plan de obras municipales financiado por el Gobierno, que hasta

mediados de julio había dado empleo temporal a más de 400.000 trabajadores.

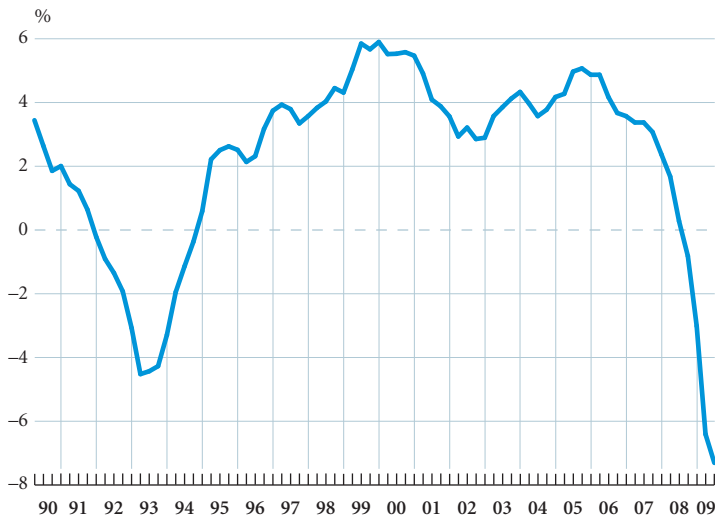
De este modo, se palió el descalabro del empleo en la construcción, que en el último año se redujo el 24,6%, la mayor bajada sectorial. Así, en el segundo trimestre el descenso del número de ocupados en la construcción, del 2,8%, fue inferior al anotado por la industria, que también está sufriendo un duro ajuste, y la agricultura. Los servicios fueron el único de los grandes sectores que aumentaron su nivel de empleo en el segundo trimestre, el 0,5%, aunque mostraban un decremento interanual del 2,7%. Por otro lado, el sector público continuó engrosando sus filas, un 0,7% en el segundo trimestre, hasta contabilizar un incremento

El plan de obras municipales palió el descalabro del empleo en la construcción.

El número de ocupados en el sector público crece el 3,7% en el último año, mientras que en el privado baja el 9,1%.

SE DESACELERA LA DESTRUCCIÓN DE OCUPACIÓN

Tasa de variación interanual del número de ocupados (*)



NOTA: (*) Datos corregidos del impacto de los cambios metodológicos introducidos en el primer trimestre de 2005.
FUENTES: INE y elaboración propia.

EMPLEO ESTIMADO

Segundo trimestre 2009

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	786,6	-51,1	-6,1	-17,2	-2,1	-34,1	-4,2	4,2
No agrarios	18.158,4	-94,6	-0,5	-894,6	-4,7	-1.445,9	-7,4	95,8
<i>Industria</i>	2.799,4	-100,8	-3,5	-243,3	-8,0	-445,0	-13,7	14,8
<i>Construcción</i>	1.922,1	-55,9	-2,8	-258,6	-11,9	-627,4	-24,6	10,1
<i>Servicios</i>	13.436,9	62,0	0,5	-392,7	-2,8	-373,7	-2,7	70,9
Por empleadores								
Sector privado	15.893,9	-167,4	-1,0	-933,4	-5,5	-1.589,4	-9,1	83,9
Sector público	3.051,1	21,6	0,7	21,6	0,7	109,3	3,7	16,1
Por situación profesional								
Asalariados	15.736,8	-106,2	-0,7	-571,4	-3,5	-1.116,2	-6,6	83,1
<i>Contrato indefinido</i>	11.765,3	-52,0	-0,4	11,4	0,1	-135,2	-1,1	62,1
<i>Contrato temporal</i>	3.971,5	-54,2	-1,3	-582,8	-12,8	-981,0	-19,8	21,0
No asalariados	3.196,0	-44,5	-1,4	-339,0	-9,6	-366,0	-10,3	16,9
<i>Empresarios empleadores</i>	1.080,1	-20,2	-1,8	-85,2	-7,3	-95,3	-8,1	5,7
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.948,8	-7,3	-0,4	-223,9	-10,3	-239,6	-10,9	10,3
<i>Ayudas familiares</i>	167,1	-17,0	-9,2	-29,9	-15,2	-31,1	-15,7	0,9
Otros	12,2	5,0	69,6	-1,4	-10,3	2,0	20,2	0,1
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	16.494,4	-173,5	-1,0	-883,4	-5,1	-1.481,5	-8,2	87,1
A tiempo parcial	2.450,6	27,7	1,1	-28,4	-1,1	1,3	0,1	12,9
Por sexos								
Varones	10.700,9	-130,0	-1,2	-639,7	-5,6	-1.158,5	-9,8	56,5
Mujeres	8.244,1	-15,8	-0,2	-272,1	-3,2	-321,6	-3,8	43,5
TOTAL	18.945,0	-145,8	-0,8	-911,8	-4,6	-1.480,2	-7,2	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

interanual del 3,7%, mientras que el privado anotaba un descenso del 9,1%.

Por sexos, la destrucción de ocupación continuó afectando mucho más a los hombres que a las mujeres. De esta forma, mientras que en el último año el 9,8% de los hombres perdieron su empleo, sólo resultaron afectadas el 3,8% de las féminas, lo que se explica en parte porque están menos representadas en los sectores más perjudicados por la crisis, como la construcción.

La crisis está afectando a todos los grupos de edad, pero con distinta intensidad. En términos generales, en el último año la reducción del empleo es tanto mayor cuanto menor es la edad, con un descenso del 36,0% en el segmento de 16 a 19 años y del 1,4% en el grupo de más de 50 años. En el segundo trimestre la ocupación sólo aumentó entre las personas de 35 a 39 años y las mayores de 45.

Por otra parte, las cifras de la EPA reflejan que la recesión económica está afectando

Después de la fuerte caída del empleo temporal, el fijo registra un descenso interanual por primera vez desde principios de 1995.

Impulso del trabajo a tiempo parcial.

más a los trabajadores por cuenta propia, cuyo nivel de empleo disminuyó el 10,3% en los últimos doce meses, que a los asalariados, cuya ocupación se redujo el 6,6%. Dentro de éstos es significativa la caída del 19,8% de los empleos con contrato temporal, mientras que los indefinidos bajaron el 1,1%. Sin embargo, en el segundo trimestre la reducción de puestos de trabajo fue similar en ambos tipos de contrato, superior a 50.000, si bien el porcentaje de los temporales, del 1,3% trimestral, seguía siendo superior. De hecho, se registró una disminución interanual de empleo fijo por primera vez desde principios de 1995.

Otra consecuencia de la crisis es el impulso del trabajo a tiempo parcial. En efecto, mientras que los contratos a tiempo completo bajaban el 8,2% en el último año, los ocupados a tiempo parcial subían el 0,1%, gracias a un aumento trimestral del 1,1% en el segundo trimestre. No obstante, su participación en el total es modesta, del 12,9%, la mayoría mujeres.

Por nacionalidad, también hay diferencias en la evolución de la ocupación.

Mientras que los ocupados españoles descendieron el 6,9% en los últimos doce meses, los extranjeros bajaron el 9,2%. Sin embargo, en el segundo trimestre la población ocupada inmigrante se elevó el 0,2%, mientras que la española se reducía el 0,9%.

Las cifras de los afiliados en alta a la Seguridad Social de julio confirman una relativa mejora del empleo respecto al primer cuatrimestre. El número medio de afiliados subió en 45.568, si bien la tasa interanual bajó el 6,4%.

Los datos de la EPA del segundo trimestre también validan un cambio en la evolución de la población activa. En efecto, se registró un descenso de ésta por primera vez en los últimos años y su tasa de variación interanual bajó 1,1 puntos, hasta el 1,2%. Esto es atribuible al efecto desánimo por las dificultades en encontrar empleo. En el segundo trimestre disminuyó tanto la población activa española como la extranjera, pero en el último año esta última aumentó el 5,3%, frente a sólo el 0,5% de la española.

Reducción de la población activa por primera vez en los últimos años por el efecto desánimo.

PARO ESTIMADO

Segundo trimestre 2009

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		% participación	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
Por sexos							
Hombres	2.289,1	93,3	4,2	1.106,2	93,5	55,3	17,6
Mujeres	1.848,4	33,4	1,8	649,7	54,2	44,7	18,3
Por edades							
Menores de 25 años	855,2	46,7	5,8	281,3	49,0	20,7	38,1
Resto	3.282,3	80,1	2,5	1.474,7	81,6	79,3	15,7
Por situación personal							
Paro de larga duración	1.094,6	117,0	12,0	507,9	86,6	26,5	—
Buscan primer empleo	286,6	-12,8	-4,3	64,1	28,8	6,9	—
Resto	2.756,3	22,6	0,8	1.184,0	75,3	66,6	—
TOTAL	4.137,5	126,7	3,2	1.755,9	73,7	100,0	17,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

A consecuencia de los movimientos del empleo y de la población activa el paro continuó elevándose, si bien aminoró su ritmo de avance. Así, la cifra de desempleados subió el 3,2% en el trimestre, y el 73,7% en el último año hasta 4.137.500 personas. La tasa de paro subió 6 décimas hasta el 17,9%, la mayor de la Unión Europea, doblando a la media.

El desempleo siguió aumentando más entre los hombres que entre el género femenino, de manera que las respectivas tasas de paro continuaron aproximándose. Por otra parte, el número de hogares con todos sus miembros en paro se elevó a 1.118.300.

En el ámbito territorial se constata que la disminución del empleo en los últimos doce meses tuvo lugar en todas las comunidades autónomas, si bien en mayor medida en Cataluña, Canarias y la Comuni-

dad Valenciana. No obstante, las mayores tasas de paro correspondían a Andalucía, Canarias y Extremadura.

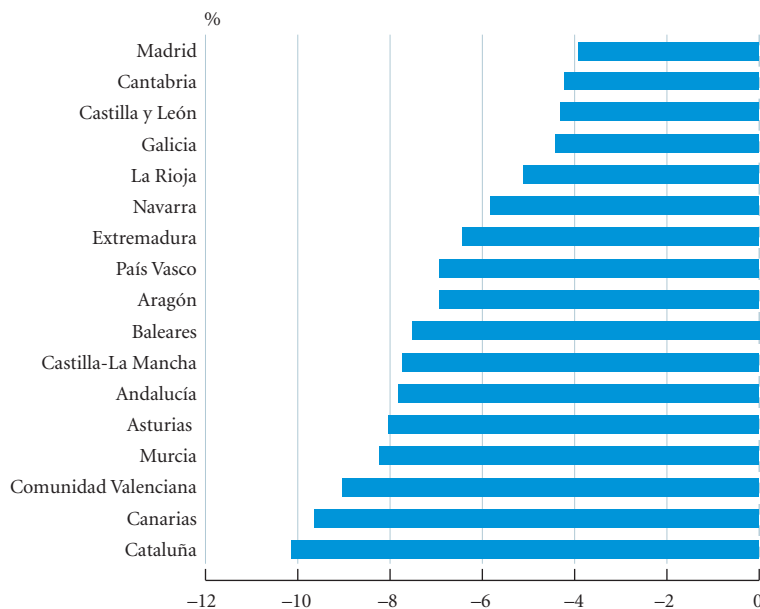
En otro orden de cosas, la mesa de diálogo social finalizó sin acuerdos. No obstante, este verano el Gobierno ha aprobado medidas para paliar los efectos de la escalada del paro. Así, ha suprimido el requisito de un año de espera para poder rescatar los fondos de pensiones por parte de parados sin prestación por desempleo contributiva. Igualmente, ha facilitado el cobro de la prestación de desempleo en un pago único para los socios de cooperativas. Asimismo, se ha establecido una bonificación del 50% en la cuota empresarial a la Seguridad Social por la contratación indefinida del primer asalariado del trabajador autónomo. Finalmente, el Gobierno creó una nueva ayuda temporal para parados que hayan agotado las percepciones por desempleo.

La tasa de paro sube hasta el 17,9%, pero se aminoró el ritmo de su avance.

Se crea una nueva ayuda temporal para parados que hayan agotado la percepción por desempleo.

LA OCUPACIÓN CAE EN TODAS LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS EN EL ÚLTIMO AÑO

Variación interanual del nivel empleo por comunidades autónomas



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Precios

Descenso interanual del IPC por quinto mes consecutivo, reflejando sobre todo el retroceso de los precios de las materias primas.

El IPC anota la mayor caída interanual de las últimas décadas

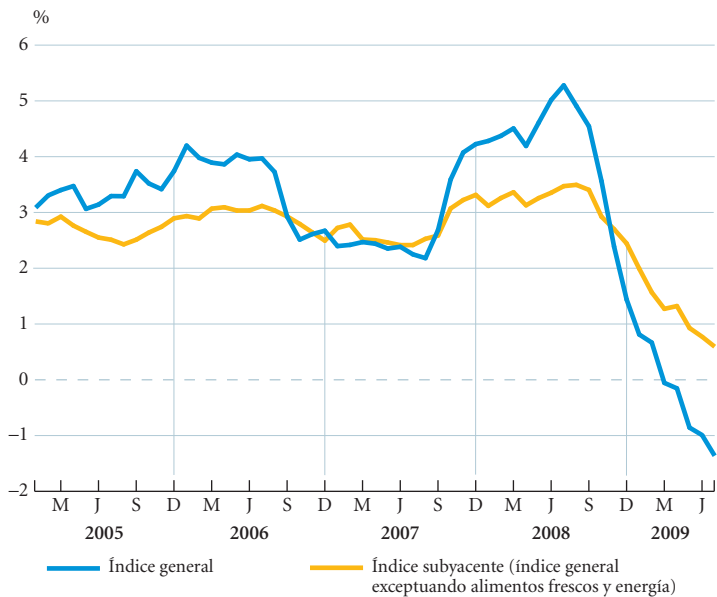
En línea con lo esperado, el índice de precios de consumo (IPC) registró un descenso interanual del 1,4% en el mes de julio, la mayor caída de las últimas décadas. Se trató de la quinta tasa interanual negativa consecutiva. En sólo doce meses se pasó de una inflación del 5,3%, la más alta desde diciembre de 1992, cuando el precio del petróleo alcanzó un máximo histórico, hasta el descenso de precios actual. Este giro se explica en buena parte por el retroceso de los precios de las materias primas y especialmente del crudo, a pesar de su repunte en los últimos meses. No obstante, también ha contribuido significativamente la

contracción del consumo, que ha impulsado a las empresas a efectuar descuentos o a moderar los precios.

Los carburantes y combustibles se abarataron el 22,5% en los doce últimos meses hasta julio. Este decremento interanual es ligeramente inferior al anotado en mayo, debido en parte a la elevación del impuesto especial sobre los hidrocarburos aplicado a partir de junio. Sin embargo, el conjunto de los productos energéticos registró la mayor bajada interanual de las últimas décadas en julio, del 15,9%, gracias a que la electricidad subió en este mes menos que en el mismo mes del año anterior. Los precios de los alimentos frescos en los primeros meses estivales presentaban la mayor bajada interanual

LA INFLACIÓN SUBYACENTE CONTINÚA BAJANDO

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

de los últimos años y contribuían al descenso del nivel de precios.

Por su parte, el núcleo más estable del IPC, el índice subyacente, se mantenía en crecimiento, pero mostraba una tendencia

a la desaceleración y se colocó en el 0,6% en julio, la menor cota de las últimas décadas y 2,9 puntos menos que doce meses antes. Este menor crecimiento se debe en parte a la caída de los costes derivados de las materias primas, pero también refleja

La inflación subyacente se modera hasta el 0,6%, la menor de las últimas décadas, a consecuencia de la contracción del consumo.

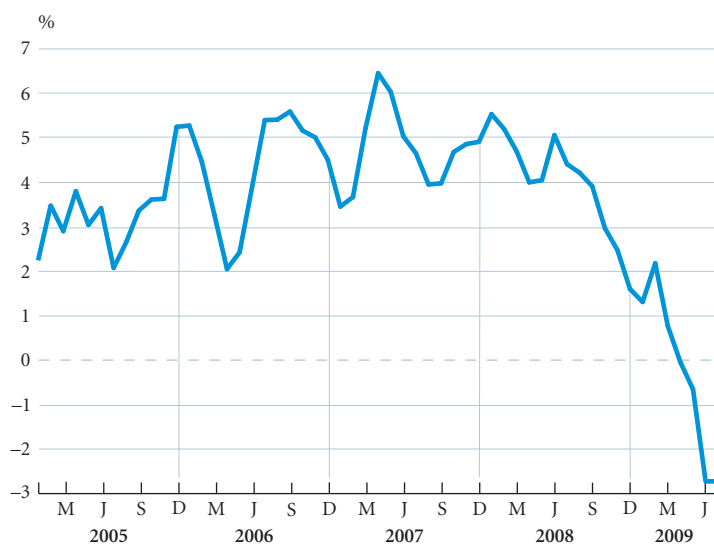
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	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	0,4	0,3	-1,0
Julio	-0,5	2,3	5,3	-0,9	-0,5	-1,4
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 ALIMENTOS FRESCOS CONTRIBUYEN A LA CAÍDA DE LOS PRECIOS

Variación interanual del precio de los alimentos sin elaboración



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El diferencial de inflación con la eurozona se estrecha, pero continúa siendo favorable.

las presiones desinflacionistas motivadas por la crisis económica. No obstante, el diferencial con la inflación general se amplió y marcó la cota máxima de los últimos años.

Los precios de los alimentos elaborados experimentaron un repunte al principio del verano, lo que se explica por el alza de los impuestos del tabaco en junio. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos se redujeron el 1,5% en los doce últimos meses hasta julio en un

marco de gran competencia en los mercados internacionales. Los servicios, más resguardados de la competencia internacional, experimentaron un incremento interanual de sus precios del 2,1% en julio. No obstante, esta elevación es la menor de las últimas décadas.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea también experimentó un descenso interanual del 1,4% en julio. De esta forma, el diferencial negativo con la eurozona se situó en

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Julio

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	107,8	0,1	-0,2	1,9	-2,6	7,0	-2,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	125,9	0,0	4,3	3,6	12,6	4,0	13,0
Vestido y calzado	92,9	-11,3	-11,8	-12,3	-14,6	0,4	-2,1
Vivienda	111,8	1,7	0,3	6,9	0,1	8,4	-0,8
Menaje	106,3	-0,6	-0,9	1,2	-0,3	2,5	1,2
Medicina	97,3	0,3	0,0	0,0	-1,5	0,5	-1,2
Transporte	103,0	0,7	-0,1	8,1	3,6	10,6	-9,5
Comunicaciones	99,4	0,0	0,0	0,3	-0,3	-0,2	-0,9
Ocio y cultura	99,8	1,1	0,8	0,7	0,1	0,1	-0,3
Enseñanza	111,7	0,1	0,0	0,4	0,2	3,9	3,8
Hoteles, cafés y restaurantes	112,7	1,0	0,7	4,6	2,0	4,8	1,5
Otros	109,3	-0,1	-0,2	2,9	1,6	3,5	2,2
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	111,7	0,2	0,6	2,7	0,5	7,8	0,9
Alimentos sin elaboración	106,4	-0,1	-0,1	0,9	-3,4	4,4	-2,7
Conjunto no alimentario	105,1	-0,6	-1,2	2,3	-0,5	4,8	-1,7
Bienes industriales	99,7	-2,0	-2,8	1,2	-2,8	5,6	-5,3
<i>Productos energéticos</i>	105,1	2,3	0,3	16,1	5,3	21,4	-15,9
<i>Carburantes y combustibles</i>	99,6	1,1	-0,4	18,0	5,0	25,1	-22,5
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	97,5	-3,6	-3,9	-3,7	-5,5	0,3	-1,5
Servicios	111,0	0,7	0,5	3,5	1,8	4,0	2,1
Índice subyacente (**)	106,2	-0,9	-1,1	0,8	-1,1	3,5	0,6
ÍNDICE GENERAL	106,3	-0,5	-0,9	2,3	-0,5	5,3	-1,4

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

0,7 puntos porcentuales, dos décimas menos que el récord de mayo después de las subidas de impuestos especiales de junio.

¿Van a continuar cayendo los precios hasta entrar en deflación, es decir, un descenso generalizado y persistente de su nivel? En los próximos meses se van a seguir anotando tasas de variación interanual del IPC negativas. Sin embargo, lo más probable es que las caídas cada vez sean menores y que se vuelvan a registrar tasas positivas hacia el final del ejercicio, dadas las tendencias de los precios y particularmente la recuperación de las materias primas en el último periodo.

Acusada moderación de los precios mayoristas

En junio la tasa de variación anual de los precios industriales fue negativa del 5,0%,

anotando la menor cota de las últimas décadas. Este descenso fue debido sobre todo a la caída de los precios de las materias primas en el último año e igualmente a la fuerte debilidad de la demanda. Todos los principales componentes de los precios industriales se moderaron, destacando las marcadas caídas de los bienes energéticos y de los intermedios.

La evolución de los precios de importación también fue a la baja, presentando una caída interanual todavía mayor, del 10,7%, en junio, debido a la apreciación del euro en este periodo. Por su parte, los precios agrarios en origen mostraban un sensible descenso interanual del 14,5% en mayo, el máximo de los últimos años. El mayor decremento interanual fue anotado por los productos agrícolas, del 20,6%, seguido de los productos ganaderos. El ganado de abasto también se abarató respecto a mayo de 2008, pero en mucha menor medida, el 1,9%.

Probablemente el descenso del IPC ya ha tocado suelo.

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 (**)	
2008											
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	-
2009											
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	1,6	-3,3	-1,9	-5,6	3,0	2,6	-1,2	1,3
Marzo	-7,1	-2,5	-0,4	1,3	-4,4	-5,0	-6,9	2,6	3,1	-2,7	-
Abril	-7,7	-3,4	-0,8	1,2	-5,5	-6,8	-7,5	2,5	3,1	-3,6	-
Mayo	-14,5	-4,4	-1,1	1,1	-6,3	-9,8	-9,8	1,8	2,5	-5,4	...
Junio	...	-5,0	-1,3	0,9	-6,9	-10,2	-10,7	1,3	2,4	-6,0	-

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

(**) Excepto energía.

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

Sector exterior

El déficit comercial registra en junio su mayor caída en más de veinte años.

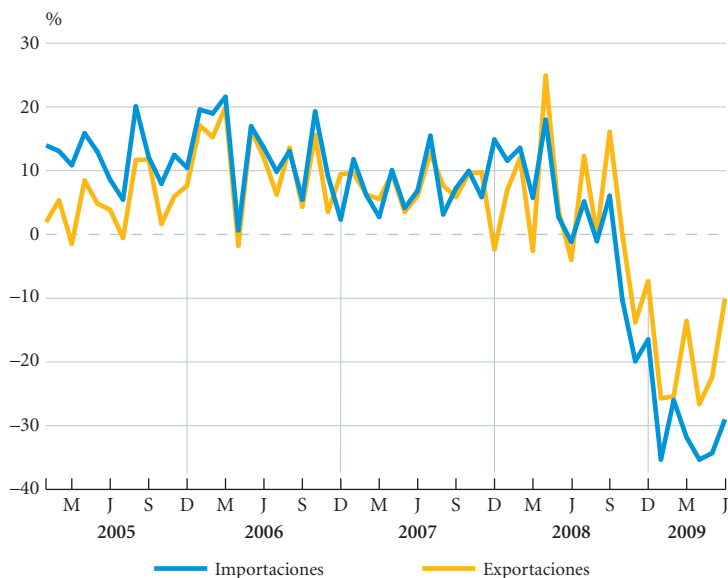
El déficit comercial continúa en su senda de descenso

El déficit comercial del primer semestre se situó en 24.160 millones de euros, un 53,1% inferior al del mismo periodo del año anterior. Este descenso sigue sin mostrar signos de ralentización, con un descenso del déficit del mes de junio del 62,7%, la mayor caída en más de veinte años. Esta reducción, la duodécima consecutiva, afectó tanto al componente energético como, especialmente, al no energético, y provocó que el déficit comercial acumulado en los doce meses anteriores se situara alrededor del 6,1% del PIB español, más de cuatro puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en junio de 2008.

Este periodo se ha caracterizado por una intensa contracción del comercio a nivel mundial, de la que España no se ha mantenido al margen, registrando, durante la primera mitad del año, una caída de las exportaciones del 20,8% respecto a los seis primeros meses de 2008. Por otro lado, el deterioro de la demanda interna española redujo las importaciones un 32,0% reflejando, una vez más, la fuerte reacción de la demanda española de productos extranjeros ante variaciones de la renta. Una parte importante de esta contracción de los flujos comerciales (aproximadamente la cuarta parte) fue motivada por la caída del precio de los bienes, especialmente los energéticos, fruto de la reducción del precio del petróleo. Como consecuencia, la cobertura de las exporta-

SE DESACELERA LA CONTRACCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR

Variación interanual de importaciones y exportaciones



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-junio 2009

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	16.290	-45,3	16,1	3.329	-39,1	4,3	-12.961	20,4
Bienes de consumo	32.158	-9,9	31,7	31.578	-10,0	40,9	-580	98,2
<i>Alimenticios</i>	7.106	-7,5	7,0	11.237	-3,1	14,6	4.131	158,1
<i>No alimenticios</i>	25.052	-10,5	24,7	20.342	-13,4	26,4	-4.711	81,2
Bienes de capital	8.374	-34,9	8,3	6.208	-25,5	8,0	-2.165	74,1
Bienes intermedios no energéticos	44.527	-37,0	43,9	36.073	-25,8	46,7	-8.454	81,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea	59.591	-28,0	58,8	53.908	-22,1	69,8	-5.682	90,5
<i>Zona del euro</i>	50.074	-28,1	49,4	44.492	-20,0	57,6	-5.582	88,9
Otros países	41.758	-36,9	41,2	23.280	-17,7	30,2	-18.478	55,8
<i>Rusia</i>	1.947	-58,4	1,9	691	-49,8	0,9	-1.256	35,5
<i>EEUU</i>	4.614	-21,3	4,6	2.939	-20,3	3,8	-1.675	63,7
<i>Japón</i>	1.462	-51,0	1,4	573	-12,9	0,7	-889	39,2
<i>América Latina</i>	5.024	-34,7	5,0	3.742	-16,2	4,8	-1.282	74,5
<i>OPEP</i>	8.138	-41,4	8,0	3.244	9,8	4,2	-4.894	39,9
<i>Resto</i>	20.574	-33,8	20,3	12.091	-20,1	15,7	-8.483	58,8
TOTAL	101.349	-32,0	100,0	77.189	-20,8	100,0	-24.160	76,2

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

ciones sobre las importaciones se elevó hasta el 76,2%, diez puntos porcentuales superior a la del año pasado.

Sin embargo, como se puede observar en el gráfico anterior, en el mes de junio se registró una ralentización de la contracción de los flujos comerciales. Este hecho se hace especialmente visible en el caso de las exportaciones, con una reactivación de las ventas españolas a sus principales socios comerciales de la zona del euro, con una caída de las exportaciones del 9,6% interanual, muy por debajo del 22,6% registrado en mayo. Desde un punto de vista sectorial, los productos químicos y alimenticios reactivaron parcialmente tanto las importaciones como las exportaciones, mientras que los bienes

duraderos y las materias primas siguieron con su particular descenso. Las exportaciones de automóviles, por su lado, cayeron un 8,8%, el menor descenso de los últimos meses, gracias a los planes para la compra de vehículos nuevos implementados en países como Francia y Alemania.

La recuperación económica de estos dos países y, en menor medida, de Portugal permitirán mantener esta tendencia de las exportaciones a corto y a medio plazo, reduciendo el déficit comercial español. Sin embargo, el ritmo de esta contracción será paulatinamente más lento debido, en buena parte, a la estabilización del precio del petróleo, de manera que las importaciones caerán con menor fuerza durante los próximos meses.

Los flujos comerciales ralentizan su contracción.

Se prevé un menor ritmo de deterioro del déficit en los próximos meses.

El déficit por cuenta corriente continúa disminuyendo en mayo.

La necesidad de financiación de mayo alcanza niveles de 2006.

Balanza de pagos: la necesidad de financiación sigue ajustándose

La mejora del saldo de la balanza comercial durante los últimos meses y, en menor medida, el de la balanza de transferencias provocaron que el déficit de la balanza por cuenta corriente en el mes de mayo registrara una reducción del 45,8% respecto al mismo mes de 2008, situándose en los 4.982 millones de euros. Solamente la balanza de rentas amplió su saldo negativo en este mes, mientras que los servicios se mantenían prácticamente iguales, a pesar del ligero descenso del superávit del turismo. Como consecuencia, la caída del saldo acumulado de los últimos doce meses fue del 25,6%, superior en más de cuatro puntos porcentuales a la del mes de abril.

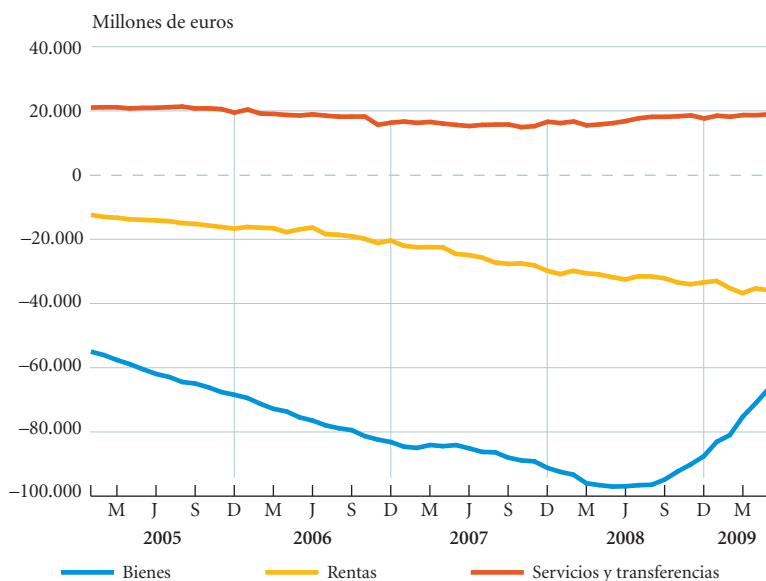
Este menor déficit corriente compensó la reducción del superávit de la cuenta de capital en mayo, disminuyendo en un 40,8% la necesidad de financiación de la economía española respecto al mismo mes del 2008. De este modo, la necesidad

de financiación acumulada en los últimos doce meses se sitúa por debajo del 8% del producto interior bruto español, lejos de los niveles alcanzados en el segundo trimestre del año pasado. Este hecho confirma el progresivo ajuste del desequilibrio exterior español, que se mantendrá muy probablemente durante los próximos meses, aunque cada vez con menor intensidad.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, la principal entrada de capital en el mes de mayo fue a través de los instrumentos a corto plazo (préstamos, depósitos y repos) y, en menor medida, de la inversión directa. Las inversiones en cartera, por su parte, experimentaron una destacada salida neta hacia el exterior. Como consecuencia, el análisis de los acumulados en los últimos doce meses muestra que las inversiones a corto plazo y las inversiones en cartera siguen siendo las principales fuentes de financiación exterior, aunque esta última rúbrica haya perdido cierta importancia en los últimos meses.

LA BALANZA DE BIENES LIDERA LA RECUPERACIÓN DEL DÉFICIT CORRIENTE

Contribuciones al saldo acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

BALANZA DE PAGOS

Mayo 2009

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-18.972	-52,6	-66.624	30.424	-31,3
Servicios					
<i>Turismo</i>	8.398	-8,0	27.334	-765	-2,7
<i>Otros servicios</i>	-354	-75,3	-720	2.927	-80,3
Total	8.044	4,5	26.614	2.162	8,8
Rentas	-14.689	19,7	-36.202	-4.049	12,6
Transferencias	-5.126	-15,6	-8.290	581	-6,5
Total	-30.742	-39,3	-84.501	29.117	-25,6
Cuenta de capital	1.982	-42,9	4.015	-2.386	-37,3
Balanza financiera					
Inversiones directas	-9.216	-	-18.157	5.968	-24,7
Inversiones de cartera	6.416	-	21.176	9.059	74,8
Otras inversiones	33.690	-21,5	59.268	-14.549	-19,7
Total	30.890	-9,0	62.287	479	0,8
Errores y omisiones	1.280	29,6	3.728	2.636	241,4
Variación de activos del Banco de España	-3.411	-	14.472	-29.846	-67,3

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

Deterioro de las cuentas del Estado por el impacto de la crisis y las medidas emprendidas por el Gobierno para paliarla.

Fuerte erosión de las finanzas públicas en el primer semestre

El impacto de la crisis económica repercute intensamente en las cuentas del Estado. En primer lugar, por el fuerte descenso de los ingresos a raíz de la disminución de las bases imponibles de los distintos impuestos y por el aumento de los gastos asociados a un mayor desempleo. Pero el deterioro de las cuentas del Estado también se debe al impacto de las diferentes medidas fiscales emprendidas por el Gobierno para paliar la crisis mediante la inyección de liquidez en los agentes económicos y el estímulo de la economía.

En este contexto, en términos de caja, es decir, según los flujos monetarios efecti-

vamente realizados, el total de ingresos no financieros del Estado, incluyendo los tramos cedidos a las administraciones territoriales de acuerdo con el sistema de financiación vigente, cayó el 19,1% en el primer semestre con relación al mismo periodo del año 2008. Los impuestos directos registraron un descenso interanual de la misma magnitud que el total, mientras que los indirectos disminuyeron el 27,5%.

La recaudación de la principal figura impositiva, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), sufrió una reducción del 19,2%, debido al retroceso de las retenciones del trabajo por el menor nivel de empleo y la moderación salarial. Además, las retenciones sobre los arrenda-

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Junio 2009

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	672	-88,2	46.352	-29,4
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	1.584	-58,1	29.276	-19,2
Impuesto de sociedades	194	-68,5	5.548	-24,7
IVA	211	-92,2	18.632	-35,8
Impuestos especiales	1.515	-7,2	9.138	-4,9
Resto	1.929	31,5	12.321	18,0
Total	5.433	-46,8	74.915	-19,1
Pagos no financieros	18.389	67,9	83.171	22,9
Saldo de caja	-17.717	237,5	-36.819	-
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-19.064	152,3	-38.607	739,3

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.

mientos y sobre las ganancias de los fondos de inversión también descendieron. No obstante, si se ajusta por los efectos de la deducción anticipada de hasta 400 euros sobre las retenciones del trabajo y pagos fraccionados del IRPF, unos mayores aplazamientos y la agilización de las devoluciones, el decremento interanual resulta del 5,9%. Por su parte, el impuesto de sociedades bajó el 24,7% a causa de menores beneficios empresariales y de una mayor rapidez en las devoluciones.

La contracción del consumo y de las transacciones inmobiliarias incidió significativamente en una caída de la recaudación del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del 35,8% en la primera mitad del ejercicio sobre el mismo periodo del año anterior. Sin embargo, en términos homogéneos, una vez eliminado el efecto del adelanto de devoluciones, la ampliación de la devolución mensual y mayores aplazamientos, la tasa de variación interanual se coloca en el 16,2%.

Los impuestos especiales tampoco se libraron del impacto de la crisis y su recaudación descendió el 4,9%. El más importante, el de hidrocarburos, bajó el 7,8% afectado por un menor consumo de carburantes. No obstante, la mayor caída interanual correspondió al impuesto sobre el alcohol y bebidas derivadas, que se redujo el 17,3%.

En el otro lado del balance, los pagos no financieros del Estado ascendieron el 22,9% en el periodo enero-junio respecto a los mismos meses del año anterior. Este aumento fue debido tanto a las operaciones corrientes, que subieron el 14,4%, como a las de capital, que se incrementaron el 90,3%.

Dentro de las operaciones corrientes los gastos de personal aumentaron el 4,8%, los de bienes y servicios disminuyeron el 0,9% y los financieros el 1,4%. La mayor

elevación fue contabilizada por las transferencias corrientes, del 21,4%, influidas sobre todo por los pagos al Servicio Público de Empleo Estatal.

Las transferencias de capital crecieron hasta más del triple que en el primer semestre de 2008 a causa básicamente de pagos por 5.000 millones de euros al Fondo Estatal de Inversión Local. Por otro lado, las inversiones reales ascendieron el 10,4%.

A consecuencia del desplome de los ingresos y del aumento de los gastos el déficit de caja en el primer semestre se situó en 36.819 millones de euros, frente a 2.065 millones en la primera mitad de 2008. En términos de contabilidad nacional, o sea, según los derechos y obligaciones generados, se contabilizó una necesidad de financiación equivalente al 3,64% del producto interior bruto.

Las cuentas de la Seguridad Social tampoco se sustraen al impacto de la crisis. En el primer semestre el sistema de la Seguridad Social anotó un superávit de 11.796 millones de euros, con un descenso del 29,5% con relación al mismo periodo del año anterior.

En cuanto a las administraciones territoriales, a mediados de julio el Consejo de Política Fiscal y Financiera aprobó el nuevo modelo de financiación de las comunidades autónomas de régimen común. En el nuevo modelo las comunidades autónomas contarán con un mayor porcentaje de los impuestos cedidos y una mayor capacidad normativa.

En otro orden de cosas, a finales de julio la agencia de calificación crediticia Moody's mantuvo la máxima calificación para la deuda soberana española. Esta agencia consideró que si bien la situación de las finanzas públicas españolas se había deteriorado, se partía de una situación favorable.

En el primer semestre el déficit público acumulado se coloca en el 3,6% del producto interior bruto.

Reforma del modelo de financiación de las comunidades autónomas de régimen común.

La agencia de calificación crediticia Moody's mantiene la máxima calificación para la deuda soberana española.

Ahorro y financiación

Sigue el descenso de los tipos de interés

El euríbor a doce meses, tipo de interés usualmente empleado como referencia en las operaciones de préstamo, registró una nueva cota mínima histórica en julio y se situó en el 1,41% en promedio mensual, 398 puntos básicos menos que en el mismo mes de 2008. En agosto continuó bajando livianamente hasta marcar un nuevo mínimo del 1,32% al principio de la cuarta semana. No obstante, en términos reales, es decir, teniendo en cuenta la inflación, el euríbor a un año se colocaba tanto por encima de junio como de julio del año pasado, dado el superior decremento experimentado por la tasa de inflación, hasta situarse en niveles negativos, en el último año.

Las entidades crediticias continuaron trasladando las rebajas del tipo oficial del Banco Central Europeo a los tipos de interés de los préstamos y créditos a las empresas y familias. En junio el tipo de interés promedio de las nuevas operaciones de crédito al sector privado bajó hasta el 3,74%, 243 puntos básicos menos que doce meses antes. El menor descenso de los tipos de interés crediticios respecto al tipo de interés oficial se explica por el alza de la prima de riesgo, debida al fuerte incremento de la morosidad.

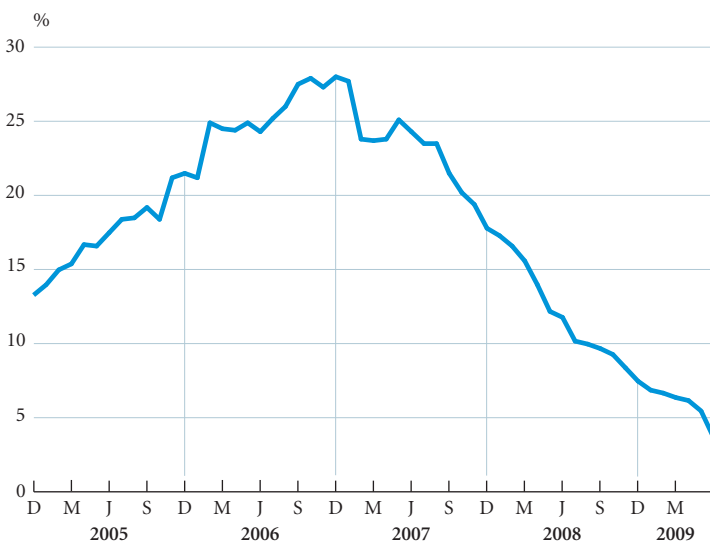
La debilidad de la demanda de fondos a causa de la contracción del consumo y de la inversión y el endurecimiento de las condiciones financieras propiciaron que el crédito al sector privado siguiese ralentizándose. En julio, la financiación a las

El tipo de interés euríbor a un año, en mínimos.

El crecimiento de la financiación al sector privado se coloca por debajo del correspondiente a la eurozona.

FUERTE DESACELERACIÓN DE LA FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS

Tasa de variación interanual de la financiación a las sociedades no financieras residentes



FUENTE: Banco de España.

empresas y a las familias subió el 2,3% en relación con el mismo mes del año anterior, tasa inferior en 1,9 puntos a dos meses antes y 3,8 puntos por debajo de diciembre, lo que muestra una cierta aceleración del proceso de desapalancamiento del sector privado después de haber alcanzado altos niveles de endeudamiento antes de la crisis. Este crecimiento se colocó ligeramente por debajo del correspondiente al conjunto del área del euro.

De hecho, la desaceleración de la financiación al sector privado en los últimos meses se debió sobre todo a las empresas, cuya tasa de variación interanual bajó hasta el 3,6% en junio, 2,5 puntos menos que en abril. La principal contribución al crecimiento anual provenía de los préstamos del exterior, con 2,3 puntos. Los préstamos de entidades de crédito residentes aportaban 0,9 puntos y las emisiones de renta fija, 0,4 puntos.

La financiación a los hogares presentó un aumento interanual de sólo el 0,4% en junio, el menor de los últimos años. De este modo, prosiguió el proceso de desapalancamiento del último periodo. Cabe recordar que en junio de 2008 los préstamos a las familias suponían el 132% de su renta

bruta disponible, sustancialmente más que la media de la eurozona. Desde entonces esta ratio ha tendido a disminuir y se colocaba en el 126% al final del primer trimestre de 2009, pero se hallaba significativamente por encima del promedio del área del euro, del 92%. El saldo de la financiación a las familias subió en junio después de un retroceso mensual en mayo. Al final del primer semestre los préstamos a la vivienda ascendían el 0,9% con relación a junio de 2008, mientras que el resto bajaba el 1,0%, acusando la caída de la demanda de crédito al consumo.

En junio la morosidad dio un respiro a las entidades crediticias al descender levemente la tasa de dudosidad hasta el 4,6%. Esta bajada, por primera vez en dos años, es atribuible a una cierta mejoría económica y al esfuerzo de los equipos de gestión de la morosidad. Sin embargo, lo más probable es que se reemprenda la tendencia ascendente en los próximos meses. Por ello, las instituciones financieras están efectuando importantes dotaciones de fondos.

En este entorno, en línea con las medidas adoptadas en otros países europeos y en el otro lado del Atlántico, a finales de junio se aprobó la creación del Fondo de

Impulso de los préstamos del exterior en la financiación de las empresas.

El endeudamiento de las familias se modera, pero se sitúa sensiblemente por encima del del área del euro.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Junio 2009

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	54.653	-19.561	-26,4	-26.508	-32,7	2,9	
Deudores con garantía real (*)	1.107.918	-878	-0,1	6.571	0,6	59,5	
Otros deudores a plazo	517.819	-11.638	-2,2	-4.544	-0,9	27,8	
Deudores a la vista	54.079	4.951	10,1	-576	-1,1	2,9	
Arrendamientos financieros	40.938	-4.291	-9,5	-6.490	-13,7	2,2	
Créditos dudosos	85.597	22.540	35,7	54.377	174,2	4,6	
TOTAL	1.861.005	-8.877	-0,5	22.830	1,2	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), que junto con los tres Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito favorecerá una eventual reestructuración ordenada del sistema bancario español con vistas a incrementar su fortaleza y solvencia. El FROB también asume el reforzamiento de los recursos propios en determinados procesos de integración.

En el Real Decreto-ley 9/2009 de creación del FROB se considera que: «Las entidades que podrían considerarse como más determinantes para la salud del sistema por su tamaño, mantienen una sólida posición que les puede permitir, con un grado de certeza razonable, seguir afrontando la crisis sin necesidad de apoyo público. Este punto es esencial, porque sitúa al sector bancario español en una posición muy favorable respecto a los de las grandes economías avanzadas. Entre las entidades de tamaño mediano o pequeño también se encuentran entidades que mantienen una sólida posición, no obstante, podría haber algunas que pudieran llegar a ver comprometida su viabilidad...». Así, de hecho, antes del verano se produjo la intervención de la Caja Castilla-La Mancha y actualmente hay diversos procesos de inte-

gración de algunas cajas de ahorros de pequeño tamaño.

En cuanto a la financiación neta a las administraciones públicas, continuó acelerándose en los últimos meses hasta mostrar un crecimiento interanual del 31,3% en junio. De este modo, el endeudamiento público compensó parcialmente la tendencia al desapalancamiento del sector privado. Así, la financiación total en junio presentaba un ritmo de avance anual del 5,6%, 3,2 puntos menos que un año antes.

Mejora de las rentabilidades de los productos de pasivo

Las retribuciones de los depósitos bancarios también reflejaron los recortes del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo en el último periodo, si bien con menos intensidad, pues en junio se situaban en el 1,41% en promedio, con un descenso de 163 puntos básicos en los últimos doce meses. Mayor fue la bajada en el último año de la remuneración de las cuentas a plazo a los particulares, de 230 puntos básicos, pero se situaba en un nivel superior, del 2,34%, al mejorar la situación de liquidez de los mercados financieros y menguar la presión de las entidades para obtener de-

La financiación al sector público crece por encima del 30%.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Junio 2009

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista	257.927	13.116	5,4	8.592	3,4	18,0	
De ahorro	198.817	19.040	10,6	18.193	10,1	13,9	
A plazo	730.543	1.271	0,2	69.697	10,5	51,1	
En moneda extranjera	25.842	-3.475	-11,9	-7.537	-22,6	1,8	
Total depósitos	1.213.130	29.951	2,5	88.945	7,9	84,8	
Resto del pasivo (*)	217.339	-31.291	-12,6	-41.875	-16,2	15,2	
TOTAL	1.430.468	-1.340	-0,1	47.070	3,4	100,0	

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.

pósitos. Sin embargo, en términos reales, o sea, descontando la inflación, el tipo de interés de los depósitos bancarios experimentó un notable aumento.

En este marco, el saldo de depósitos bancarios siguió ralentizándose, en consonancia con la evolución de la actividad económica, pero en menor medida que los créditos. De esta forma, la brecha con éstos tendió a reducirse.

Por modalidades, las cuentas a la vista y de ahorro avivaron su ritmo de crecimiento al disminuir el diferencial de tipos con el plazo y al aumentar la preferencia por la liquidez de los ahorradores. Así, las cuentas de ahorro se elevaron el 10,1% en el último año hasta junio. Por el contrario, las cuentas a plazo aminoraron su avance hasta un 10,5% interanual.

La competencia con los depósitos bancarios y la desconfianza en la evolución de los mercados financieros motivó que en julio todavía se produjeran reembolsos

netos de participaciones en los fondos de inversión mobiliaria. No obstante, las ventas netas se cifraron en unos 196 millones de euros, la cantidad más baja desde abril de 2007. De hecho, gracias a las plusvalías generadas por la buena evolución de los mercados financieros, el volumen de activos de los fondos de inversión mobiliaria al final de julio registraba un incremento mensual de 1.263 millones de euros, el mayor aumento mensual en 27 meses, hasta situarse en 161.370 millones. Así, por ejemplo, el rendimiento medio anual de los fondos de renta fija a largo plazo se colocó en el 5,4%.

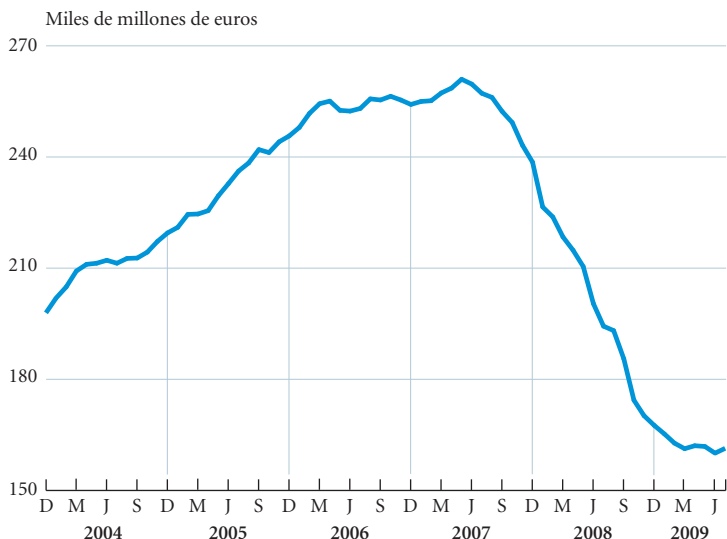
Por lo referente a los fondos de pensiones, al final del primer semestre contabilizaban un volumen de activos de 78.525 millones de euros, con un leve aumento respecto a diciembre. En el segundo trimestre las aportaciones netas fueron de 36 millones de euros. La rentabilidad neta ponderada de los últimos diecinueve años fue del 5,3%, sensiblemente superior a la inflación del periodo.

Las cuentas a la vista y de ahorro avivan su ritmo de crecimiento.

Leve aumento del volumen de activos de los fondos de pensiones en el primer semestre.

EL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN VUELVE A CRECER

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico: publicacioneseestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2009

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

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

Septiembre 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

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

Para suscripciones (altas, bajas...):
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
TOTAL PRESUPUESTO	500



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

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.