

Informe Mensual



NÚMERO 328

Consolidación fiscal: ¿Cuándo, cuánto y cómo? Pág. 10

Los primeros síntomas de estabilización económica plantean la necesidad de planificar el ajuste fiscal

Los estímulos fiscales y su impacto en la economía Pág. 32

Debían servir para frenar la recesión, pero ahora complican la contención del déficit público

Déficits públicos, ratings y los diferenciales soberanos Pág. 42

La acumulación de deuda pública pone en riesgo la calificación crediticia de los países

¿Secuestrados por el rescate financiero? Pág. 68

El impacto del rescate financiero sobre las cuentas públicas

Previsiones

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

	2008	2009	2010	2009			
				I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL							
	Previsiones			Previsiones			
Producto interior bruto							
Estados Unidos	0,4	-2,6	1,9	-3,3	-3,9	-2,5	-0,6
Japón	-0,7	-5,7	1,7	-8,4	-7,2	-5,3	-1,6
Reino Unido	0,6	-4,4	1,0	-5,0	-5,5	-4,6	-2,5
Zona del euro	0,7	-4,0	0,8	-4,8	-4,7	-4,2	-2,3
<i>Alemania</i>	1,0	-5,2	0,8	-6,7	-5,9	-5,3	-2,7
<i>Francia</i>	0,7	-2,3	0,9	-3,4	-2,6	-2,3	-0,7
Precios de consumo							
Estados Unidos	3,8	-0,4	1,9	-0,2	-0,9	-1,6	1,0
Japón	1,4	-1,2	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-1,6
Reino Unido	3,6	1,9	1,8	3,0	2,1	1,2	1,4
Zona del euro	3,3	0,4	1,3	1,0	0,2	-0,2	0,7
<i>Alemania</i>	2,6	0,4	1,1	0,8	0,3	-0,1	0,5
<i>Francia</i>	2,8	0,3	0,3	0,6	-0,2	-0,2	0,9
ECONOMÍA ESPAÑOLA							
	Previsiones			Previsiones			
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	-0,6	-4,9	-0,1	-5,1	-5,9	-4,9	-3,8
Consumo de las AAPP	5,5	4,3	1,5	6,4	5,1	5,0	4,1
Formación bruta de capital fijo	-4,4	-17,0	-4,9	-15,2	-17,0	-15,1	-12,5
<i>Bienes de equipo</i>	-1,8	-29,5	-7,3	-24,2	-28,9	-24,0	-15,0
<i>Construcción</i>	-5,5	-12,5	-6,1	-11,5	-12,0	-12,4	-12,0
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-0,5	-6,8	-0,9	-6,1	-7,3	-5,8	-4,5
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-14,4	2,8	-17,6	-15,7	-12,0	-7,6
Importación de bienes y servicios	-4,9	-21,5	-1,0	-22,9	-22,3	-15,5	-11,1
Producto interior bruto	0,9	-3,7	0,0	-3,2	-4,2	-4,2	-3,1
Otras variables							
Empleo	-0,6	-6,4	-1,8	-6,3	-7,1	-6,9	-5,5
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,1	20,1	17,4	17,9	17,9	19,1
Índice de precios de consumo	4,1	-0,3	1,6	0,5	-0,7	-1,1	0,2
Costes laborales unitarios	4,6	0,2	-0,8	1,0	1,4		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-9,5	-5,8	-4,8	-8,1	-4,5		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,1	-5,3	-4,2	-7,8	-3,9		
Saldo público (% PIB)	-3,8	-10,9	-11,4				
MERCADOS FINANCIEROS							
	Previsiones			Previsiones			
Tipos de interés internacionales							
Fed Funds	2,1	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	3,9	1,2	1,3	1,8	1,1	1,0	1,0
Bonos EEUU 10 años	3,6	3,2	3,7	2,7	3,3	3,5	3,4
Bonos alemanes 10 años	4,0	3,2	3,6	3,1	3,4	3,1	3,2
Tipos de cambio							
\$/Euro	1,48	1,38	1,38	1,30	1,36	1,43	1,42

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
- 10 **Consolidación fiscal:**
 - ¿Cuándo, cuánto y cómo?
 - 12 Japón
 - 15 China
 - 16 Brasil
 - 18 México
 - 19 Materias primas
- 21 **Unión Europea**
 - 21 Zona del euro
 - 24 Alemania
 - 27 Francia
 - 28 Italia
 - 29 Reino Unido
 - 30 Europa emergente
- 32 **Los estímulos fiscales y su impacto en la economía**
- 35 **Mercados financieros**
 - 35 Mercados monetarios y de capital
- 42 **Déficits públicos, ratings y los diferenciales soberanos**
- 47 **Coyuntura española**
 - 47 Actividad económica
 - 52 Mercado de trabajo
 - 56 Precios
 - 60 Sector exterior
 - 62 Sector público
 - 64 Ahorro y financiación
- 68 **¿Secuestrados por el rescate financiero?**

Qué hacer con el déficit público

Antes de la crisis existía un consenso amplio en el que la utilización de políticas fiscales discrecionales de carácter contracíclico no era deseable, ya que no contribuían a la estabilidad de la economía e incluso podían tener efectos adversos. Mejor dejar actuar a los «estabilizadores automáticos»: si caía la actividad, el descenso de la recaudación tributaria y el aumento de las transferencias a particulares –subsidio de desempleo– suavizaban automáticamente la caída. Por el contrario, si la economía se recalentaba, el mecanismo actuaba en sentido inverso, contrarrestando en parte el movimiento cíclico. En cambio, se consideraba que la política monetaria sí era adecuada para hacer frente a episodios de recesión o de recalentamiento.

Así se hizo en los primeros compases de la crisis financiera que se desató en 2007. Cuando se agotaron los instrumentos de política monetaria convencional, sin apenas resultados, los bancos centrales aplicaron entonces medidas de carácter excepcional, tratando de expandir la liquidez por todos los medios. Los gobiernos se pusieron en alerta para evitar el colapso del sistema financiero y para apoyar a las entidades en dificultades. Y lo que se temía ocurrió. La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 desató la alarma, convirtió a la crisis en global y puso a muchas entidades financieras en grave riesgo.

Con los canales del crédito obstruidos, la actividad real sufrió un agudo frenazo, sincronizado a nivel internacional, que cortó de golpe una larga etapa de prosperidad, excesos y desequilibrios. Ante una inesperada y profunda crisis financiera, que se transmitía inexorablemente a la actividad real, los iniciales reparos a poner en marcha políticas fiscales extraordinarias se dejaron de lado. Los estabilizadores automáticos no servían. Gobiernos e instituciones internacionales decretaron zafarrancho de combate fiscal. Había que hacer frente al desastre, costara lo que costara.

Y está costando muy caro. En el momento actual, lo peor de la crisis parece haber quedado atrás, pero muchos países alcanzarán este año déficits públicos de dos dígitos sobre el producto interior bruto, algo inconcebible en periodos de paz. La montaña de deuda pública crece imparable. Ahora, los organismos supranacionales se apresuran a advertir a los gobiernos que el desequilibrio puede no ser soportable. ¿Qué hacer? Distingamos entre los cuatro factores que han hecho descarrilar el déficit: los estabilizadores automáticos, las ayudas al sistema financiero, los paquetes de estímulo fiscal discrecional y, en algunos casos, un resto que corresponde a los ingresos extraordinarios debidos a un *boom* inmobiliario o financiero, y que no se van a volver a repetir. En un escenario óptimo, en el cual la incipiente recuperación actual se consolidaría, los estabilizadores automáticos dejarían de generar déficits por sí solos, la recomposición de los mercados financieros minimizaría las pérdidas derivadas de las ayudas a entidades y los paquetes de estímulo fiscal se retirarían a medida que la economía recuperase el tono. El cuarto elemento generador de déficit sí obligaría a ajustar los ingresos o los gastos públicos en los países que lo hayan experimentado. De todos modos, en este contexto, el reequilibrio de las finanzas públicas sería factible en un espacio de tiempo razonable.

El problema está en si la recuperación se hace esperar, es más débil de lo previsto o se producen recaídas. En estos casos habrá que ponderar qué es peor, si dejar crecer el déficit y la deuda, con unas crecientemente peligrosas necesidades de financiación, o cortar con la sangría, con el consiguiente riesgo de frustrar la recuperación. Un dilema delicado cuya solución, por ahora, está en el aire, y en el que no hay recetas generales, ya que en cada país la situación es distinta.

RESUMEN EJECUTIVO

Lo peor de la crisis va quedando atrás, pero la mejora no se percibe a nivel de ciudadanos y empresas, más bien al contrario.

Los principales índices bursátiles anticipan un escenario de recuperación.

Alemania, Francia y Japón lideran la recuperación de la actividad en los países desarrollados...

Tercera y última fase: recuperar el empleo perdido

La recuperación de la economía internacional se va afianzando. Lo peor de la crisis financiera ha quedado atrás. Se trata de dos afirmaciones que se repiten en los foros especializados y que también se han oído en la cumbre de líderes de las principales economías mundiales del G-20 a finales de septiembre. Sin embargo, para la mayoría de ciudadanos y empresarios la crisis se halla en su punto álgido y los síntomas de recuperación no se perciben. ¿Qué sucede?

El breve repaso de las distintas fases del proceso de recuperación nos puede ayudar a entender la dinámica del mismo. La primera fase se inició con la normalización de los mercados financieros internacionales. Un año después de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers la situación ha mejorado ostensiblemente. La mayor parte de los indicadores de tensión financiera han recuperado los niveles previos a la crisis. El ejemplo más claro es la evolución de los principales índices bursátiles internacionales, que ya se han situado en niveles cercanos a los de septiembre del año pasado y ahora apuestan por un escenario económico global de recuperación del ciclo y aminoración de los riesgos. Los mercados de renta fija privada también siguen mejorando. Las primas de riesgo de crédito de los bonos corporativos se han reducido a niveles previos a la crisis de Lehman Brothers. Las grandes empresas están realizando volúmenes de emisiones récord y alargando el vencimiento de la deuda.

El segmento al que le está siendo más difícil recuperarse es el del crédito interme-

diado. Los préstamos bancarios a pequeñas empresas y familias se han estancado, o siguen cayendo, tanto en Estados Unidos como en la eurozona. Ello es fruto del importante proceso de desapalancamiento que deberán realizar los propios bancos y los hogares en los próximos trimestres. Si nos guiamos por la experiencia de anteriores episodios, el crédito aún tardará en levantar cabeza, pero con las medidas tomadas por el Banco Central Europeo, la Reserva Federal (Fed) y los distintos gobiernos es de esperar que el ajuste no sea excesivamente prolongado.

La segunda fase del proceso de recuperación la protagonizó, o la está protagonizando, la reactivación de la actividad económica. Tres de las principales potencias económicas mundiales, Alemania, Francia y Japón, ya alcanzaron esta fase en el segundo trimestre tras anotar una tasa de crecimiento intertrimestral positiva. Estados Unidos y el conjunto de la eurozona redujeron considerablemente el ritmo al que venían contrayéndose, y todo indica que en el tercer trimestre ambas economías volverán al territorio positivo.

En Estados Unidos destaca que el mercado de la vivienda ya ha tocado fondo. Tanto el índice de precios Case-Shiller como el número de nuevas viviendas iniciadas apuntan en esta dirección, y hasta es probable que este sector vuelva a aportar contribuciones positivas al crecimiento de la economía. De todas formas, es importante resaltar que el proceso de recuperación iniciado por las principales economías desarrolladas está vinculado en parte a los planes de estímulo económico llevados a cabo por los distintos gobiernos. Es por

ello que en ninguno de los dos casos esperamos una progresión demasiado vigorosa. Para Estados Unidos prevemos que en 2010 la economía anotará una tasa de crecimiento cercana al 2%, mientras que en la eurozona, con un potencial de crecimiento menor, es difícil que supere el 1%.

A medio plazo, el reto está en la recuperación de la confianza de consumidores y empresarios y en la normalización de los flujos comerciales internacionales. Ello es crítico, ya que la balbuciente recuperación actual se apoya en unos planes de estímulo que están derivando en unos déficits públicos difícilmente sostenibles. Por otra parte, el sector exterior, que está siendo determinante para la recuperación de las economías desarrolladas, y en particular para las economías nipona y germana, depende de una economía como la china, que asimismo se apoya en un ingente paquete de medidas de expansión económica y que por lo tanto tiene un recorrido limitado. También es cierto que para otros países en vías de desarrollo como México, Polonia o la República Checa las perspectivas de crecimiento han mejorado notablemente, pero ello es el resultado de la recuperación de sus principales socios comerciales, Estados Unidos y los países de la zona del euro. Estos delicados equilibrios ilustran la fragilidad de la actual recuperación.

En este contexto, lo que mayormente explica que la incipiente mejora de la actividad económica no sea perceptible para hogares y empresarios es que el mercado laboral todavía se halla en pleno deterioro. Ello justifica que los consumidores ralenticen su gasto e incide en la falta de confianza de las empresas en el futuro inmediato. Pero normalmente la estabilización del mercado laboral es la tercera y última fase de los procesos de recuperación económica.

En la eurozona, la tasa de paro alcanzó en el mes de julio el 9,5% y durante el actual proceso recesivo ya ha dejado a cerca de

4 millones de personas sin trabajo, una cifra que es relativamente baja comparada con el histórico descenso de la actividad. En Estados Unidos quedan atrás ya los meses de grandes caídas en el empleo, pero el ajuste tampoco ha tocado fondo. En agosto se perdieron 216.000 empleos, el mejor registro en un año, pero las demandas por desempleo del mismo periodo evolucionaron al alza, así como la tasa de paro, que volvió a repuntar hasta el 9,7%. Hasta mediados del 2010 no prevemos que el mercado laboral ofrezca síntomas convincentes de recuperación. Por lo tanto, la aparente dicotomía entre la recuperación de la actividad y la percepción que uno puede tener del estado de la economía se mantendrá unos meses más.

La situación en la que se encuentra la economía española sigue muy de cerca estas pautas. Los mercados financieros españoles también se han recuperado con bastante celeridad. Sin ir más lejos, el selectivo índice IBEX 35 ya acumula un aumento de cerca del 30% en lo que va de año y las emisiones de renta fija han recibido un fuerte impulso al mejorar las condiciones de los mercados financieros, con un aumento interanual del 26,2%. Como en el resto de países desarrollados, al crédito intermediado le está costando salir del pozo. En el mes de julio, la financiación al sector privado presentó un crecimiento interanual de tan sólo el 1,5% frente al 9,1% de doce meses antes. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que la demanda interna en el primer semestre de 2009 restó cerca de 8 puntos porcentuales al producto interior bruto (PIB) del periodo en términos corrientes, de manera que difícilmente cabe esperar un relanzamiento del crédito en estas circunstancias.

Por lo que respecta a la segunda fase del proceso de recuperación económica, la reactivación de la actividad, la economía española se encuentra por detrás de la mayor parte de economías de su entorno. De

...pero las fragilidades de esta recuperación no aseguran su continuidad en el medio o largo plazo.

El deterioro del mercado laboral explica la baja confianza de consumidores y empresarios.

La actividad económica española retrocede menos pero la salida va a ser más lenta, pese al optimismo que se desprende del índice de la bolsa.

El mercado de trabajo frena su deterioro, pero el desempleo sigue su escalada.

Las exportaciones evolucionan de forma favorable.

Los presupuestos del Estado para 2010 aumentan los impuestos para contener el elevado déficit público, en un contexto todavía recesivo.

todas formas, también es cierto que la contracción del PIB hasta ahora ha sido menor que en muchas de ellas. Los datos de crecimiento del segundo trimestre apuntan hacia una moderación del ritmo de contracción económica, un proceso que ha continuado en el tercer trimestre. Por el lado de la oferta, todos los sectores registraron bajas interanuales mayores que en el primer trimestre, pero en los próximos meses probablemente se atenuarán estos fuertes decrementos. Así lo sugieren la mejora de la confianza industrial de julio y agosto y la aminoración de la reducción del consumo de electricidad.

Ante esta realidad, la tercera fase del proceso de recuperación, la mejora del mercado laboral, se hará esperar más de lo deseado. La tendencia a la destrucción de empleo se ha moderado sensiblemente en los últimos meses, pero todavía sigue. La tasa de paro ha escalado hasta la cota máxima de la Unión Europea y dobla a la media. La tímida mejora de la situación económica no permite prever una corrección hasta finales del 2010. En este sentido, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico predijo recientemente que la tasa de desempleo podría acercarse al 20% en el próximo año.

El problema del crecimiento a medio plazo de la economía española es también similar al del resto de países desarrollados. Hay que resaltar, con todo, la dinámica del sector exterior, que está ayudando a reducir drásticamente el déficit corriente, uno de los grandes desequilibrios de la economía española.

La mayor preocupación está ahora en los efectos de los generosos planes de estímulo puestos en marcha para frenar el deterioro de la actividad. En este sentido, el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010 aprobado por el

Consejo de Ministros a finales de septiembre incluye una amplia batería de medidas para mantener las cuentas públicas a flote. Concretamente, se establece la supresión de la deducción de 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas; la subida del impuesto sobre el valor añadido del 16% al 18% en el tramo general y del 7% al 8% en el reducido a partir del 1 de julio; y el incremento de la tributación sobre las rentas del capital hasta un tipo máximo del 21%. En cambio, se reduce el tipo impositivo del 25% al 20% a las pequeñas y medianas empresas y a los autónomos que mantengan o incrementen el empleo. Por el lado de los gastos del Estado, se prevé un recorte del 3,9%. De esta forma, se pretende reducir el déficit público del 9,5% del PIB en 2009 al 8,1% en 2010, manteniendo el objetivo de volver a un déficit del 3% en 2012. Por su parte, la deuda pública pasaría del 53,4% en 2009 al 62,5% en 2010, todavía claramente por debajo de la media de la eurozona.

Las autoridades económicas reconocen que el ejercicio presupuestario transcurrirá en un entorno marcado todavía por la recesión, puesto que se prevé un retroceso del PIB del 0,3%, con caídas del consumo y de la inversión, y con los índices de precios planos. El empleo seguirá retrocediendo y el paro alcanzará máximos históricos. Sólo el sector exterior salvará el año, ya que su aportación al crecimiento se estima en 0,7 puntos porcentuales. Esta evolución, de todas formas, representa una mejora considerable comparada con los resultados de 2009, que arrojan un descenso del PIB del 3,6% y una caída del empleo del 6%. Se trata, por tanto, de un escenario de recuperación lenta, muy condicionado por la debilidad de la demanda interior y la reactivación de la economía internacional.

28 de septiembre 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**.
- septiembre** 22 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (9.829,9) con un alza del 12,0% en relación con el final del año 2008.
23 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (11.853,3) con una ganancia acumulada del 28,9% con relación al final de diciembre de 2008.

AGENDA

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).

Noviembre

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 5 Índice de producción industrial (septiembre).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 12 Avance del PIB (tercer trimestre).
- 13 IPC (octubre). PIB de la UE (tercer trimestre).
- 17 IPC armonizado de la UE (octubre).
- 18 Contabilidad nacional trimestral (tercer trimestre).
- 24 Precios industriales (octubre). Ingresos y pagos (octubre).
Comercio exterior (octubre).
- 27 IPCA (noviembre).
- 30 Balanza de pagos (septiembre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos: se espera un crecimiento de la economía en el tercer trimestre.

La recuperación se verá lastrada por el endeudamiento de los hogares y el mercado de trabajo.

Estados Unidos: empieza una ardua recuperación

Los indicadores disponibles apuntan a que la mayor economía del planeta ha dejado atrás su recesión más profunda y prolongada desde la Segunda Guerra Mundial. El tercer trimestre volverá a mostrar un crecimiento del producto interior bruto (PIB), en términos intertrimestrales, después de un año de caídas consecutivas. La mejora de las primas de riesgo, el fondo que parece haber encontrado el mercado inmobiliario y la estabilidad de los precios definen un panorama mejor que el de hace tan sólo tres meses.

Pero el camino de la recuperación no será fácil. Con los fuertes retrocesos sufridos, es posible que en los próximos meses haya repuntes de cierta importancia. Sin embargo, una tendencia alcista consistente y vigorosa dista mucho de estar asegurada. La economía sigue dependiendo de las políticas expansivas. Las finanzas de los hogares se han visto beneficiadas por las últimas recuperaciones del precio de los activos financieros, pero al proceso de reducción de la deuda le queda mucho camino por recorrer. Esto significa que una parte importante de los ingresos se dedicará al ahorro y no al consumo. Así, el crédito vivo a los hogares, la mayor parte de la deuda de las familias, retrocedió un

ESTADOS UNIDOS: 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 real	2,1	0,4	0,0	-1,9	-3,3	-3,9	-	...
Ventas al por menor	3,3	-0,7	0,3	-8,0	-8,9	-9,5	-8,5	-5,3
Confianza del consumidor (1)	103,4	58,0	57,3	40,7	29,9	48,3	47,4	54,1
Producción industrial	1,5	-2,2	-3,2	-6,7	-11,6	-13,0	-12,4	-10,7
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	47,4	36,1	35,9	42,6	48,9	52,9
Venta de viviendas unifamiliares	-26,7	-37,4	-36,2	-41,0	-40,0	-28,0	-13,4	...
Tasa de paro (2)	4,6	5,8	6,1	6,9	8,1	9,3	9,4	9,7
Precios de consumo	2,9	3,8	5,3	1,6	0,0	-1,2	-2,1	-1,5
Balanza comercial (3)	-701,4	-695,9	-725,8	-695,9	-605,7	-505,9	-472,9	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,3	2,8	3,2	2,2	1,2	0,8	0,5	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,9	74,4	73,5	81,3	82,7	79,4	76,5	75,2

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

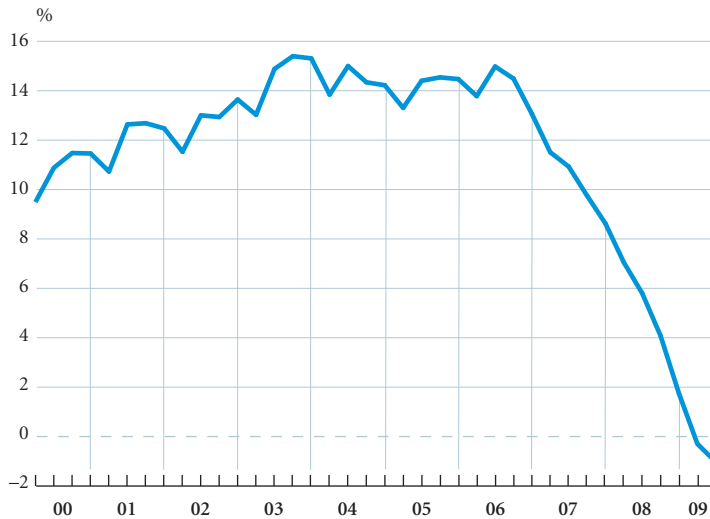
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

(4) 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.

ESTADOS UNIDOS: COMIENZA LA HISTORIA DE UN DESAPALANCAMIENTO

Variación interanual de la deuda de los hogares



FUENTES: Federal Reserve y elaboración propia.

1,1% interanual en el segundo trimestre, mientras que en los cuatro años previos a la crisis predominaron aumentos superiores al 14%. También el mercado de trabajo seguirá siendo un lastre en los próximos meses que limitará los ingresos de los consumidores.

Los últimos indicadores de demanda confirman esta incipiente tendencia de recuperación. Las ventas minoristas aumentaron en agosto un 2,7% respecto a julio. Si bien los incentivos gubernamentales a la compra de coches tuvieron un peso importante en este avance, el indicador sin automóviles ni gasolina marcó el mejor registro desde febrero y avanzó un 0,6% respecto al mes anterior. Se confirma así la solidez del fondo alcanzado por el consumo en estos últimos meses. La cuestión está ahora en la continuidad que pueda tener este repunte cuando disminuyan los incentivos gubernamentales. En la misma tónica de mejora, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de agosto tuvo una reacción al alza después de dos meses consecutivos de descensos y

subió de 47,4 hasta el nivel de los 54,1 puntos.

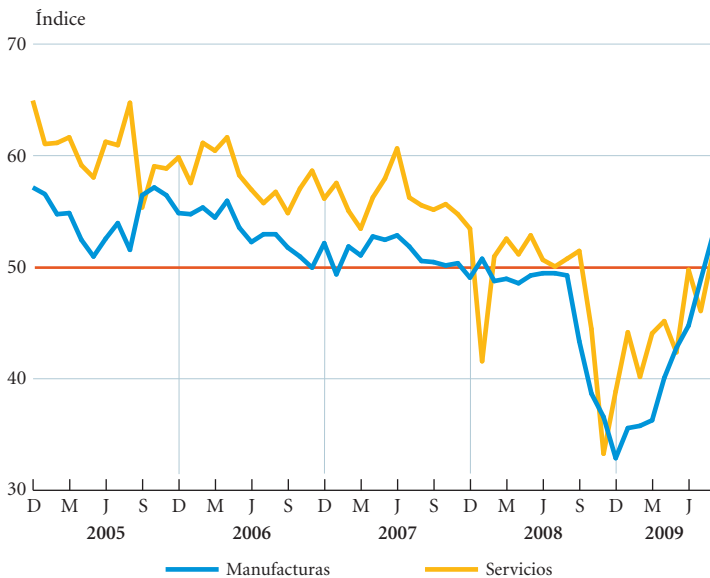
Por el lado de la oferta, los síntomas de reactivación están cada vez más asentados, aunque siguen circunscribiéndose principalmente a indicadores de confianza más que a cifras reales de actividad. Así, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de agosto sobrepasó la barra de los 50 puntos, que se considera el umbral que marca el inicio de etapas expansivas. El índice de manufacturas tuvo su octavo mes consecutivo de avances, llegando al nivel de los 52,9 puntos, mientras que los servicios compensaron el retroceso del mes anterior y alcanzaron los 51,3 puntos. Por su parte, la producción industrial de agosto registró su segundo mes de subidas, pero siguió dando muestras de letargo y siguió lejos de los niveles del mismo periodo del año anterior. De igual manera, la utilización de la capacidad productiva abandonó sus mínimos pero con un tono más bien lánguido.

La confianza de los consumidores mejora y las ventas minoristas repuntan.

Los empresarios se pasan al optimismo, pero la actividad industrial sigue débil.

ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS VUELVEN AL TERRENO POSITIVO

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.

La vivienda toca fondo. Los precios suben por primera vez en tres años.

El mercado de la vivienda presenta ahora un patrón similar al del resto de la economía. Se constata que se ha tocado fondo, pero empieza una recuperación lastrada por los excesos anteriores. En el caso de los inmuebles, estos excesos son los impagos de las hipotecas que, tras el correspondiente embargo, vienen a engrosar el inventario de propiedades por vender. Tras tres años de retrocesos ininterrumpidos, el índice de precios Case-Shiller de junio mostró un avance del 0,7% respecto al mes previo, en términos desestacionalizados. A la estabilización de las ventas vino a añadirse la oferta. En agosto se iniciaron 598.000 viviendas en términos anuales. Esto confirma la suave tendencia de recuperación desde el mínimo histórico de abril y es probable que el sector pronto vuelva a aportar contribuciones positivas en el crecimiento de la economía.

El mercado laboral sigue débil con una tasa de paro del 9,7% y más paro de larga duración.

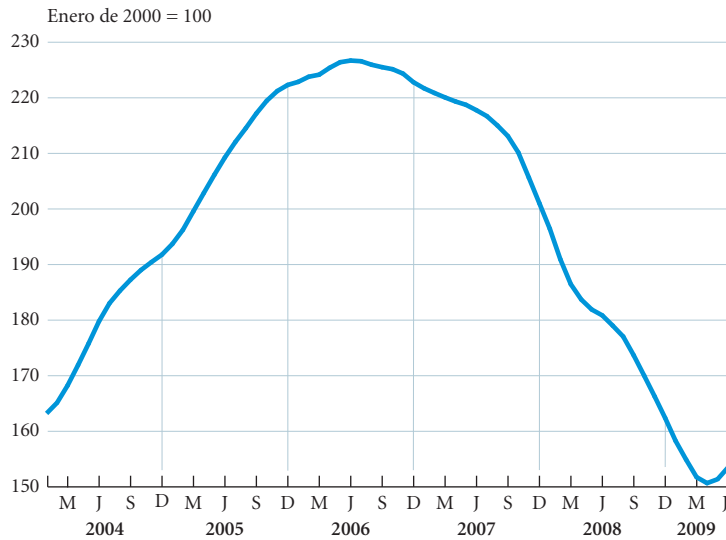
El mercado de trabajo sigue débil. Quedan atrás ya los meses de grandes deterio-

ros en el empleo, pero el ajuste no ha tocado fondo. En agosto se perdieron 216.000 empleos, el mejor registro en un año, pero las demandas por desempleo del mismo periodo evolucionaron al alza, así como la tasa de paro, que volvió a repuntar hasta el 9,7% y es probable que su tendencia al alza continúe por unos meses más. La proporción de parados de larga duración siguió cerca de máximos y, al haber un importante número de trabajadores involuntariamente a tiempo parcial, las horas trabajadas y los ingresos siguieron en la banda baja.

La floja demanda y los recursos ociosos hacen que las tendencias inflacionistas sigan sin aflorar a pesar del encarecimiento del petróleo y del elevado déficit presupuestario. El índice general de precios al consumo (IPC) de agosto retrocedió un 1,5% interanual y el IPC subyacente, el general sin los alimentos ni la energía, moderó sus alzas incrementándose en un

ESTADOS UNIDOS: EL PRECIO DE LOS INMUEBLES DA UNA ALEGRÍA LARGO TIEMPO ESPERADA

Índice Case-Shiller del precio de la vivienda



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

1,4% interanual, una desaceleración que es ayudada en parte por el estancamiento del precio de alquiler de la vivienda.

En el capítulo del sector exterior, el déficit comercial de bienes y servicios de julio fue de 31.909 millones de dólares, unos 4.400 millones por encima del registro del mes previo que, en un 90%, se corresponden al deterioro de la balanza que excluye el petróleo y sus derivados. En el último mes, el protagonismo parece estar del lado importador. En primer lugar, desde el mínimo de abril, las exportaciones de bienes, excluyendo el petróleo, acumulan una recuperación del 4,7% pero las importaciones, cuya evolu-

ción en los anteriores meses venía siendo más aletargada, aceleraron en julio, alcanzando un incremento acumulado del 4,1%. Además, los flujos comerciales siguen en niveles muy bajos, con exportaciones e importaciones un 22,4% y un 30,4% por debajo del mismo mes del año anterior, respectivamente. Esto sugiere que, con una recuperación de la demanda interna y de los flujos comerciales, las importaciones parecen tener mayor recorrido al alza. Más a largo plazo, la debilidad del dólar debería contribuir a corregir un desequilibrio comercial que, empero, se está mostrando más persistente de lo que previamente se había anticipado.

El IPC desciende un 1,5% y el subyacente sube un 1,4% en una línea de estabilidad.

El petróleo caro impide una mayor corrección del déficit comercial.

Consolidación fiscal: ¿Cuándo, cuánto y cómo?

El deterioro del déficit público en periodos de crisis conlleva un aumento de la deuda pública que corre el riesgo de alcanzar niveles insostenibles. Ante los primeros síntomas de estabilización económica se hace pues necesario empezar a planear la corrección fiscal. Cuándo implementarla, hasta qué niveles, y cuáles son las alternativas para reducir el déficit, son tres preguntas clave en todo plan de ajuste.

Parte del ajuste será automático pero, en general, ello no bastará para reducir el déficit suficientemente. El déficit se ha disparado principalmente como consecuencia de los estabilizadores automáticos, los estímulos fiscales discrecionales y, en algunos casos, el declive de actividad en el sector inmobiliario. Como su nombre indica, los estabilizadores reaccionan automáticamente ante la desaceleración de la economía, ya sea a través de una disminución en los ingresos o un aumento en el gasto público, por ejemplo, en subsidios por desempleo. En principio, la parte del aumento del déficit causado por los estabilizadores automáticos disminuye por sí sola con la vuelta al crecimiento potencial de la economía y, algo más tarde, al pleno empleo. No obstante, este ajuste puede verse comprometido si la crisis daña el crecimiento potencial del país o si el desempleo permanece elevado durante mucho tiempo. La pérdida de ingresos fruto de la menor actividad en el sector inmobiliario también puede ser muy duradera. En cuanto a los estímulos fiscales discrecionales, algunos tienen carácter temporal, como el gasto extraordinario en infraestructuras, pero otros pueden ser permanentes, como nuevas prestaciones sociales a grupos vulnerables o rebajas de impuestos. Mientras los primeros dejarán de tener un impacto sobre el déficit cuando finalicen los proyectos en cuestión (aunque no podemos ignorar los gastos de mantenimiento) los segundos, no.

El inicio del ajuste fiscal debe venir determinado por las circunstancias de cada país. Así, por ejemplo, aquellas economías que partan con un nivel de deuda más reducido tendrán un mayor margen para retrasar su corrección fiscal. La consolidación fiscal también debe estar ligada al retorno a la normalidad de las economías, ya que empezar el ajuste demasiado pronto, como hizo Japón en los años noventa, podría provocar una recaída. Si hacemos caso de las previsiones de consenso para las economías avanzadas, deberíamos esperar el inicio de una gradual consolidación fiscal en 2010. En buena parte, gracias a la capacidad de los estabilizadores automáticos de reducir el déficit. Además, en la segunda mitad de 2010, las economías más adelantadas en el ciclo podrían empezar a reducir o no renovar algunas de las políticas discrecionales siempre y cuando la recuperación muestre un cierto vigor.

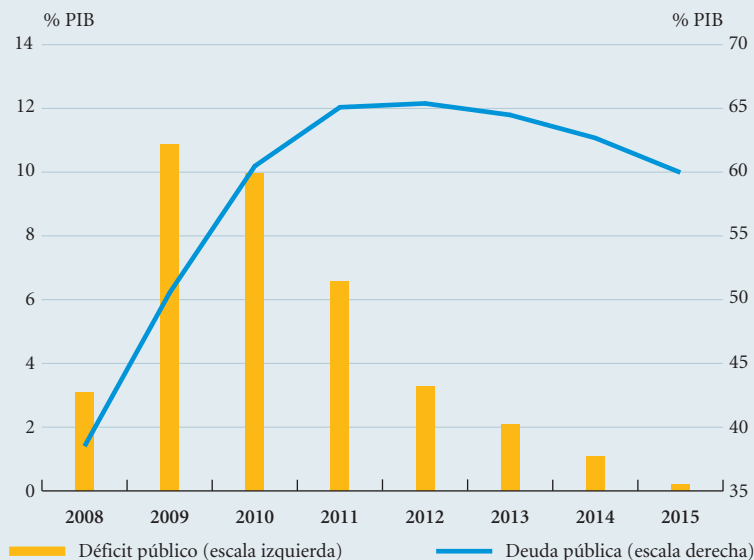
De todas maneras, aun cuando buena parte de la reducción del déficit se posponga hasta que la recuperación se consolide, los gobiernos deberían comenzar a dejar bien claros sus planes de ajuste a medio y largo plazo para reforzar su credibilidad. Alemania ha sido uno de los pioneros al forzar constitucionalmente un techo para su déficit fiscal a medio plazo.

Una parte central de este plan debe ocuparse del tamaño del ajuste y, por tanto, está ligada al nivel al que se desee situar la deuda de las administraciones públicas. La capacidad de crecimiento de cada país y las perspectivas de envejecimiento de su población, entre otras particularidades, determinarán el nivel soportable de deuda. Así, una economía con una alta capacidad de crecimiento, a tasas superiores al tipo de interés que paga por su deuda, puede permitirse mantener niveles más elevados de deuda y, por tanto, no necesitará un ajuste tan fuerte. De la misma manera, las perspectivas de envejecimiento de la población precisan de una mayor corrección fiscal, pues el gasto público aumentará en el futuro. En los países de la eurozona, el ajuste fiscal también vendrá guiado por las condiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que fija un límite sobre la deuda del 60% del PIB. A modo de ejemplo, en el caso de España, estabilizar la deuda en este nivel en 2015 exigiría un ajuste gra-

dual del déficit hasta alcanzar un saldo fiscal cercano al 0% en 2015, lo que implicaría pasar de un déficit primario (o neto de intereses) algo superior al 9% en 2009 a un superávit primario del 3% en 2015 (véase gráfico siguiente para más detalles de los supuestos).

UN ESCENARIO ILUSTRATIVO DE AJUSTE FISCAL EN ESPAÑA

Déficit y deuda pública



NOTA: Supone un crecimiento promedio del PIB real del 2% entre 2010 y 2015; y un tipo de interés real promedio del 2,4%.
FUENTES: FMI y elaboración propia.

Establecido el nivel de deuda objetivo y el horizonte en el que efectuar el ajuste, queda plantear cómo realizar la consolidación fiscal. Las vías son esencialmente dos: aumento en los ingresos públicos o reducción en el gasto. No todas las medidas, sin embargo, tienen el mismo impacto sobre el crecimiento económico. Por ejemplo, una mayor presión impositiva sobre el trabajo o el ahorro o una disminución de gastos en educación o infraestructuras pueden acarrear un empeoramiento en el crecimiento potencial vía desincentivos al ahorro y al trabajo y la disminución del capital humano y físico del país. Por el lado de los ingresos, una alternativa más neutral desde el punto de vista del impacto en el crecimiento potencial, aunque a menudo políticamente más costosa, es la subida de los impuestos indirectos. Una mayor lucha contra el fraude es otra opción que merece ser explorada, por cuestiones tanto de eficiencia como de equidad. Por la parte del gasto, el ajuste debe realizarse en aquellas partidas no prioritarias. Algunos países, como Irlanda, también se han planteado revisar la universalidad de algunas prestaciones sociales para enfocarlas a los más vulnerables.

En resumen, el inevitable ajuste fiscal debe empezar de forma gradual con la consolidación de la recuperación económica –lo que en muchos casos se producirá ya a finales de 2010–. El tamaño y la forma del ajuste dependerán de las características económicas de cada país y, como casi siempre en economía, de las circunstancias políticas del momento.

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

Japón crece un 2,3% gracias a la recuperación exportadora, pero la inversión sigue débil.

La recuperación china da fuerzas a las exportaciones pero las arcas públicas se agotan.

La producción industrial continúa recuperándose y el gasto inversor mejora sus perspectivas.

Japón: otra vez confiando en el sector exterior

La economía japonesa salió de su recesión en el segundo trimestre pero vio revisado a la baja su crecimiento, quedando en un avance del 2,3% intertrimestral anualizado, frente al 3,7% previamente anunciado. La mejora de las exportaciones, que en el mismo periodo crecieron un 28,1%, no pudo compensar el peor registro de la inversión en equipo y de la inversión pública. Esto último pone de manifiesto los límites de la política expansiva en Japón, que presenta un caso opuesto al de China. A diferencia del gigante asiático, las arcas públicas empezaron esta crisis en estado precario, a causa de los estímulos realizados del periodo deflacionista de los años noventa. Con los últimos estímulos fiscales de 2009, la deuda pública se acerca al 200% del PIB.

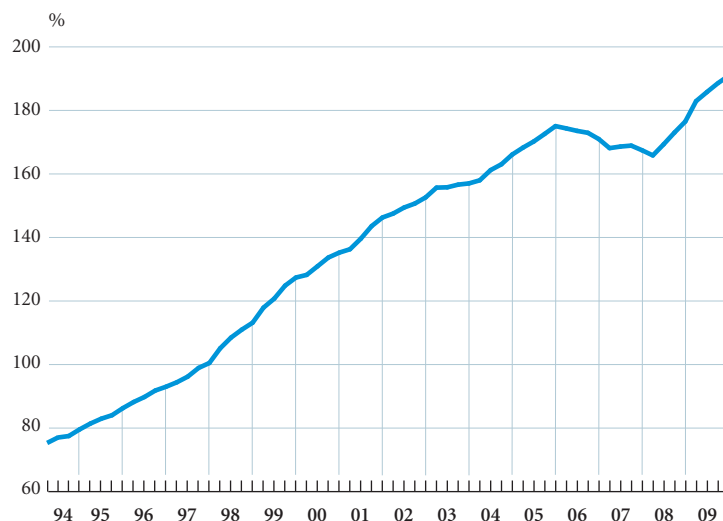
Las buenas noticias vinieron del exterior. La recuperación china gana en robustez y las ventas minoristas americanas tuvieron un efecto balsámico en la cotización

de las empresas exportadoras japonesas. Las debilidades siguen del lado de la demanda interna. Los últimos indicadores no apuntan a una continuidad del repunte del consumo, con unas ventas minoristas de julio que retrocedieron un 2,4% interanual, mientras que las ventas de automóviles de agosto indican que los incentivos gubernamentales han logrado detener el deterioro pero no han facilitado un giro alcista de la demanda.

Por el lado de la oferta, la mejora del panorama global siguió alentando la recuperación, aunque se sigue lejos de los niveles de mayo-junio de 2008. En este contexto, la producción industrial de julio siguió al alza, situándose un 18,8% por encima del mínimo de febrero. Una recuperación que, en términos absolutos, sólo compensa un 30% de la caída desde junio de 2008. También en esta línea, el gasto inversor presentó síntomas de recuperación, pero siempre con la vista puesta en las exportaciones. Su indicador adelantado, los pedidos de maquinaria, tuvieron su segundo mes consecutivo de avances,

JAPÓN: LA CRISIS AGRAVA UNA MALA HERENCIA DEL PASADO

Deuda pública respecto al PIB



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

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		Julio
			II	III	IV	I	II	
PIB real	2,3	-0,7	0,7	-0,3	-4,5	-8,4	-7,2	-
Ventas al por menor	-0,1	0,3	0,2	0,8	-1,5	-3,9	-2,8	-2,4
Producción industrial	2,9	-3,4	1,6	-3,3	-15,0	-34,0	-27,6	-22,7
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	-2,8	5,0	-3,0	-24,0	-58,0	-48,0	-
Viviendas iniciadas	-17,2	2,4	-11,1	40,3	3,9	-21,4	-32,0	-32,0
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,4	5,2	5,7
Precios de consumo	0,1	1,4	1,4	2,2	1,0	-0,1	-1,0	-2,2
Balanza comercial (3)	12,6	4,0	10,3	7,5	4,0	1,4	1,0	1,0
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	82,6	81,9	98,5	102,1	95,7	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.

JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SIGUE CON SU RECUPERACIÓN

Índice de producción industrial



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

El paro llega al máximo histórico del 5,7% y los salarios siguen bajo mínimos.

El IPC baja un 2,2% y el subyacente un 0,9% a causa de la débil demanda interna.

Las exportaciones desaceleran su recuperación pero sigue el superávit comercial.

con unos gastos destinados a satisfacer la demanda interna que subieron un 21,8% interanual en julio mientras que los destinados a la demanda externa retrocedieron un 4,2%.

Por su parte, el mercado de la vivienda retomó la senda bajista. Las ventas de agosto del área de Tokio anularon su modesta recuperación retrocediendo un 8,2% interanual, mientras que los precios siguieron descendiendo. En un tono de mayor debilidad, la oferta siguió acentuando su deterioro, con unas viviendas iniciadas que en julio retrocedieron un 32,0% interanual. 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 julio siguió repuntando hasta el 5,7%, un máximo histórico desde los inicios del indicador en 1953. En julio se perdieron 400.000 empleos, de los que 120.000 correspondieron a manufacturas. Un sector que, a pesar de la recuperación de la producción industrial, siguió reduciendo su

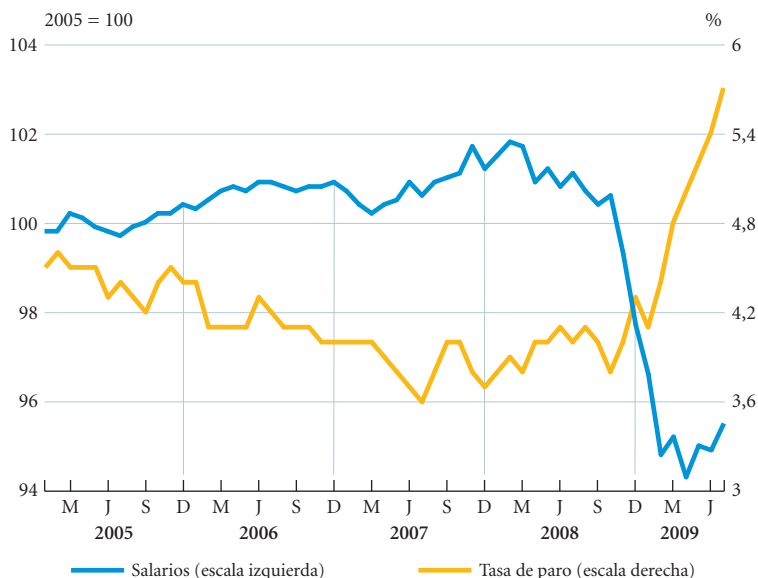
cuota en el total de empleos. Los salarios tuvieron una leve mejora en julio pero siguieron un 6,5% por debajo del mismo periodo del año anterior.

Las debilidades del empleo y la demanda interna ayudaron a intensificar las tendencias deflacionistas. El IPC de julio registró un descenso del 2,2% interanual, el mayor desde el inicio del índice en 1971. A diferencia de otras grandes economías, en Japón también retrocede el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, que en el mismo periodo perdió un 0,9% interanual, acumulando su séptimo mes consecutivo de bajadas. La debilidad de la demanda interna hará difícil que los precios vuelvan al terreno positivo en los próximos meses.

El sector exterior sigue recuperándose de las fuertes caídas del primer trimestre, aunque los flujos comerciales continúan claramente por debajo de los niveles del año pasado. Las exportaciones japonesas que, con un elevado componente de bienes de

JAPÓN: EL PARO AUMENTA Y LOS SALARIOS TOCAN FONDO

Índice de salarios de manufacturas y paro sobre población activa



FUENTES: Ministerio de Trabajo de Japón y elaboración propia.

capital de alto valor añadido, habían amplificado el descenso de la demanda global, están casi a medio camino en su retorno a los niveles previos a la crisis. Sin embargo, los datos de julio indican que esta recuperación exportadora está desacelerando, mientras que el avance de las importaciones gana intensidad, limitando el recorrido al alza de la contribución del sector exportador al crecimiento de la economía.

China: la recuperación se va consolidando

Si el mes pasado China nos impresionaba con un crecimiento del 7,9% interanual en el segundo trimestre, este mes sus indicadores más recientes no hacen sino confirmar su recuperación. Al mismo tiempo, India sorprende con un crecimiento del 6,0% interanual en el segundo trimestre, por encima del 4,1% del primer trimestre.

Las ventas al por menor chinas crecieron en agosto un 15,4% interanual, ligeramente por encima del mes de julio, y en consonancia con el dinamismo de otros indicadores. El índice de gestores de compras (PMI) de agosto se encuentra en 54

puntos, frente al 53,3 de julio, y a niveles superiores al 50 desde marzo. Por último, la venta de vehículos de transporte creció en agosto un 81% interanual, con lo que China lleva camino de convertirse este año en el mercado con mayor volumen de ventas de todo el mundo, por delante de Estados Unidos.

Por el lado de la oferta, la producción industrial subió en agosto un 12,3% interanual, superior al 10,8% de julio y acercándose ya a las tasas del 15%-16% de años pasados. El crédito bancario sigue creciendo, y con un aumento del 34,1% interanual en agosto sitúa el promedio en lo que llevamos de año alrededor del 30%, duplicando la cifra de 2008. Esta expansión en el crédito y el fuerte estímulo fiscal impulsado por el gobierno están detrás del repunte chino. Con todo, cambios de carácter más estructural, como la activación del consumo interno, serán claves para el crecimiento futuro.

El sector exterior también comienza a recuperar aliento, aunque más lentamente que la demanda interna. En particular, las exportaciones cayeron en agosto un 23,4% interanual, similar al 22,9% de julio; y las importaciones bajaron un 17%

China continúa con su recuperación, seguida de cerca por la India.

La producción industrial crece el 12% y el crédito sigue avanzando.

El comercio todavía está algo rezagado.

CHINA: 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 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	12,3
Producción eléctrica	15,7	6,7	6,7	-6,0	-4,3	-0,4	4,7	8,9
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	5,3	2,5	-0,6	-1,5	-1,8	-1,2
Balanza comercial (**)	262	297	259	297	318	295	281	267
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	5,31	7,20	5,31	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	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.

La bolsa de Shanghái retoma el crecimiento.

interanual en agosto, por encima del 14,9% de julio. Sin embargo, una primera estimación del crecimiento intertrimestral de las exportaciones, ajustadas por estacionalidad, apunta hacia valores alrededor del 3% en el tercer trimestre.

En un contexto de recuperación, la caída de los precios se ha ido frenando. Así, el IPC cayó en agosto un 1,2% interanual, frente al 1,8% de julio y al 1,7% de junio. La bajada en el precio de la vivienda junto con la gran escalada en los precios de las materias primas a mediados de 2008 provocan que los índices de precios se encuentren todavía en territorio negativo.

En último lugar, la bolsa de Shanghái retoma la senda de crecimiento que había iniciado a principios de año, y deja atrás la corrección de agosto. En la primera mitad de septiembre el índice *Composite* se ha revalorizado un 13%, aunque todavía no ha recuperado los valores de julio.

Brasil: PIB y petróleo reanudan la samba

Entre gozos y pozos. Desde que empezó septiembre, la economía brasileña está de

buena nueva, y no sólo por su reconciliación con el crecimiento sino también por nuevos hallazgos petrolíferos en el polo marino Pre-sal.

Tras medio año en negativo, el PIB creció un 1,9% intertrimestral en el segundo trimestre de 2009, lo que convierte a Brasil en uno de los primeros países del G-20 en salir de la recesión. El consumo privado, alentado por el crédito y los estímulos fiscales, avanzó un 2,1% entre marzo y junio y se confirma como el principal motor de la incipiente recuperación. Inversión y gasto público se mantuvieron estables. La demanda externa, en cambio, pudo aportar ya su granito de arena, gracias al renovado apetito chino por las materias primas brasileñas. Desde la perspectiva de la oferta, la industria fue el sector más dinámico, creciendo un 2,1%, en tasa intertrimestral desestacionalizada, frente al 1,2% del sector servicios.

En términos interanuales, el crecimiento frenó su caída pero no la evitó y acabó cediendo un 1,2%. La responsabilidad recae, por un lado, sobre una vapuleada inversión que sigue retrocediendo en doble dígito respecto a 2008, un 17% interanual. Por otro, sobre la demanda externa,

Brasil se aleja de la recesión.

El consumo toma las riendas; inversión y exportaciones siguen tocadas.

BRASIL: 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 real	5,6	5,1	6,7	1,2	-1,6	-1,2	-	-1,2
Producción industrial	5,9	2,9	5,9	-6,7	-13,6	-11,3	-10,4	...
Confianza del consumidor (*)	132,3	140,4	136,3	132,9	128,5	128,4	139,9	139,8
Tasa de paro São Paulo (**)	15,0	13,0	12,7	11,6	12,6	13,9	13,4	...
Precios de consumo	3,6	5,7	6,3	6,2	5,8	5,2	4,5	4,4
Balanza comercial (***)	40,0	24,8	28,7	24,8	25,0	27,4	27,0	27,8
Tipo de interés SELIC (%)	12,75	11,25	13,75	13,75	11,25	9,25	8,75	8,75
Reales por dólar (*)	2,1	1,8	1,9	2,3	2,3	2,0	1,9	1,9

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

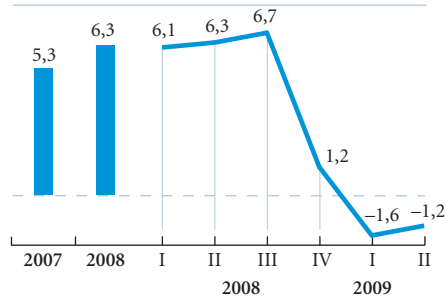
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

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

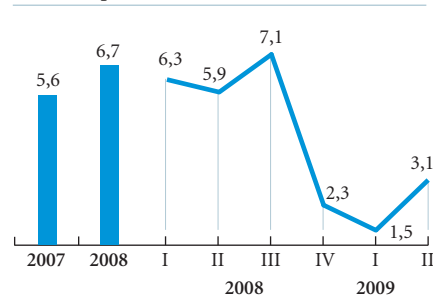
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

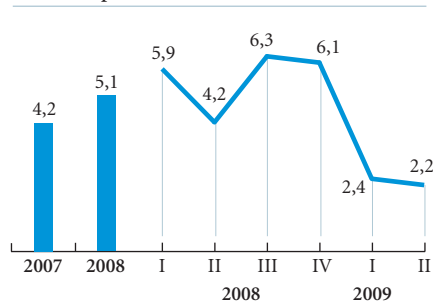
PIB



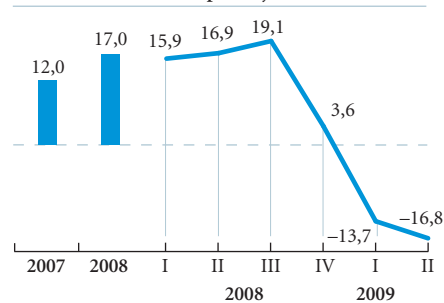
Consumo privado



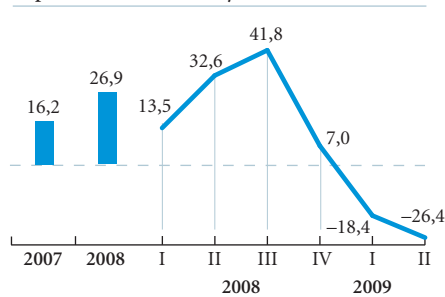
Consumo público



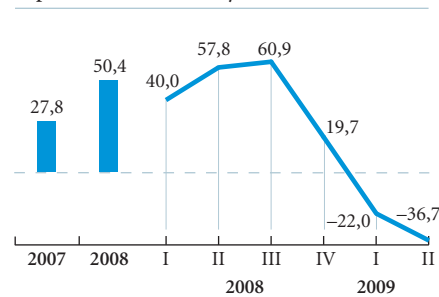
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

arrastrada por las exportaciones que cayeron un 26,4% respecto al mismo periodo del año anterior. El consumo público, por su parte, aminora poco a poco su contribución al crecimiento, en contraste con el consumo privado que revalida su robustez con un avance del 3,1% interanual.

En cualquier caso, Brasil se aleja de una recesión técnica que destaca por su brevedad y los últimos datos no hacen sino añadir motivos para creer que el año 2009 acabará mucho mejor que no em-

pezó. La confianza del consumidor ya alcanza los niveles previos a la crisis y las ventas minoristas prosiguieron su avance en julio, con un crecimiento interanual del 5,7%. Estas últimas se han visto respaldadas por cierto alivio en el mercado de trabajo y por un crédito cuyo saldo vivo creció un 20,8% respecto a julio de 2008, batiendo nuevos récords históricos en porcentaje del PIB (45%). Las exportaciones de vehículos volvieron a caer pero el impacto de las exenciones impositivas se plasmó en un aumento de

La industria muestra signos de avance.

**La economía mexicana,
pendiente de la recuperación
en Estados Unidos.**

las matriculaciones internas del 5,5% interanual.

Por el lado de la oferta, la industria ralentiza gradualmente su caída y los indicadores de actividad avanzados apuntan hacia una progresiva mejoría durante la segunda mitad del año. En agosto, y tras casi un año rezagado, el índice de gestores de compra (PMI) superó el umbral de 50 que señala recuperación. La producción industrial creció por sexto mes consecutivo en julio, aun retrocediendo un 10,4% en tasa interanual.

En definitiva, Brasil mira al 2010 con optimismo. Todo apunta a que la recuperación ganará ritmo en el tercer y cuarto trimestres de 2009 a medida que la reconstrucción de las existencias saque del pozo a la inversión y la paulatina mejora del entorno externo tire de las exportaciones. Asimismo, se espera que un entorno con política monetaria expansiva, mercado laboral al alza e inflación contenida sigan espoleando un gasto privado que deberá resistir la progresiva retirada de los estímulos fiscales entre septiembre y fin de año. Si se confirma dicho escenario, el partido del gobierno afrontará las

elecciones presidenciales de octubre de 2010 desde una posición mucho más cómoda. Aun así, cabe esperar que un aumento del gasto público acorde con el ciclo electoral también contribuya al repunte del crecimiento en 2010.

México: Luz al final del túnel

La crisis económica global y, sobre todo, su embate sobre la industria manufacturera estadounidense, arrastró a la economía mexicana hacia una recesión de la que, si las previsiones no se equivocan, espera salir muy pronto. El principal motivo de optimismo llega también desde el otro lado de la frontera: se espera que el retorno de Estados Unidos al crecimiento y el renacimiento de su reestructurado sector automovilístico den alas a las exportaciones de México, y por consiguiente a su PIB, hacia finales de 2009.

Los últimos datos apuntan en esa dirección. La producción industrial avanzó en julio respecto al mes anterior y registró su menor caída interanual en lo que va de año (un 7%). Por su parte, el índice de manufacturas IMEF alcanzó en agosto su

**La reforma fiscal en México,
en pleno debate.**

MÉXICO: 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 real	3,3	1,4	1,5	-1,7	-8,4	-9,7	-	-
Producción industrial	2,4	-1,0	-1,5	-4,4	-9,9	-10,0	-7,0	...
Confianza del consumidor (*)	104,9	92,2	88,9	83,3	80,1	80,5	85,4	81,6
Tasa de paro general (**)	3,7	4,0	4,2	4,3	5,0	5,2	6,1	6,3
Precios de consumo	-22,7	-11,8	5,5	6,2	6,2	6,0	5,4	5,1
Balanza comercial (***)	-10,1	-17,3	-11,9	-17,3	-17,5	-16,0	-16,0	-14,6
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	8,25	8,25	6,75	4,75	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	11,0	10,6	11,0	13,9	14,2	13,2	13,2	13,3

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

valor más alto en trece meses, 51,5, superando por segundo mes consecutivo el umbral de 50 que indica recuperación. Todo ello sugiere que la fase de contracción de la actividad manufacturera o concluyó el primer semestre o está a punto de concluir. De ser así, sería muy bien recibido por un mercado de trabajo que volvió a sufrir en agosto, con una tasa de paro del 6,3%.

En lo referente a demanda, queda todavía camino por recorrer. El gasto interno dio muestras de mejoría con unas ventas minoristas que empezaron a moderar su ajuste, aun retrocediendo un 5,1% interanual en junio, pero el índice de confianza del consumidor volvió a caer en agosto, un 9,1% interanual y un 4,5% respecto a julio. La inversión también cedió, un 12,7% interanual en junio. A pesar de todo, las restricciones al crédito parecen aflojar y la inflación, aunque excede el objetivo oficial, continúa en su senda descendiente, por lo que no se espera que el Banco de México mueva ficha al menos hasta cruzado el ecuador de 2010, cuando llegue el crecimiento con todas las de la ley y puedan surgir presiones inflacionistas.

Además, cabe tener en cuenta que, aunque las perspectivas económicas para 2010 son favorables, México debe afrontar una serie de reformas estructurales prolongadamente aplazadas a fin de mejorar la tendencia de crecimiento a largo plazo. Entre dichas reformas destaca la de un sistema fiscal que requiere ante todo reducir su dependencia del desempeño petrolero. La propuesta del gobierno ya está sobre la mesa y todo apunta hacia un ajuste fiscal en 2010, a pesar de que algunos lo consideran precipitado en un entorno de recuperación potencialmente frágil. Con todo, las elecciones de julio mermaron de tal modo el margen de maniobra del presidente Calderón que lo más probable es una nueva demora de las medidas de carácter más estructural, al

menos hasta después de las elecciones presidenciales de 2012. De ser así, podría generar alguna duda sobre la sostenibilidad del déficit fiscal a medio plazo y acabar perjudicando la calificación de la deuda soberana del país.

El petróleo y el oro retoman los avances

Tras un leve respiro, el precio del petróleo retomó la senda alcista. Entre el 20 de agosto y el 18 de septiembre el crudo cedió un 2,8%, aunque en la segunda mitad del periodo la tendencia se invirtió al alza, llegando a los 71,92 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes) y acumulando una subida del 84,0% en el año corriente. El nivel siguió por debajo de los 95,59 dólares de septiembre de 2008, pero a partir de octubre deberían empezar a registrarse incrementos interanuales, al comparar con los retrocesos del último trimestre de 2008.

La política expansiva de la Fed, el endeudamiento del Tesoro y la persistencia del desequilibrio exterior estadounidense seguirán presionando el dólar a la baja, lo que beneficia a las materias primas. El asentamiento de la recuperación china y de las principales economías emergentes, así como la percepción de que lo peor de la crisis queda atrás, influirá en la misma dirección. El petróleo, con una oferta que equilibraría la mayor demanda, debería mantenerse en los niveles actuales, con ligeras alzas en 2010.

Los precios de las materias primas tuvieron un respiro. El índice *The Economist* de materias primas subió un mínimo 0,3% entre el 20 de julio y el 18 de septiembre, dejando en un 22,4% el incremento en el año corriente. El oro y los metales preciosos intensificaron sus avances por la mencionada debilidad del dólar, mientras que los metales básicos tuvieron retrocesos.

El precio del crudo se sustenta en el dólar débil y en la recuperación de las economías emergentes.

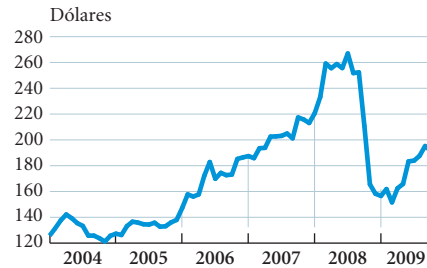
Las materias primas moderan sus alzas a causa del retroceso de los metales básicos.

En este sentido, la recuperación de la actividad industrial global debería aumentar la producción de los desguaces, que constituyen un importante suministrador de

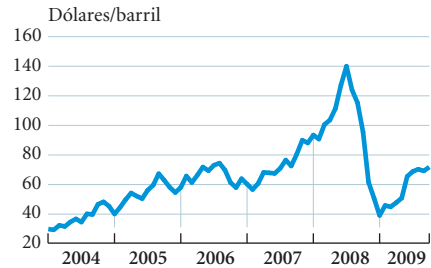
metales básicos. Esto seguiría moderando el *boom* importador chino de la primera mitad de año, pero sin romper su fondo de fortaleza en los próximos meses.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

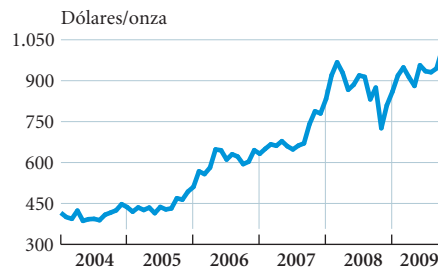
Índice «The Economist»



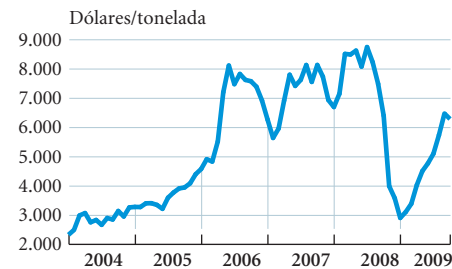
Petróleo Brent



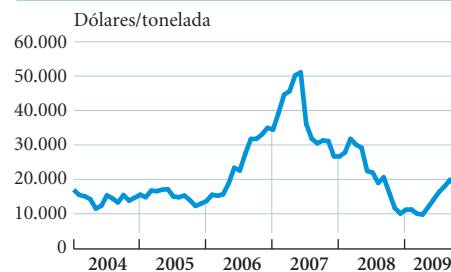
Oro



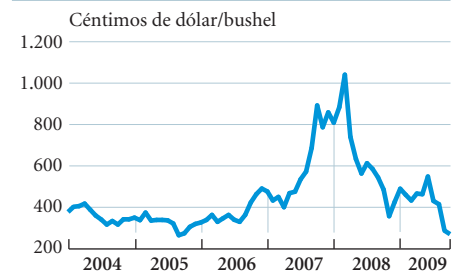
Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 18 de septiembre).

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

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: una recuperación con riesgos

Después de que la tasa de crecimiento del segundo trimestre de la eurozona superara las previsiones más optimistas, aun situándose todavía en zona negativa, los interrogantes se centran en la robustez del periodo de recuperación. Por lo que respecta a la segunda mitad del 2009, el consenso entre los distintos analistas es bastante amplio pues la mayoría señala que en los próximos dos trimestres se alcanzarán tasas de crecimiento intertrimestrales ligeramente por encima de cero. Todo apunta a que el proceso de recuperación se mantendrá, pero a un ritmo muy lento. Sin embargo, para el año próximo la incertidumbre es mucho mayor.

Así lo refleja la dispersión de las previsiones de las distintas casas de análisis. Mientras algunos sitúan el crecimiento de la zona del euro cerca del 3%, la Comisión Europea lo deja en el 0,5% y el Banco Central Europeo (BCE) no descarta que la tasa de crecimiento se mantenga en terreno negativo para el conjunto del año.

Vayamos por partes. Ahora que conocemos los factores que están impulsando la recuperación, la trayectoria de la economía en los próximos trimestres parece bastante clara. Concretamente, los factores clave para la recuperación de la economía europea en el segundo trimestre fueron la demanda interna y el sector exterior. La aportación del sector exterior al crecimiento fue de 0,7 puntos porcen-

En los próximos dos trimestres se alcanzarán tasas de crecimiento intertrimestrales positivas.

El sector exterior y el consumo están impulsando la recuperación...

ZONA DEL EURO: 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	2,7	0,6	0,5	-1,7	-4,9	-4,7	-	...
Ventas al por menor	1,4	-0,7	-1,0	-1,9	-3,2	-2,3	-1,7	...
Confianza del consumidor (1)	-4,9	-18,0	-19,1	-27,1	-32,5	-27,9	-23,0	-22,0
Producción industrial	3,5	-1,7	-1,4	-9,0	-18,4	-18,5	-16,0	...
Sentimiento económico (1)	108,9	91,1	89,9	75,6	65,7	70,2	76,0	80,6
Tasa de paro (2)	7,4	7,5	7,6	8,0	8,8	9,3	9,5	...
Precios de consumo	2,1	3,3	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,6	-0,2
Balanza comercial (3)	20,1	-1,2	-11,4	-31,7	-36,6	-32,0	-12,0	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	4,3	4,6	5,0	4,2	2,0	1,3	1,1	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	107,9	113,0	114,0	109,1	111,9	113,2	113,8	113,9

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.

...gracias al crecimiento en Asia y los planes de estímulo económico.

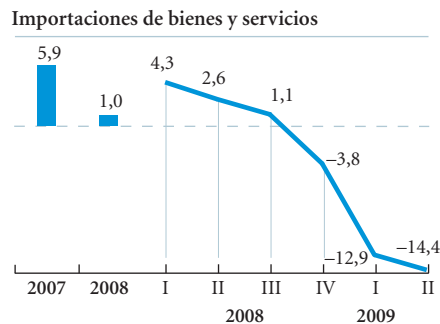
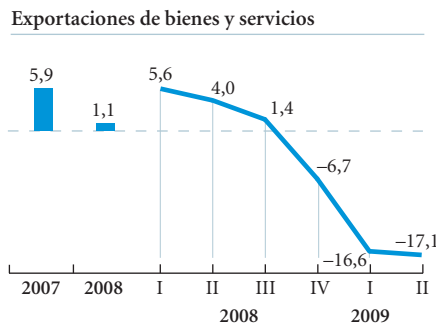
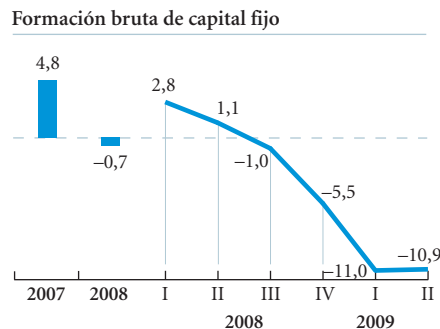
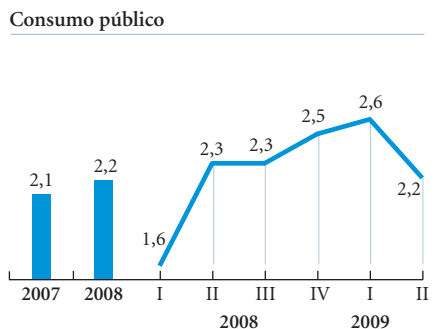
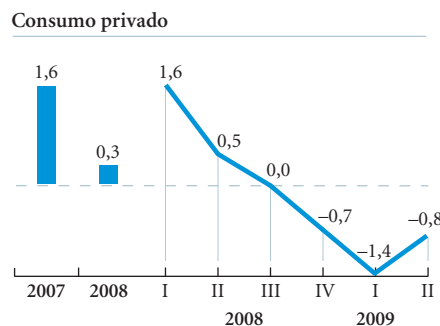
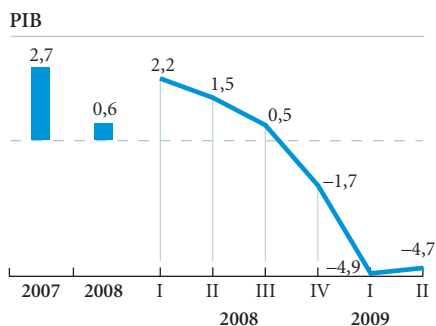
tuales. Ello es el resultado de la importante moderación en la caída de las exportaciones, que después de retroceder un 8,8% intertrimestral en el primer trimestre, en el segundo trimestre sólo retrocedieron un 1,1%. Las importaciones también moderaron el ritmo de caída, pero en menor medida. Por lo que a la demanda interna se refiere, su fortaleza se sustentó tanto en el consumo privado como en el consumo público. Con un crecimiento intertrimestral del 0,2% y el 0,4% respectivamente, añadieron una

décima cada uno al crecimiento de la economía.

El avance del comercio exterior es el resultado del fuerte crecimiento que están experimentando las economías asiáticas y la normalización del sector financiero. El tirón de la demanda interna, en cambio, se sustenta en el efecto de los planes de estímulo económico llevados a cabo por los distintos gobiernos. Los datos de más alta frecuencia indican que ambos elementos continuarán siendo la referencia

EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

del crecimiento en el corto plazo. En el mes de julio, las exportaciones aumentaron un 4,1% con respecto al mes anterior, mientras que las importaciones retrocedieron un 0,3%. Ello consolida el superávit de la balanza comercial. La mejora de la confianza del consumidor y las ventas al por menor reflejan que el consumo privado continúa recuperándose en el tercer trimestre. Concretamente, en el mes de julio las ventas al por menor anotaron un retroceso interanual del 1,7%, lejos del descenso del 4,5% registrado en el mes de febrero.

El nivel de inversión continúa siendo la nota decepcionante. Concretamente, la formación bruta de capital fijo cayó un 10,9% interanual en el segundo trimestre, un valor prácticamente calcado al registrado en el primer trimestre de este año. Además, la producción industrial redujo el ritmo al que venía recuperándose y sigue hundida en una tasa históricamente baja. En el mes de julio registró un descenso del 16% interanual, tan sólo 6 décimas por encima del dato registrado en junio.

Por lo que se refiere a las previsiones a medio plazo un hecho salta a la vista. Ninguno de los factores que están impulsando el crecimiento actual de la eurozona podrá sostenerse a medio plazo. Por un lado, los distintos gobiernos deberán reducir sustancialmente los planes de estímulo económico llevados a cabo en 2009 si quieren mantener las cuentas públicas saneadas. Así lo advierte la Comisión Europea en el informe de previsiones de septiembre de 2009. Ello debilitará la recuperación de la demanda interna.

El apoyo del sector exterior tampoco aguantará mucho más. Si bien China está anotando tasas de crecimiento cercanas a los dos dígitos, ello es el resultado de la puesta en marcha de un importante paquete de medidas de expansión económica por parte del gobierno y, por lo tanto, tiene un recorrido limitado.

La fuerte apreciación que ha experimentado el euro tampoco ayudará al sector exterior. Frente al dólar americano, el euro se ha apreciado un 17,5% desde el

La inversión continúa siendo la nota decepcionante.

Ninguno de los factores que están impulsando el crecimiento son sostenibles a medio plazo.

LA APRECIACIÓN DEL EURO REDUCIRÁ EL SOPORTE DEL SECTOR EXTERIOR

Tipo de cambio euro/dólar (*)



NOTA: (*) Un aumento indica apreciación del euro.

FUENTE: Datastream.

La dispersión de las previsiones para el año que viene refleja la elevada incertidumbre.

mínimo alcanzado en el mes de febrero de este año. Esta tendencia no es sostenible a medio plazo y probablemente se irá corrigiendo a partir del año que viene. Uno de los factores que determinará el cambio de tendencia será el *tempo* de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal (Fed). Dado que ambas economías tienen los precios bajo control, en el mes de agosto la variación interanual anotó un descenso del 0,2% en la eurozona y del 1,5% en Estados Unidos, el ciclo alcista de tipos vendrá determinado por la consolidación de la recuperación en ambas economías. En este sentido, todo apunta que la Fed se adelantará al BCE, pues la mayor flexibilidad de la economía estadounidense permitirá que ésta se recupere con más celeridad. La Fed podría empezar a subir los tipos de interés entre la primavera y el verano del año que viene, mientras que el BCE será difícil que lo haga antes del otoño.

Pero lo que hace que las previsiones a medio plazo de los analistas sean tan distintas es la interpretación que cada uno hace de los principales riesgos que acechan la economía europea: el futuro deterioro del mercado laboral, la capacidad de recuperación del sector financiero y la efectividad y duración de los planes de estímulo económico. Por lo que al mercado laboral se refiere, la tasa de paro alcanzó en julio el 9,5%. Aunque el actual proceso recesivo ya ha dejado cerca de 4 millones de personas sin trabajo, la cifra es relativamente baja si la comparamos con la histórica bajada de la actividad económica. En este sentido, y teniendo en cuenta la evolución que ha registrado en anteriores periodos recesivos, la tasa de paro debería aumentar hasta alcanzar niveles cercanos al 11% a mediados del año que viene. De todas formas, algunas voces algo más optimistas señalan que el moderado deterioro del mercado laboral es el resultado de los planes impulsados por algunos países de la Unión Europea, que harán que la

tasa de paro pueda dejar de subir antes de lo previsto.

La capacidad de recuperación del sector financiero es otra de las grandes incógnitas. Mientras los mercados de bonos se han rehecho de forma sorprendentemente rápida, el crédito al sector privado y a las familias no ofrece síntomas de recuperación. Si nos guiamos por la experiencia vivida en anteriores episodios, el crédito aún debería tardar en levantar cabeza. Pero si al final las medidas tomadas por el BCE y los distintos países surgen efecto, la reactivación del crédito podría apoyar la reactivación de la inversión y el consumo privado.

Tampoco la futura actuación de los gobiernos está muy clara. Por un lado, deben reducir los planes de estímulo económico para evitar que la deuda pública se dispare, pero también son conscientes de que si la retirada es demasiado rápida podrían devolver a su economía a la recesión. En nuestra previsión asumimos que todos estos desequilibrios se irán ajustando gradualmente. Ello nos hace concluir que el crecimiento para el año que viene se situará cerca del 1%, aunque difícilmente lo superará.

La recuperación alemana busca su consolidación

Alemania encaró el último mes antes de las elecciones generales sabiendo que era una de las primeras economías europeas en salir de la recesión, con un crecimiento del PIB en el segundo trimestre del 0,3% respecto al trimestre anterior. Esta inesperada recuperación fue fruto de la contribución positiva de todos los componentes del producto interior bruto (PIB) excepto la variación de existencias. Destacaron en particular el consumo privado y el sector exterior, con contribuciones del 0,4% y 1,7% respectivamente.

El consumo privado y el sector exterior se convierten en los principales motores de la economía alemana en el segundo trimestre.

ALEMANIA: 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	1,0	0,8	-1,8	-6,7	-5,9	-	...
Ventas al por menor	-3,0	-0,5	0,1	-0,4	-2,7	-1,5	-0,8	...
Producción industrial	5,8	0,0	0,0	-7,5	-20,0	-19,3	-16,9	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	94,7	86,2	82,6	84,7	87,4	90,5
Tasa de paro (**)	9,0	7,8	7,7	7,6	8,0	8,3	8,3	8,3
Precios de consumo	2,3	2,6	3,1	1,7	0,9	0,3	-0,5	0,0
Balanza comercial (***)	181,5	195,3	196,3	183,0	159,6	138,9	132,7	...

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.

Ante esta mejora, los principales institutos económicos han revisado sus previsiones cerca de un punto porcentual, situando la caída interanual de la economía germana entre el 5,0% y el 5,5% en 2009. Este dato significa que la economía mantendrá un suave ritmo de crecimiento durante los próximos trimestres.

Los indicadores de mayor frecuencia disponibles en el tercer trimestre de 2009, tanto de oferta como de demanda, confirman esta tendencia. Destaca el crecimiento de las ventas minoristas en el mes de julio, del 5,8% intermensual. Los principales motivos de la reactivación del consumo son la baja tasa de inflación y las medidas de estímulo fiscal aplicadas por el gobierno, dirigidas al aumento de la renta disponible de los hogares. Además, la demanda exterior sigue recuperándose, con un crecimiento de las exportaciones de julio del 2,3% respecto al mes anterior, convirtiéndose en el tercer incremento consecutivo, que reduce la caída interanual de las exportaciones de julio hasta el 18,8%.

Como consecuencia de este repunte de la demanda, tanto interna como externa, los pedidos industriales volvieron a aumentar en julio, situándose lejos de los míni-

mos de febrero. En este mismo mes, la producción industrial se redujo un 0,9% respecto a la del mes anterior, reflejando el proceso de adaptación de las existencias a la nueva situación económica. Sin embargo, el repunte de los pedidos y el bajo nivel en el que se encuentran las existencias en la actualidad permiten prever un aumento de la producción industrial durante los próximos meses y el consiguiente incremento de la utilización de la capacidad productiva, después de alcanzar mínimos en el segundo trimestre de 2009.

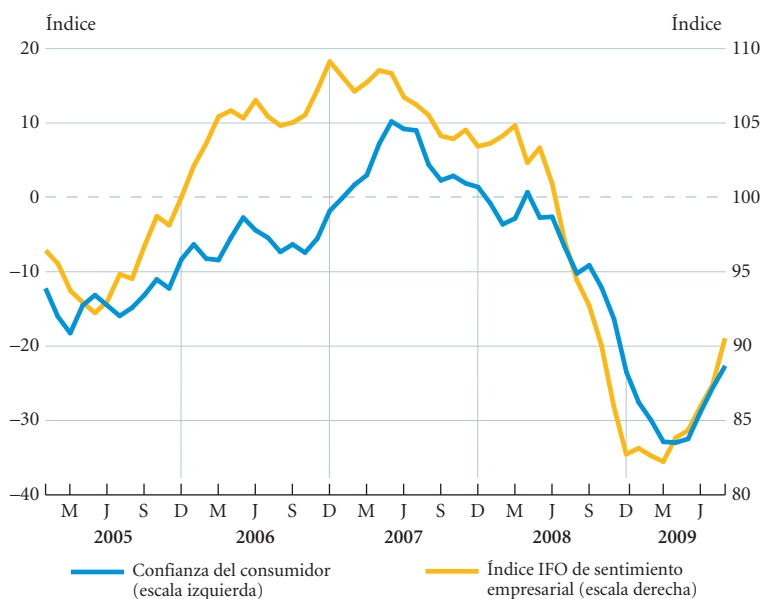
La evolución de los índices de confianza, tanto de los consumidores como de los empresarios, refleja esta recuperación. Como se observa en el gráfico, estos indicadores no han cesado de aumentar desde el mínimo alcanzado entre febrero y marzo de 2009. Además, en ambos casos los componentes futuros de estas series anticipan nuevos incrementos que los seguirán alejando de los niveles históricamente bajos en los que todavía se encuentran. A pesar de los claros indicios de mejoría de la economía germana, existen ciertos riesgos que podrían interrumpir su retorno a la senda de crecimiento, especialmente en 2010.

Las previsiones del crecimiento económico se han revisado al alza.

Los indicadores de oferta y demanda apuntan hacia la continuidad del crecimiento del PIB en el tercer trimestre...

LA CONFIANZA SIGUE AUMENTANDO

Índices de confianza alemanes



FUENTES: Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

...que podría verse interrumpida por la incertidumbre en el mercado de trabajo y en las exportaciones.

En primer lugar, el fin de los estímulos fiscales en algunos de sus principales socios comerciales puede repercutir negativamente sobre las exportaciones alemanas. Por otro lado, aunque la recesión económica ha afectado sólo levemente a la tasa de desempleo, que se mantiene cerca de los mínimos alcanzados en 2008, las horas trabajadas por empleados se han reducido drásticamente, apuntando hacia un claro deterioro del mercado laboral. La inercia de este mercado y la caducidad de los planes de reducción temporal de empleo apuntan hacia un aumento de la tasa de desempleo durante 2010, que la situaría por encima del 10%. Esto afectaría negativamente al consumo privado de los hogares, uno de los componentes que mueve la economía alemana en la actualidad.

El nuevo gobierno deberá afrontar una delicada coyuntura.

Además, los estabilizadores automáticos y los planes de estímulo fiscal han afectado el estado de las finanzas públicas en 2009

y se espera que sigan haciéndolo en 2010. Según el Plan de Conciliación Fiscal del gobierno, será entonces cuando el déficit público se sitúe por encima del 6%, elevando el endeudamiento público hasta el 80%, cifras ambas muy por encima de los límites establecidos en el Tratado de Maastricht.

Por lo tanto, el nuevo gobierno alemán tiene una difícil tarea durante su mandato. Deberá estimular la economía, y en particular el consumo privado, para evitar su estancamiento y la dependencia en el sector exterior. Además, es necesaria una buena gestión de las cuentas públicas, especialmente a través de la contención del gasto, una vez la economía muestre signos de consolidación. Esta última tarea se verá dificultada en caso de cumplirse las promesas electorales que abogan por mayores gastos en educación y mejoras sociales.

Francia: el aumento del desempleo enturbia la recuperación

«La crisis no ha terminado. Terminará el día que empiece a recortarse el desempleo». Esta es la expresión que utilizó el primer ministro galo, François Fillon, para remarcar que el camino de salida de la recesión será largo. Lo hizo en la presentación de las nuevas previsiones económicas del gobierno que sitúa la caída del PIB para 2009 en un 2,25%, mejorando en tres cuartos de punto las previsiones anteriores. El motivo de esta importante corrección es la recuperación que vivió la economía francesa en el segundo trimestre del año, dejando atrás cuatro trimestres consecutivos de retroceso de la actividad.

La preocupación del ministro viene motivada por la rápida escalada del desempleo entre enero y julio de 2009, mes en el que alcanzó una tasa de desempleo del 9,8%, más de un punto porcentual por encima de la registrada a inicios de año. A pesar de la caída de los precios en los dos primeros meses del tercer trimestre, el deterioro del mercado laboral provocó que el consumo de los hogares se redujera en este periodo. Además, la confianza de los consumidores prácticamente no aumentó en julio, poniendo de manifiesto el em-

peoramiento de la percepción respecto a la situación actual.

De forma similar, tanto el índice de confianza como la producción industrial se redujeron en julio después de varios meses consecutivos registrando mejoras. Pero no todo fueron malas noticias en lo que se refiere a los datos del tercer trimestre. Así, los pedidos industriales repuntaron intensamente en julio, con un crecimiento del 4,6% respecto al mes anterior. Este aumento vino provocado por un fuerte incremento de los pedidos por parte de los países de la eurozona, que crecieron un 18,6%. Por otro lado, el Purchasing Manager Index (PMI), un índice sintético que recoge el sentimiento económico de los empresarios, también registró un incremento muy importante en el mes de agosto. Además, el sector exterior presentó una recuperación de las exportaciones en el mes de julio que generó una nueva reducción del déficit de la balanza comercial.

Sin embargo, ante la falta de señales que reafirmen la consolidación económica francesa, el gobierno galo no se plantea de momento retirar las medidas para el estímulo económico, la mayoría de ellas dirigidas al fortalecimiento del consumo, ya que, en caso de hacerlo, se correría el riesgo de volver a caer en recesión.

El gobierno francés revisa al alza el crecimiento de la economía.

El aumento de la tasa de desempleo frena el consumo de los hogares.

El gobierno galo no retirará las ayudas mientras no se consolide la recuperación.

FRANCIA: 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	2,3	0,3	0,1	-1,6	-3,4	-2,6	...	...
Consumo de los hogares	4,9	-0,6	-0,9	-2,5	-1,0	0,2	-0,5	-1,3
Producción industrial	1,2	-2,5	-2,2	-9,0	-15,9	-15,0	-13,0	...
Tasa de paro (*)	8,3	7,8	7,8	8,3	8,8	9,4	9,8	...
Precios de consumo	1,5	2,8	3,3	1,8	0,6	-0,2	-0,7	-0,2
Balanza comercial (**)	-33,8	-49,3	-51,4	-55,8	-55,2	-53,5	-48,4	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

En Italia, el consumo público y el privado se recuperan en el segundo trimestre de 2009.

Todo apunta hacia un repunte de la producción en el tercer trimestre.

El gobierno mejora sus previsiones, aunque existen importantes riesgos a la baja.

Italia apunta hacia la recuperación en el tercer trimestre

El PIB italiano del segundo trimestre disminuyó un 0,5% respecto al trimestre anterior. Esta contracción fue significativamente inferior a la registrada en el primer trimestre, del 2,7%, y rompe con cuatro trimestres consecutivos de aceleración de la caída. El desglose de la serie muestra que esta desaceleración vino provocada principalmente por la mejora del consumo, tanto privado como público. La menor caída de la inversión y del sector exterior también jugaron un papel destacado.

Los pocos datos disponibles durante los meses siguientes confirman esta tendencia. Así, se observa por el lado de la demanda una mejora paulatina de la confianza del consumidor en los meses de julio y agosto, que la sitúan a niveles similares a los de inicios de 2007. Además, el incremento del poder adquisitivo de las familias a través del estancamiento de los precios durante estos dos meses permite prever un mayor dinamismo de las ventas al por menor en este periodo. A pesar de no disponer aún de datos del sector exterior para el mes de julio, la recuperación de economías como Alemania y Francia apuntan hacia una lenta recuperación de las exportaciones durante los próximos meses.

Desde la perspectiva de la oferta, mientras las caídas interanuales que registraron tanto la producción como los pedidos industriales se mantenían elevadas, los datos intermensuales mostraban cierta recuperación. La producción industrial de julio aumentó un 1,0% respecto al mes anterior, liderada por las industrias automovilística, farmacéutica y química. El repunte de los pedidos industriales en agosto, junto con la fuerte desacumulación de inventarios vivida en el segundo trimestre, nos permite anticipar una importante recuperación de la producción industrial en el tercer trimestre de 2009.

Ante estas perspectivas, el gobierno transalpino ha reducido en dos décimas la previsión de la caída del PIB para 2009, hasta el 5,0%, situando el inicio de la recuperación ya en el tercer trimestre de este año. Asimismo, considera un crecimiento de la economía para 2010 del 0,5%. Este último dato, sin embargo, presenta importantes riesgos a la baja. Así, la debilidad estructural de las cuentas públicas, con un déficit esperado en 2009 del 5,0%, a pesar de los escasos estímulos fiscales, y el aumento de la tasa de paro en los próximos trimestres (la OCDE prevé que alcance el 10,5% en 2010) pueden provocar una recuperación más lenta durante los próximos años.

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	II	Julio	Agosto
PIB	1,5	-1,0	-0,3	-1,3	-2,9	-6,0	-6,0	-	...
Ventas al por menor	1,3	-0,3	-0,7	0,1	-1,7	-2,9	-1,2	...	...
Producción industrial	2,1	-3,4	0,1	-4,0	-10,6	-21,1	-22,9	-20,4	...
Tasa de paro (*)	6,2	6,7	6,7	6,8	7,0	7,3	7,4	-	...
Precios de consumo	1,8	3,3	3,6	4,0	2,8	1,5	0,8	0,0	0,1
Balanza comercial (**)	-12,8	-10,0	-8,6	-10,8	-12,3	-11,1	-9,1	...	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Reino Unido: ¿primeros indicios de una larga recuperación?

El PIB británico decreció un 5,5% interanual en el segundo trimestre. La caída intertrimestral fue del 0,6%, contrastando con el descenso del 2,5% del trimestre anterior, pero lejos aún de las cifras positivas de Francia y Alemania. Por componentes, el consumo privado disminuyó un 3,6% interanual mientras que el nivel de inversión era un 17,2% inferior al de un año antes. Como era previsible, el gasto público moderó el descenso con un incremento interanual del 2,2%. Por otro lado, las exportaciones e importaciones decrecieron un 13% y un 15,1% interanual respectivamente, lo que resultó en una contribución positiva del sector exterior al crecimiento del PIB de 1 punto porcentual.

Frente a estos decepcionantes datos del segundo trimestre, la notable mejoría del sentimiento económico y confianza empresarial en estos últimos meses, particularmente en el sector servicios, pueden significar la consolidación de un cambio de tendencia, acorde con el contexto al-

cista mundial. La producción industrial ha aminorado sustancialmente su declive, un 9,3% interanual en julio comparado con el 12% del segundo trimestre, y los permisos de construcción marcaron en julio el menor descenso interanual desde el mismo mes de hace un año.

El indicador de confianza de los consumidores también apunta en la misma dirección. Las ventas al por menor han marcado el tercer mes consecutivo con un crecimiento interanual positivo, un 2,1% en agosto. Sin embargo, la moderación salarial, un paro de 5% en agosto y los altos niveles de endeudamiento lastran la recuperación en el gasto de los hogares, incluso con unos tipos de interés históricamente bajos.

A pesar de estos primeros indicios incipientes de recuperación, que se podrían traducir en crecimiento positivo intertrimestral en el tercer trimestre, el Banco de Inglaterra ha mostrado cautela y ha mantenido la política expansionista con un tipo de referencia al 0,5%. En este sentido, el gobernador Mervyn King ha advertido de que la recuperación puede ser len-

El PIB británico cae un 5,5% interanual en el segundo trimestre de 2009.

Los índices apuntan que una ligera recuperación puede tomar cuerpo en el tercer trimestre.

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	0,6	0,3	-2,0	-5,0	-5,5	-	...
Ventas al por menor	4,2	2,6	1,2	1,8	0,5	1,1	2,9	2,1
Producción industrial	0,3	-3,1	-3,2	-8,1	-12,5	-11,7	-9,3	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,8	2,8	3,4	4,2	4,7	4,9	5,0
Precios de consumo	2,3	3,6	4,9	3,9	3,0	2,1	1,7	1,5
Balanza comercial (**)	-83,4	-93,7	-95,4	-94,1	-91,8	-88,4	-85,2	...
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	73,9	77,0	83,7	84,4

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.

La inflación prosigue su trayectoria descendente y se sitúa en el 1,5% en agosto.

ta e incierta, mostrando poca predisposición a moderar la política monetaria en caso de que no se produzcan tensiones en el nivel de precios. Por el momento, la inflación ha prolongado su trayectoria bajista, situándose en un 1,5% interanual en agosto, pero manteniendo siempre signo positivo a causa, principalmente, de la depreciación de la libra esterlina.

Europa emergente: levantando el vuelo (con plomo en las alas)

La región está experimentando una clara mejora de perspectivas económicas. Tras un inicio de 2009 alarmante, en el cual parecía que algunos países de la zona estaban abocados a suspender sus pagos internacionales y prácticamente todas las economías a entrar en graves recesiones, tres factores han permitido dar un vuelco a la situación: la caída global de la aversión al riesgo, el apoyo financiero internacional y, más recientemente, la recuperación de mercados de exportación claves.

La evolución económica reciente de Polonia ejemplifica perfectamente esta coyuntura. En el frente financiero, la mejora se aprecia especialmente en la positiva evo-

lución de los indicadores de riesgo-país, de la bolsa y de la divisa. Así, tras acercarse a la cota de los 400 puntos básicos en marzo, el coste de asegurar la deuda soberana ha caído por debajo del umbral de los 100 puntos básicos a principios de septiembre. Sendas similares siguieron la bolsa y el zloty, que tocaron mínimos en febrero y se recuperaron sostenidamente desde entonces. En esta corrección ha sido fundamental que Polonia se haya beneficiado de la llamada Línea de Crédito Flexible del Fondo Monetario Internacional (FMI), una financiación que ha ampliado su margen de maniobra frente a los movimientos de capitales de más corto plazo y, a un nivel más profundo, ha permitido que el país se beneficiase de la reducción global de la aversión al riesgo.

A partir del segundo trimestre, la recuperación de la eurozona y, especialmente, de la automoción, se ha trasladado rápidamente a un aumento del ritmo de actividad, como reflejan indicadores como el sentimiento económico, la producción industrial o las exportaciones. En ese sentido, el mejor tono exportador se dio en un contexto de hundimiento de las importaciones, lo que ha facilitado la rápida mejoría del saldo por cuenta co-

Mejoran las expectativas de Europa emergente, como atestigua la recuperación en Polonia...

POLONIA: 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	6,8	4,8	4,9	2,6	1,7	1,4	-	...
Ventas al por menor	4,1	-2,5	-3,8	-9,1	-17,5	-12,9	-7,8	...
Producción industrial	...	2,7	2,1	-6,1	-10,6	-7,4	-4,5	-0,2
Sentimiento económico (*)	114,8	109,2	108,9	97,4	77,7	79,8	81,7	86,2
Tasa de paro (**)	9,6	7,2	6,9	6,9	7,7	8,2	8,2	...
Precios de consumo	2,4	4,3	4,8	3,9	3,6	4,1	4,1	4,1
Balanza comercial (***)	-61,3	-81,9	-84,6	-90,0	-85,7	-71,2	-62,5	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Organismos nacionales de estadística, Comisión Europea, Eurostat y elaboración propia.

riente, que ha pasado a ser positivo en el primer semestre.

Como resultado de todo ello, el PIB creció en el segundo trimestre un 0,5% intertrimestral (1,4% interanual), por encima de lo esperado, gracias a la clara aportación positiva del sector exterior que convive, eso sí, con una demanda interna todavía en retroceso. Esta evolución financiera y de la actividad, mejor de lo esperado meses atrás, ha inducido a revisar al alza las previsiones de crecimiento del país. Por citar un ejemplo significativo, la Comisión Europea, en su avance de las previsiones de otoño, espera un crecimiento positivo del 1,0% para este año, frente al retroceso del 1,4% previsto en su informe de primavera.

Así pues, ¿todo va bien? Sí, pero no tanto como podría desprenderse de los datos anteriores. De entrada, conviene recordar que se trata de una recuperación desde niveles de caída inusualmente fuertes. Pero más allá del «efecto rebote» persisten otras dudas. Siguiendo con el caso de Polonia, se pueden detectar persistentes riesgos en materia de sostenibilidad de la recuperación, sistema bancario y situación fiscal. Por lo que se refiere al primero de estos riesgos, la consolidación de la recuperación va a depender críticamente de dos factores, que la zona del euro continúe en la senda de la recuperación y que la demanda interna, todavía muy débil, vuelva a crecer apreciablemente.

Esta recuperación interna depende, a su vez, de que el canal del crédito vaya normalizando su situación. Aunque los peores augurios en materia bancaria no se han materializado (por ejemplo, los bancos de Europa occidental han mantenido sus filiales adecuadamente capitalizadas), en los próximos meses, en un contexto de morosidad en crecimiento, va a seguir existiendo mucha presión sobre los beneficios bancarios. Este repunte de morosi-

dad va a derivar en parte del lastre que sigue comportando un elevado porcentaje de la deuda privada denominada en divisa extranjera. Otros factores que van a tensionar la morosidad van a ser la destrucción de empleo y la erosión de beneficios empresariales que se viene registrando.

Finalmente, el riesgo fiscal debe ser tenido en cuenta. La fuerte disminución de los ingresos tributarios ha disparado el déficit público, de forma que se espera que en 2009 supere el 6% del PIB, siendo poco probable una rápida remisión del mismo en 2010. Todo ello ha suscitado preocupación sobre el impacto que este desequilibrio pueda tener en los tipos de interés.

El hecho de que en ese mismo 2010 se vayan a celebrar elecciones presidenciales puede actuar como un incentivo a aumentar el gasto público discrecional o, como mínimo, a diferir el inevitable ajuste presupuestario. Afortunadamente, y como elemento disciplinador de medio plazo, los niveles previstos de deuda pública, superiores al 50% del PIB en 2009, exigen constitucionalmente que el gobierno adopte medidas destinadas a evitar la escalada de dicha deuda pública.

Y si esta es la tesitura a la que se enfrenta el país en mejor situación económica y con los fundamentos macroeconómicos más sólidos de la región, la valoración de riesgos para sus vecinos es necesariamente más sombría. En Rumania y Hungría la mejora de la actividad vía exportación se ve coartada por un notable ajuste del gasto público, necesario para corregir desequilibrios acumulados anteriormente (y para seguir beneficiándose de la financiación del FMI). En los bálticos y, en menor medida Bulgaria, la situación se repite, pero con agravantes, ya que los desequilibrios a los que deben hacer frente son más abultados. Además los equilibrios políticos y el calendario electoral son más complejos en algunos países.

...un país que se beneficia de la reducción de la aversión al riesgo, el apoyo financiero internacional y la vuelta al crecimiento en la eurozona.

Conviene prestar atención a la sostenibilidad de la recuperación, al aumento de la morosidad y a las finanzas públicas.

La sensación que el repaso a la región acaba produciendo es que ciertamente se ha evitado un *match point* gracias a una afortunada combinación de acción internacional y mejora del entorno exterior, pero que el partido sigue. Y se puede perder si no se consiguen ajustar los desequilibrios pendientes, restaurar la competitividad

perdida y canalizar una financiación internacional más costosa y menos abundante hacia actividades de mayor valor añadido. En definitiva, poco lugar para la complacencia ante una recuperación en gran medida tributaria de acontecimientos exógenos.

Los estímulos fiscales y su impacto en la economía

La reacción de las autoridades económicas ante la recesión más importante desde la Segunda Guerra Mundial fue lanzar importantes paquetes de estímulo fiscal para salvar la caída de la actividad. La recesión parece haber amainado e incluso se divisa la salida del túnel. Pero las cuentas del sector público aparecen con un amenazante color rojo. ¿Hay que retirar ya los estímulos fiscales con el consiguiente riesgo de frustrar una recuperación incipiente? ¿O hay que mantenerlos pese al peligro de un deterioro en espiral de las cuentas públicas?

Hasta no hace mucho, existía un cierto consenso en que la utilización de políticas discrecionales no contribuía a la estabilidad económica e incluso podía tener efectos perjudiciales. Sin embargo, la alarma por la recesión global y el agotamiento de las políticas monetarias pareció justificar un cambio de enfoque. El Fondo Monetario Internacional (FMI), a finales de 2008, lanzó una contundente recomendación para que todos los países adoptaran paquetes de estímulo fiscal lo antes posible, lo más ambiciosos posible, con medidas diversificadas y coordinados internacionalmente. Y sostenibles, es decir, que no llevaran a una explosión de la deuda pública.

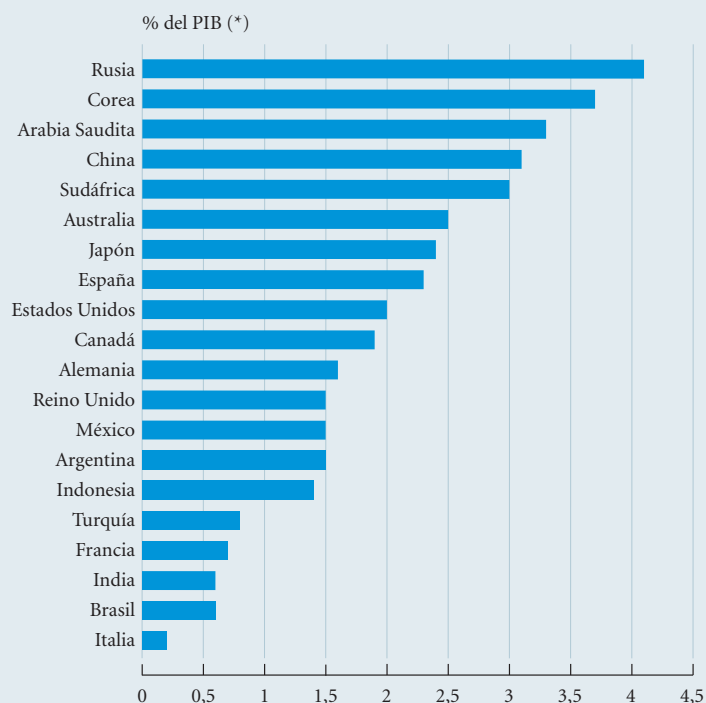
La respuesta no se hizo esperar. Buena parte de las economías desarrolladas y emergentes lanzaron importantes paquetes de estímulo fiscal. Destacan por su cuantía los adoptados por Estados Unidos y China, pero en términos relativos son remarcables las medidas tomadas por Rusia, Corea o Arabia Saudita. La Unión Europea (UE) asumió este planteamiento y el Consejo Europeo recomendó también, a finales de 2008, que cada país debía poner en marcha paquetes de estímulo fiscal discrecional de por lo menos el 1,5% del PIB. Dentro de la UE, España es el país que ha adoptado el mayor paquete de medidas discrecionales. El FMI estimaba en julio que las medidas discrecionales alcanzarían el 2% del PIB en 2009 en el conjunto del G-20, mientras que en 2010 equivaldrán al 1,6% del PIB.

Las medidas lanzadas y los fines de las mismas han sido muy diversos: apoyar la capacidad de gasto de los consumidores, reducción de impuestos, inversión pública y otras medidas dirigidas a mejorar las condiciones del mercado de trabajo o de la actividad empresarial. El mayor volumen de fondos, especialmente en las economías emergentes, se dirige a gasto en infraestructuras, mientras que en las desarrolladas también tienen un peso relevante las ayudas a los grupos de población más afectados por la crisis y las reducciones en los impuestos sobre la renta de personas y sociedades.

¿Cuáles han sido los efectos de los impulsos fiscales discrecionales? De entrada, está claro que han contribuido a agravar unos déficits públicos ya de por sí muy deteriorados por el efecto de los estabilizadores automáticos y por las acciones dirigidas a estabilizar el sistema financiero. Pero, ¿han contribuido a paliar la crisis? ¿Cuál está siendo su efecto en términos de crecimiento de las economías? Desafortunadamente, no es posible responder a

TODOS A UNA CONTRA LA RECESIÓN

Coste de las medidas de estímulo fiscal en 2009



NOTA: (*) Estimaciones basadas en las medidas anunciadas hasta mayo de 2009. No incluyen adquisiciones de activos financieros, ni recapitalizaciones de entidades financieras ni medidas previstas con anterioridad al estallido de la crisis.

FUENTE: FMI.

estas preguntas, debido al escaso tiempo transcurrido desde su implementación y a la consiguiente falta de datos empíricos. Analíticamente, cabe citar la simulación del impacto por parte de la Comisión Europea a través de un modelo econométrico, cuyo resultado para la UE arroja un impulso total sobre el PIB de 0,75 puntos porcentuales en 2009 y 0,33 puntos en 2010. Las estimaciones teóricas del FMI para el G-20 se mueven en una banda de 1,2-4,7 puntos porcentuales en 2009 y 0,1-1,0 puntos en 2010. Se trata, con todo, de resultados que deben tomarse con prevención, ya que no es lo mismo simular un impacto *ex ante* que medirlo *ex post*. Las hipótesis de los modelos condicionan enormemente el resultado en el análisis *ex ante*.

El debate está también en la propia naturaleza de las medidas de estímulo. La lógica de las mismas es que el gasto público –o un menor ingreso– propicia un efecto multiplicador en el gasto privado. Por ejemplo, una reducción de impuestos aumenta la renta de las familias y se convierte en un gasto de consumo, el cual a su vez genera un aumento de la actividad, nuevas rentas, y así sucesivamente. El resultado final es que un impulso fiscal de 1 lleva a un incremento del PIB superior a 1. Pero esta visión no es compartida, ni mucho menos, por todos los economistas. En el caso que nos ocupa, una reducción de impuestos en una situación de fuerte recesión tenderá más bien a convertirse en ahorro –o en reducción de deuda– y más en un contexto de salida de recesión inmobiliaria y de caída de los mercados financieros. Este podría ser el caso de medidas como el cheque familiar distribuido por el gobierno de Estados Unidos en 2008 o la reducción de los 400 euros en el impuesto de la renta familiar en España. En estos casos, el multiplicador podría ser inferior a la unidad o incluso 0, si bien la mejora del

balance de las familias sería un resultado positivo. En el caso de un incremento del gasto público, en consumo o en inversión, los efectos multiplicadores pueden ser más claros, ya que suponen un aumento de la demanda agregada. Pero no dejan de ser discutibles. Por ejemplo, una de las medidas más difundidas, las ayudas a la compra de automóviles nuevos, presentan la incertidumbre de si sus efectos son de sustitución (se compra un automóvil en vez de otros artículos de consumo), de cambio temporal (se aprovecha la subvención para adelantar un gasto que de todas formas se realizaría) o benefician a productores extranjeros, ya que provocan un aumento de importaciones. En cuanto a la inversión pública, la polémica se centra en la dificultad de implementarla con la rapidez suficiente y en la rentabilidad económica y social de los proyectos elegidos.

Ante el creciente deterioro de los déficits públicos se plantea ahora el interrogante de si retirar los estímulos fiscales para así contener los números rojos de las finanzas de los gobiernos. El mensaje que ha lanzado el G-20 es de mantenerlos hasta que la recuperación se haya afianzado, lo cual significa seguir con ellos en el 2010. Ciertamente, una retirada precipitada de los mismos podría poner en riesgo la incipiente reactivación internacional. Sin embargo, en una coyuntura como la actual, mucho menos dramática que la del otoño de 2008, cabría revisar con mayor sosiego las acciones adoptadas y previstas a la luz de la experiencia inmediata. Se trataría de discriminar según su aportación en términos de costes y beneficios a corto y largo plazo y contemplar, a la vez, la posibilidad de, en los casos oportunos, sustituirlas por medidas que puedan ajustarse mejor a un escenario posterior a la crisis, como incentivos a la inversión privada, a la creación de empresas, a la innovación o a la adaptación y flexibilidad de empresas y mercados. Y teniendo en cuenta, lógicamente, que no existen recetas universales y que en cada país las medidas deben adecuarse a las condiciones particulares.

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

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Los bancos centrales mantienen el rumbo, por ahora

La Reserva Federal (Fed), tal como ampliamente se esperaba, decidió en su reunión del 23 de septiembre mantener el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,25%. A pesar de que esta decisión se tomó por unanimidad en el comité responsable (FOMC), las declaraciones públicas de destacados miembros de la Fed dejan entrever que, en lo que se refiere a las medidas no convencionales, existen opiniones diferenciadas acerca de cuándo comenzar a retirar los estímulos. Los presidentes de la Fed de Richmond y Filadelfia –J. Lacker y C. Plosser, respectivamente– son partidarios de comenzar la retirada incluso «antes de que un vigoroso crecimiento tenga tiempo de establecerse». Sin embargo, la presidenta de la Fed de San Francisco –J. Yellen– prefiere demorar el ajuste monetario, para no correr el riesgo de interrumpir la recuperación e incurrir en deflación. Aún así, Yellen, en un claro mensaje a los mercados, resaltó que todos los miembros del FOMC mantendrán la independencia y la firme determinación para restringir la política monetaria cuando llegue el momento.

En referencia a la estrategia de salida para la enorme expansión monetaria, se pueden destacar dos puntos en el comunicado del FOMC. En primer lugar, la Fed continuará con sus planes de compras de MBS y *Treasuries*, indicando que persiste la preocupación por la liquidez del mercado hipotecario. En segundo lugar, se matiza que las operaciones se irán reduciendo gradualmente para permitir una transición suave. Esto quiere decir que en

el seno del FOMC predomina la visión de que actualmente es prematuro retirar los estímulos, pero en los próximos meses podríamos ver el comienzo.

En el apartado económico, es importante resaltar que se ha mejorado la valoración del crecimiento, respecto al comunicado de agosto. Ahora, los técnicos de la Fed afirman que «después de la severa contracción, la actividad económica ha repuntado», mientras que antes se mantenía que la «actividad económica se está estabilizando». Además, la Fed espera que la inflación se mantenga baja por algún tiempo, lo cual justifica mantener los tipos bajos.

A comienzos de septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que mantenía en el 1% el tipo de interés de sus operaciones principales de refinanciación semanales (MRO), una decisión que no deparó sorpresas. Asimismo, la operación de refinanciación a largo plazo especial (LTRO), con vencimiento a un año y al tipo fijo del 1%, a la que se hacía referencia en el comunicado, se saldó con una demanda de 75.200 millones de euros, repartido entre 589 instituciones, frente a los 442.000 de la anterior operación especial, que tuvo lugar en junio.

En cuanto a la estrategia para revertir la extraordinaria expansión monetaria realizada en los últimos meses, el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, se limitó a decir que el momento de retirar los estímulos no había llegado todavía. Estas declaraciones parecen reflejar incertidumbre y cautela entre los miembros del Consejo del BCE a la vista de los riesgos

La Reserva Federal mantiene tipos y anuncia que mantendrá las facilidades.

La Fed ve prematuro retirar los estímulos no convencionales.

El resultado de la subasta del BCE indica que la liquidez se está normalizando.

El presidente del BCE anunció en su informe mensual que la recesión global ha tocado fondo.

sobre el crecimiento (demanda interna deprimida) y las presiones a la baja en la inflación (capacidad ociosa). En su comunicado, el BCE reconoce que la evidencia de mejoría que presenta la actividad ha provocado ligeros cambios positivos en la evolución esperada de la demanda externa y el mercado laboral. Aún así, el BCE enfatiza el mensaje de que la recuperación será débil y lenta.

Los tipos interbancarios de la eurozona y Estados Unidos siguen en mínimos.

Por su parte, el Comité de Política Monetaria (MPC) del Banco de Inglaterra (BoE), al igual que la Fed y el BCE, votó por mantener estable el tipo oficial, en este caso en el 0,5%. Además, la institución ha puesto en marcha las compras de

activos (por 50.000 millones de libras) acordadas en agosto.

Sin lugar a dudas, los mínimos históricos alcanzados por los tipos interbancarios en la eurozona y en Estados Unidos se explican por las decisiones tomadas por los bancos centrales. Un claro ejemplo de esto es el tipo de interés EONIA, que se mantiene en niveles en torno al 0,25%, o el caso del euríbor a un mes y tres meses que promedian el 0,47% y el 0,80%, respectivamente desde el 24 de agosto. En el caso de Estados Unidos, los bajos niveles alcanzados también son reflejo de la normalización que se está observando en el sector financiero.

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									
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	1,00	0,82	1,30	0,25	0,35	0,39	0,50	0,69	0,30
Septiembre (1)	1,00	0,76	1,25	0,25	0,29	0,35	0,50	0,57	0,23

NOTAS: (1) Día 22.

(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.

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								
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	3,54	3,78	4,08	3,40	1,31	3,56	2,03
Septiembre (*)	3,39	3,65	3,91	4,09	3,43	1,35	3,74	2,11

NOTA: (*) Día 21.

FUENTE: Bloomberg.

Impasse en los mercados de deuda pública

Durante los últimos tres meses, el comportamiento de los bonos de deuda pública se puede definir con una palabra: estabilidad. Efectivamente, en la tabla anterior puede observarse cómo desde finales de junio los tipos de interés ofrecidos por la deuda pública con vencimiento a 10 años se han movido en un rango muy estrecho. Por ejemplo, en el caso del bono de Francia, éste cotiza una rentabilidad de alrededor del 3,5%. Mientras que el bono alemán vuelve a situarse en el 3,39%, igual que a finales de junio. Tampoco el bono de deuda pública español presenta movimientos violentos, pues durante el último trimestre ofrece una rentabilidad ligeramente por debajo del 4%.

Dos elementos destacan en la situación actual de los mercados de deuda pública. El primero es que la brusca ampliación de diferenciales de tipos de interés que se

produjo entre los países de la zona del euro se ha alejado de los máximos alcanzados en el mes de febrero, si bien muestra dificultades para volver a la situación previa. Es posible que se hayan alcanzado nuevos niveles de equilibrio en los diferenciales entre Alemania y el resto de países, al menos durante los próximos meses, y que no vuelvan de forma inmediata al periodo precrisis, pero también parece confirmarse que se ha dejado atrás lo peor.

En segundo lugar, la estabilidad en la superficie de los mercados de deuda esconde la acumulación de poderosas fuerzas (déficits públicos, inflación, medidas no convencionales de los bancos centrales, etc.) por ahora equilibradas pero cuya evolución es una incógnita. Ciertamente, conforme la recuperación se vaya consolidando, los bonos de deuda pública tenderán a ofrecer una mayor tasa de rentabilidad. Es previsible que ya a finales de año presenten unos niveles ligeramente superiores a los actuales. Este movimien-

Se mantiene la estabilidad en los mercados de deuda pública.

La fuerte liquidez y la ausencia de tensiones inflacionistas impedirán un fuerte repunte a corto plazo de la rentabilidad de la deuda pública.

El dólar se utiliza ahora como divisa de *carry-trade*.

to no debería ser muy violento porque todavía se mantendrán dos factores clave. El primero es el soporte que de forma indirecta, a través de la liquidez, o de forma directa, a través de la compra de bonos, están otorgando los bancos centrales. El segundo factor es la ausencia de tensiones inflacionistas inminentes en el momento actual del ciclo. Sin embargo, de cara a 2010 los riesgos sobre los mercados de deuda serán más intensos y la posibilidad de turbulencias, alta.

Tipos de cambio: financiarse en dólares es más barato

Finalmente, se ha roto la calma que prevalecía durante los últimos meses en los mercados de divisas. En el siguiente cuadro puede verse cómo el dólar se ha depreciado notablemente en el último mes.

Así, por ejemplo, la cotización del euro contra el dólar que a mediados de agosto cotizaba un 1,43 ha alcanzado ahora el 1,48. Mientras que un dólar que compraba, hace un mes, 97 yenes, ahora, sólo puede cambiarse por 91,4 yenes.

Un motivo básico de esta depreciación del dólar reside en los bajos tipos de interés existentes en Estados Unidos, fruto de la agresiva política monetaria de expansión cuantitativa implementada por la Reserva Federal. Esto sitúa al dólar en una situación parecida a la que tenía el yen años atrás, al ser utilizado como divisa de financiación en la operativa de *carry-trade*. Con esta denominación se conoce a una variada tipología de operaciones consistentes en endeudarse en divisas con bajos tipos de interés para invertir en activos denominados en monedas con alto rendimiento.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

22-09-2009

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2008	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	91,4	-3,5	0,8	-15,5
Libra esterlina	0,614	0,9	-11,5	12,2
Franco suizo	1,025	-3,5	-4,3	-4,8
Dólar canadiense	1,070	-0,5	-13,9	3,2
Peso mexicano	13,340	3,0	-2,5	20,3
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,478	3,2	5,4	0,0
Yen japonés	135,0	-0,2	6,1	-15,5
Franco suizo	1,515	-0,2	1,4	-4,8
Libra esterlina	0,908	4,0	-5,2	12,2
Corona sueca	10,109	0,2	-8,3	5,1
Corona danesa	7,441	0,0	0,0	-0,3
Zloty polaco	4,163	1,3	0,3	20,6
Corona checa	25,15	-1,1	-6,8	4,9
Forint húngaro	271,3	1,3	2,1	11,3

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

FUENTE: Bloomberg.

La renta variable escala posiciones

En septiembre las bolsas cerraron al alza por sexto mes consecutivo, contribuyendo a un tranquilo primer aniversario de la quiebra de Lehman Brothers. Los principales índices logran situarse en niveles cercanos a los registrados en aquella fecha, apostando por un escenario económico-financiero global de recuperación del ciclo y aminoramiento de los riesgos de recesión. El S&P 500 y el Eurostoxx 50 acumularon revalorizaciones cercanas al 60% desde marzo, mes considerado como punto de inflexión en la trayectoria de los mercados de renta variable.

La continuidad de la mejora de los indicadores de primas de riesgo, la moderación de la volatilidad, así como el estrechamiento de los diferenciales de los bonos corporativos, ayudó a que los inversores se sintieran más atraídos por la compra de acciones. Este desplazamiento, por ejemplo, se ha observado a lo largo

del mes en los fondos de inversión de Estados Unidos, donde las carteras de los particulares se han reorientado hacia la renta variable, en detrimento de los activos de mercados monetarios con menores potenciales de revalorización.

La continuidad del *rally* alcista bursátil ha descansado tanto en la mejora de los datos macroeconómicos como, más recientemente, en la proliferación de noticias positivas propias del ámbito empresarial. En el primer frente, a medida que avanza el año parece consolidarse la recuperación de las cifras de actividad económica, confirmando lo que durante la primavera apuntaban los índice de confianza y respaldando el ánimo comprador en bolsa.

Dentro del amplio campo de información destacaron dos hechos. El primero fue la propuesta del foro del G-20 de modificación del marco regulatorio del sector financiero mundial. A pesar de las medidas llevadas a cabo para solventar la difícil si-

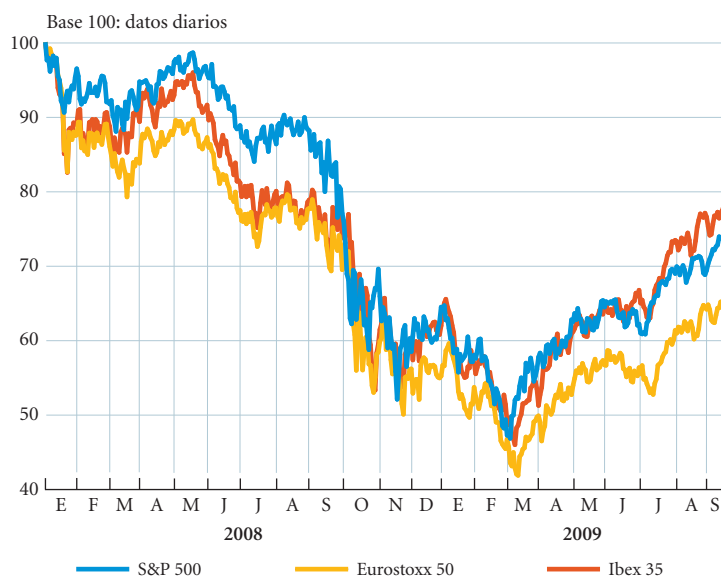
El S&P 500 y el Eurostoxx 50 alcanzaron en septiembre su máxima revalorización en lo que va de año.

Los inversores particulares muestran mayor preferencia por la renta variable.

Los datos económicos dan soporte parcial a la revalorización de las bolsas.

LAS BOLSAS RECUPERAN LOS NIVELES DE HACE UN AÑO

Principales índices bursátiles



FUENTE: Bloomberg.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-09-2009

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	9.778,9	2,9	11,4	-11,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.064,7	3,8	17,9	-11,8
<i>Nasdaq</i>	2.138,0	5,8	35,6	-1,9
Tokio	10.370,5	1,3	17,1	-13,0
Londres	5.187,0	6,9	17,0	-0,9
Zona del euro	2.904,7	5,8	18,7	-8,7
<i>Francfort</i>	5.738,0	5,0	19,3	-6,1
<i>París</i>	3.853,5	6,6	19,7	-8,8
<i>Amsterdam</i>	314,6	6,8	27,9	-16,1
<i>Milán</i>	23.340,1	6,6	19,9	-14,9
<i>Madrid</i>	11.878,3	6,4	29,2	4,9
Zurich	6.360,0	3,6	14,9	-7,7
Hong Kong	21.685,4	7,4	50,7	10,5
Buenos Aires	1.986,3	10,5	84,0	17,5
São Paulo	60.928,0	5,5	62,3	18,2

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

FUENTE: Bloomberg.

Las propuestas de regulación del sistema financiero y el anuncio de fusiones empresariales influyeron positivamente.

tuación de las entidades de crédito, queda patente la voluntad de las autoridades políticas y monetarias de endurecer la regulación con el fin de evitar una nueva crisis financiera. Los cambios estarían enfocados a implantar un modelo que asegurase la solvencia de los bancos, a través de la dotación de provisiones anticíclicas y del mayor control del apalancamiento.

Un segundo hecho destacable en el mundo corporativo es la aceleración del flujo de noticias sobre procesos de fusiones y adquisiciones a nivel mundial. Desde la primavera, el incremento del número de operaciones de esta índole no ha hecho más que devolver la confianza a los mercados de capitales, puesto que además de suponer una alternativa a las restricciones de financiación para la economía real, apoya el contexto de revalorización bursátil.

La renta fija privada mejora a medida que las expectativas económicas se recuperan.

Sigue la mejora en los mercados de crédito

Los mercados de renta fija privada también siguen mejorando en ese entorno de expectativas de recuperación económica cada vez más positivas. Las primas de riesgo de crédito de los bonos corporativos se han reducido a niveles previos a la crisis de Lehman Brothers. Adicionalmente, con los tipos oficiales próximos a cero, las tasas internas de rentabilidad de los bonos de estas empresas se encuentran en mínimos históricos en muchos sectores del mercado. El abaratamiento del coste de financiación de las empresas ha propiciado que éstas realicen emisiones en volúmenes récord y alarguen el vencimiento de su deuda.

La conjunción de políticas monetarias expansivas y programas de garantías de los

FUERTE CAÍDA DE LAS PRIMAS DE RIESGO EN EL TRAMO DE *INVESTMENT GRADE*

Diferenciales de crédito de los bonos *investment grade* corporativos. Estados Unidos



FUENTES: EcoWin y Merrill Lynch.

gobiernos sobre activos financieros de los bancos ha supuesto una rápida recuperación de los mercados de deuda corporativa. La propuesta de los gobiernos de aumentar los márgenes de solvencia de las instituciones financieras no está afectando de manera significativa a la deuda emitida por estas entidades.

La mejora en los mercados de renta fija corporativa ha alcanzado también a las empresas de baja solvencia, produciéndose un hecho singular, y es que la recuperación de los precios de los bonos *high yield* se ha desarrollado mientras las ratios de morosidad en este sector siguen subiendo.

Mientras tiene lugar esta bonanza en los mercados de bonos corporativos, los préstamos bancarios a pequeñas empresas y a familias se estancan o caen tanto en Estados Unidos como en la eurozona. Muy probablemente ambos fenómenos están relacionados en una dinámica común y complementaria. En la evolución

del crédito bancario influyen factores de oferta y de demanda. Por un lado, los bancos comerciales están inmersos en un proceso de desapalancamiento por el que se ven inclinados a controlar el crédito hasta mejorar sus ratios de solvencia y de liquidez. Por otra parte, las familias y las pequeñas y medianas empresas están incrementando el ahorro y reduciendo su deuda, por miedo a la crisis.

El apetito de los inversores por el riesgo de crédito en este mercado se ha visto favorecido por el cambio de ciclo en el proceso de calificación de las agencias de *rating*. Éstas, después de varios trimestres consecutivos de revisiones a la baja en las calificaciones de la deuda de muchas empresas, están cambiando el sesgo hacia revisiones al alza. Esto supone un importante soporte a este sector, puesto que da luz verde a la compra de bonos por parte de aquellos inversores institucionales que exigen un determinado nivel mínimo de calificación a los bonos para poder incluirlos en sus carteras.

Las primas de riesgo se ajustan tanto para los bonos *investment grade* como para los *high yield*.

Los bonos corporativos presentan un binomio de rentabilidad-riesgo atractivo para los inversores privados.

LAS PRIMAS DE RIESGO EN HIGH YIELD TAMBIÉN SUFREN DESCENSOS

Diferenciales de crédito en los bonos *high yield*. Estados Unidos



FUENTES: EcoWin y Merrill Lynch.

Déficits públicos, *ratings* y los diferenciales soberanos

Una quiebra o bancarrota es una situación en la que una persona física o jurídica no puede hacer frente a los pagos a los que está obligada. Entre las personas jurídicas se encuentran empresas, fundaciones, asociaciones... y también los Estados. Éstos, como las empresas, tienen la capacidad de endeudarse en los mercados de capitales a fin de ayudar a financiar el gasto que realizan.

Sin embargo, existe una diferencia fundamental entre los Estados y el resto de entidades. Los Estados tienen capacidad recaudatoria coercitiva; es decir, pueden imponer y elevar los impuestos si su situación financiera lo requiere, por lo que teóricamente su perfil crediticio debería ser de los mejores. Y a pesar de ello, se podría hacer una larga lista de los Estados que no han hecho frente al pago de los compromisos contraídos. Simplemente, cabe recordar los impagos de países latinoamericanos en el periodo 1982-1986 o el caso de Rusia en 1998.

Los motivos que provocan la bancarrota son muy variados. Por ejemplo, a veces un Estado se endeuda imprudentemente por encima de sus posibilidades. En otros casos, un *shock* negativo inesperado en su economía provoca una severa depreciación de su divisa, y al tener emitida deuda en monedas extranjeras ha provocado un repentino incremento de la carga de la deuda que lleva a la quiebra. Otro caso bastante típico se produce cuando la mayoría de la deuda pública de un país está en manos de inversores extranjeros y una situación de pánico financiero iniciada en otro país se contagia a aquél, impidiendo la refinanciación y abocándolo al impago.

Es obvio que los Estados que acuden a los mercados de capitales para obtener financiación tienen perfiles de crédito distintos. No sólo las agencias de crédito más importantes, como por ejemplo, Standard & Poor's, Moody's o Fitch, sino además todos los inversores que adquieren deuda pública de los Estados estudian este perfil crediticio y le asignan una calificación.

CALIFICACIONES CREDITICIAS

Ratings	Características	Ejemplos
AAA	Instituciones políticas fuertes. Política económica adaptable al contexto. Economía próspera. Déficit fiscal bajo. Integración en el sistema financiero internacional. Baja inflación. Banco central independiente. Baja deuda externa.	Estados Unidos, Alemania, Francia
AA	Instituciones políticas fuertes. Política económica adaptable al contexto. Economía un poco más vulnerable que AAA. Déficit fiscal bajo. Integración en el sistema financiero internacional. Baja inflación. Banco central independiente. Modesta deuda externa.	Bélgica, España, Irlanda
A	Instituciones políticas estables pero con posibles riesgos. Política económica generalmente flexible. Déficit fiscal moderado. Integración en el sistema financiero. Moderada inflación. Banco central con flexibilidad más limitada. Moderada deuda externa.	Italia, Grecia, Israel, China, Malta
BBB	Instituciones políticas con posibles riesgos y menos transparentes. Política económica generalmente flexible. Economía menos próspera. Déficit fiscal moderado. Integración creciente en el sistema financiero internacional. Moderada inflación. Banco central con flexibilidad.	Hungría, México, Islandia, India, Brasil
BB	Significativos riesgos políticos. Política económica poco flexible. Economía no muy próspera y vulnerable a influencias externas con impedimentos al crecimiento. Integración creciente en el sistema financiero internacional. Inflación variable. Flexibilidad limitada del Banco Central.	Mongolia, Venezuela, Uruguay, Egipto
B	Instituciones políticas débiles y contexto político incierto. Política económica limitada. Economía vulnerable a influencias externas con impedimentos al crecimiento. Integración débil en el sistema financiero internacional. Inflación alta. Banco Central con problemas.	República Dominicana, Pakistán, Sri Lanka
CCC	Instituciones políticas débiles y contexto político incierto. Claro y presente riesgo de quiebra. Economía vulnerable a influencias externas con impedimentos al crecimiento. Inflación alta con posibilidad de hiperinflación. Sector financiero débil con problemas de liquidez.	Jamaica, Ecuador, Ucrania

NOTA: Los ratings son los asignados por la agencia de rating Standard & Poor's y vigentes en septiembre 2009.

A los países con la mejor calidad crediticia se les asigna una calificación, o *rating*, «AAA». La escala de calificaciones va desde AAA hasta CCC. Esta última es la peor que puede obtener un país antes de serle asignada la evaluación de «D», que significa que el país está inmerso en una bancarrota. De ésta, por lo general, se sale tras intensas negociaciones para reestructurar la deuda y negociar quitas. Es decir, una remisión o liberación de parte de la deuda que hace el acreedor al deudor.

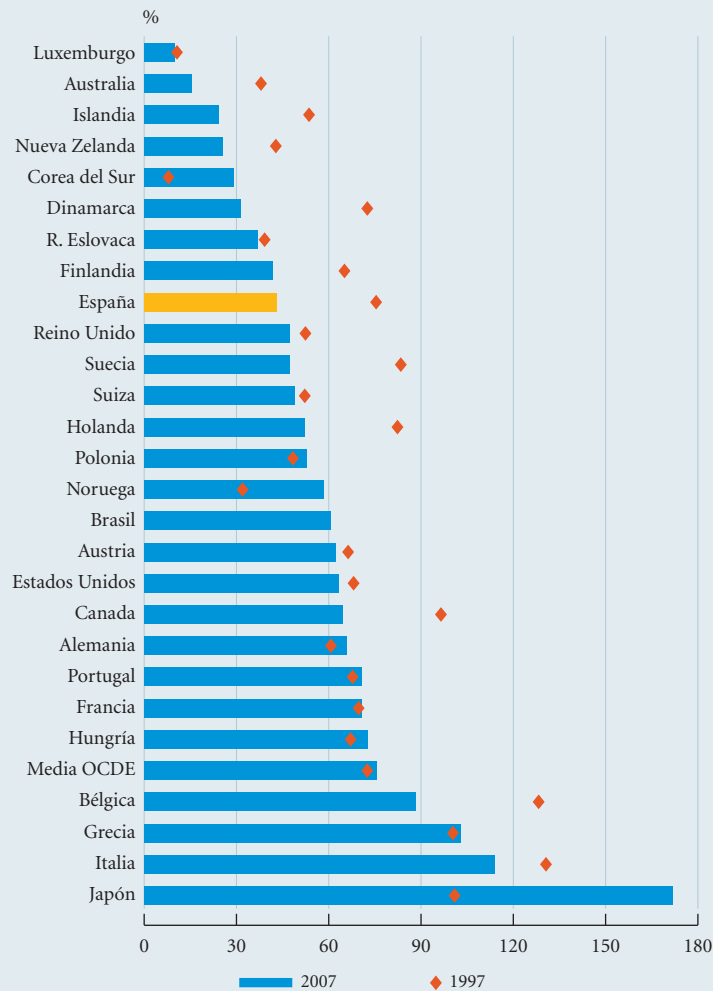
¿Cuáles son los criterios más importantes para decidir cuál es la solidez crediticia de un país? Aunque el análisis comporta un estudio exhaustivo de numerosas características, la mayoría puede englobarse en los siguientes grandes temas: el riesgo político, la estructura económica, las perspectivas de crecimiento, la flexibilidad de las políticas monetaria y fiscal, el *stock* de deuda existente, la liquidez y la deuda externa del país.

En la tabla anterior se hace un resumen de los principales rasgos que deben reunir los países a los que se otorga una determinada calificación. Además, se añaden algunos ejemplos de países actualmente ubicados en cada uno de esos niveles, según la agencia de *rating* Standard & Poor's.

Cuando es posible, estos atributos se expresan cuantitativamente mediante diferentes ratios y mediciones para concretar el perfil crediticio del país. Una de las ratios que suele publicarse con asiduidad es la deuda pública de un país en relación con el PIB del mismo. En el gráfico siguiente están ordenados los países que forman parte de la OCDE con relación a esta ratio. A finales de 2007, la deuda pública de Japón alcanzó el 170% de su PIB, mientras que España no superó el 45%.

ALGUNOS PAÍSES ESTÁN MUY ENDEUDADOS

Deuda pública como porcentaje del PIB



FUENTE: OCDE.

La mayoría de países aprovecharon la bonanza económica de finales de los años noventa para reducir su *stock* de deuda, aunque no todos lo consiguieron. La cuestión es, ¿cuándo está muy endeudado un país y debe considerarse con mayor riesgo crediticio? No existe una respuesta inequívoca. Una guía podría ser el criterio de convergencia para la UME, que impone que esta ratio no debe superar el 60%, aunque sabemos que si un país supera esta cota podría ser admitido, siempre y cuando la senda de la ratio sea descendente y cercana al límite.

Los déficits fiscales elevados y continuados en el tiempo imponen una trayectoria de expansión del endeudamiento público que puede ser insostenible. Por este motivo los organismos supranacionales, como por ejemplo el FMI, la Comisión Europea o el propio Banco Central Europeo (BCE), insisten en su preocupación por los actuales déficits fiscales. Si bien éstos se explican por la intensa recesión global, se emplaza a los diferentes países a

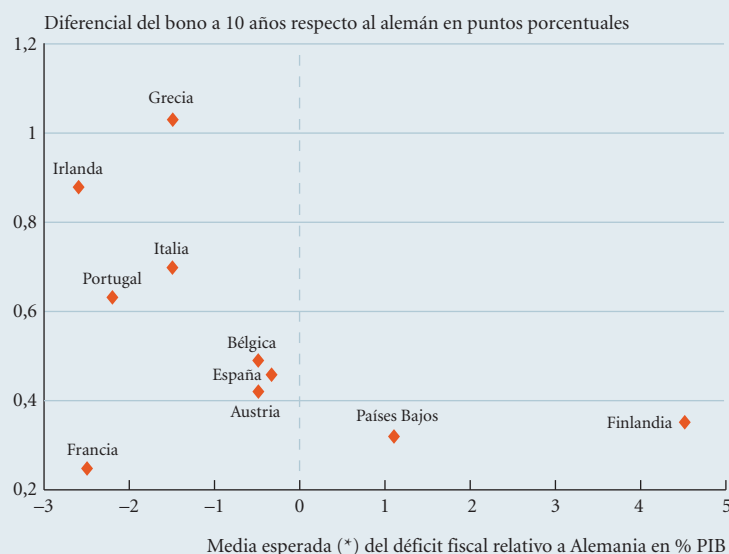
tener en cuenta la sostenibilidad de las finanzas públicas, pues a medio plazo existe el riesgo de un grave deterioro del perfil crediticio.

Pero, los mercados financieros, ¿tienen en cuenta el riesgo de crédito de un país? Sí, naturalmente. Los inversores exigen una mayor rentabilidad a la deuda pública que presenta un riesgo más alto, es decir, un diferencial soberano más alto. En el siguiente gráfico se pone de manifiesto que los inversores actúan coherentemente, exigiendo una mayor recompensa por soportar un riesgo más elevado.

Puede comprobarse que a los bonos de los países que presentan un mayor déficit fiscal relativo con respecto a Alemania se les exige un mayor diferencial de tipo de interés con respecto a los bonos alemanes de mismo vencimiento.

Pero este gráfico sirve para poner de manifiesto que la senda esperada de las finanzas públicas en cada país es más importante que el déficit actual. Por ejemplo, si se compara el caso de Francia con Italia se aprecia que a los bonos italianos se les exige un mayor diferencial a pesar de que Francia tiene actualmente un déficit fiscal relativo superior. La explicación reside en las peores perspectivas para las cuentas italianas, como también queda recogido en las calificaciones otorgadas en la tabla anterior.

DÉFICITS FISCALES Y DIFERENCIALES DE LA DEUDA PÚBLICA



NOTA: (*) Años 2007, 2008 y 2009.
FUENTE: Banco Central Europeo.

Adicionalmente, es muy importante tener presente que el diferencial de tipos de interés exigido a la deuda pública no sólo refleja el riesgo de crédito, sino también el riesgo de liquidez de cada bono. Aquellos mercados de bonos nacionales que tienen una mayor liquidez, es decir, mercados en los que se transaccionan grandes cantidades, y en los que además el volumen emitido de bonos es grande atraen más inversores y por lo tanto tienen diferenciales más bajos.

Precisamente, recientemente el BCE⁽¹⁾ ha publicado los resultados de un estudio según el cual la variable más relevante para explicar los diferenciales soberanos dentro de la UME en los últimos meses de crisis financiera es la diferente liquidez de los mercados nacionales, y no tanto las diferencias en las primas de riesgo crediticio entre países.

En conclusión, los déficits fiscales grandes y persistentes deterioran los *ratings*, que reflejan el perfil crediticio de un país, y aumentan los diferenciales soberanos que ese país debe ofrecer en los mercados de capitales para obtener financiación. En algunos casos la severidad de estos déficits puede incluso conducir al impago de la deuda.

(1) *ECB Monthly Bulletin*, July 2009, «The Determinants of Long-Term Sovereign Bond Yield Spreads in the Euro Area», páginas 71 y 72.

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

Actividad económica

Se atenúa el decrecimiento económico

Las cifras de la contabilidad nacional del segundo trimestre del Instituto Nacional de Estadística confirmaron un decrecimiento económico intertrimestral por quinta vez consecutiva, pero con una moderación en el último periodo. En efecto, en el segundo trimestre de 2009 el producto interior bruto (PIB) bajó el 1,1% en relación con el primer trimestre, pero 5 décimas menos que en el periodo anterior. Esta suavización de la recesión se produjo a consecuencia de la mejora de la coyuntura económica internacional, del efecto expansivo de los estímulos monetarios y fiscales, y de la paulatina

vuelta a la normalidad de los mercados financieros. Este freno de la contracción parece continuar en el tercer trimestre según los indicadores económicos disponibles.

No obstante, el PIB del segundo trimestre bajó el 4,2% con relación al mismo periodo de 2008, la mayor caída de las últimas décadas, aunque fue inferior a la registrada por la Unión Europea, del 4,8% y de la eurozona, del 4,6%. El retroceso del PIB fue debido a la demanda nacional, que detrajo 7,3 puntos, mientras que el sector exterior aportó 3,1 puntos al crecimiento, 2 décimas más que en el trimestre precedente.

La mejora de la coyuntura internacional y el efecto expansivo de los estímulos monetarios y fiscales suavizan la recesión.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	1,7	-4,7	-4,5	-10,3	-12,6	-9,4	-10,7	...
Importación de bienes de consumo (**)	5,1	-7,7	-4,1	-17,2	-9,4	-14,9	-9,1	...
Matriculaciones de automóviles	-1,2	-28,1	-32,5	-46,6	-43,1	-33,7	-10,9	0,0
Crédito al consumo de bienes duraderos	10,0	3,6	3,4	-4,2	-11,9	-14,1	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-13,3	-33,8	-38,0	-45,3	-44,7	-28,0	-20,0	-20,0
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	4,6	-8,8	-8,0	-20,8	-30,5	-24,6	-26,7	...
Importación de bienes de equipo (**)	9,8	-19,6	-15,9	-28,8	-31,3	-35,1	-37,2	...
Matriculación de vehículos industriales	0,3	-43,6	-50,1	-61,3	-52,4	-51,9	-37,8	-27,0
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	7,3	-4,9	-4,1	-19,0	-26,0	-26,8	-18,9	...
Exportaciones	4,2	1,9	7,8	-8,4	-17,9	-14,7	-9,3	...

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

(**) En volumen.

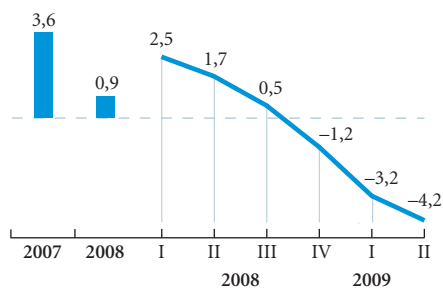
(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

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

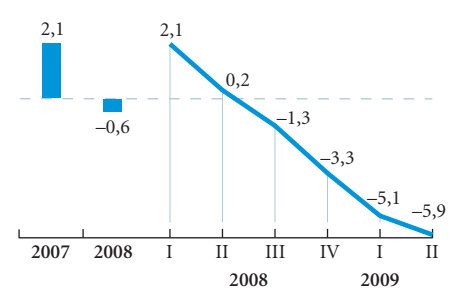
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

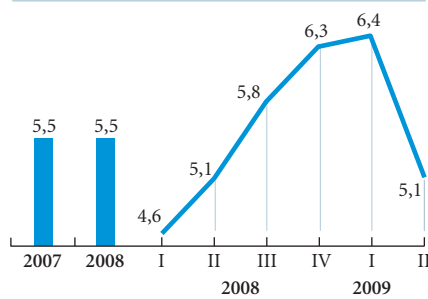
PIB



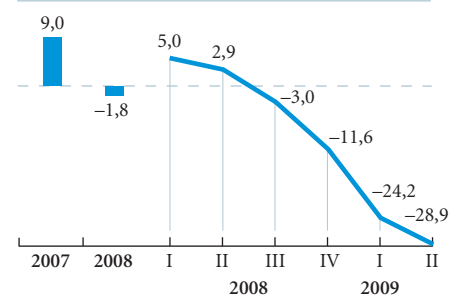
Consumo de los hogares



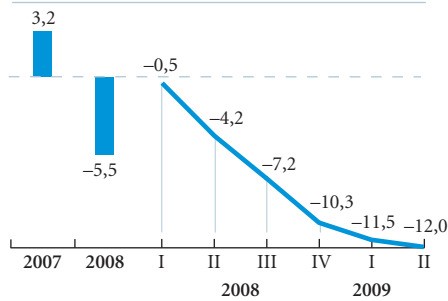
Consumo público



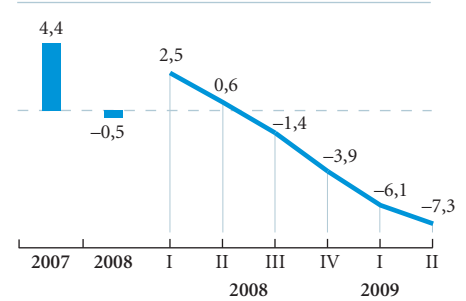
Inversión en bienes de equipo



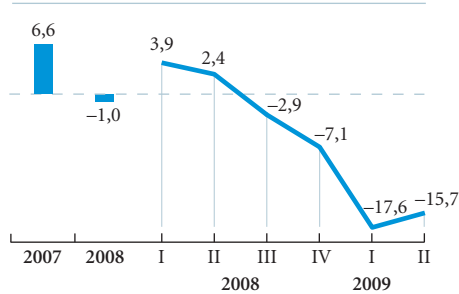
Inversión en construcción



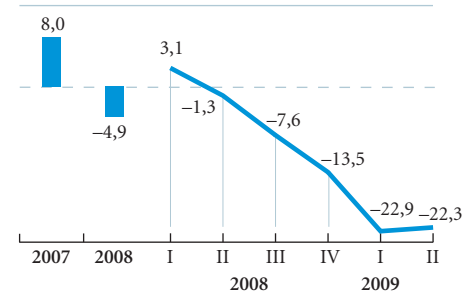
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El consumo de las familias continuó contrayéndose en el segundo trimestre y se redujo el 5,9% respecto a un año antes a consecuencia de menores ingresos salariales debido a un menor empleo, así como por el efecto de la bajada del precio de los activos inmobiliarios, el endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de la propensión al ahorro por el incremento de la incertidumbre ante la escalada del paro. Sin embargo, en términos intertrimestrales se apreció una mo-

deración del descenso del consumo de los hogares, que parece que prosigue en el tercer trimestre.

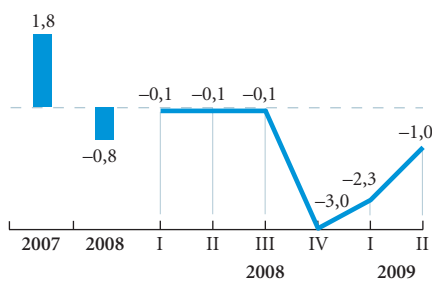
El consumo modera su contracción.

Así, en agosto se interrumpió la caída interanual de las ventas de automóviles después de quince meses de descensos y las compras por parte de los particulares subieron el 19,3%, incentivadas por el Plan 2000-E del Gobierno y la mayor parte de las comunidades autónomas. También las ventas minoristas muestran una

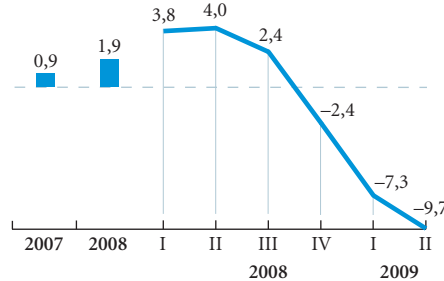
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

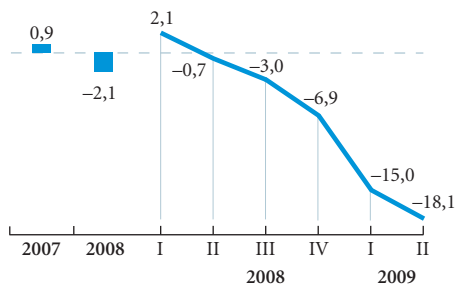
Agricultura



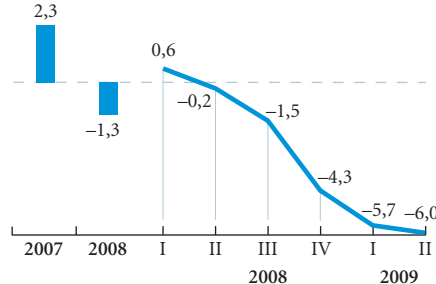
Energía



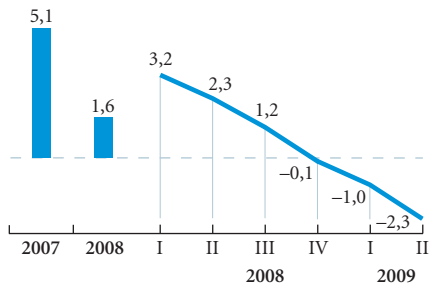
Industria



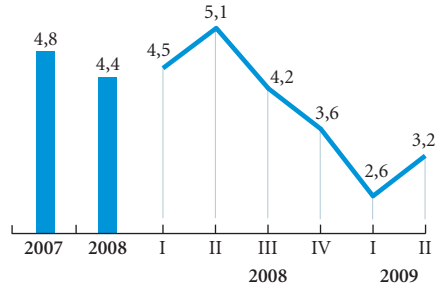
Construcción



Servicios de mercado



Servicios de no mercado



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

La matriculación de vehículos industriales atenúa su caída.

Prosigue el ajuste en la construcción residencial, mientras la obra en infraestructuras crece.

tendencia a una menor contracción y anotaron un descenso interanual del 3,1% en julio. Igualmente, en los primeros meses del tercer trimestre mejoró la confianza de los consumidores, aunque se colocaba en un nivel relativamente bajo.

La inversión también se redujo fuertemente en el segundo trimestre, con un decremento interanual del 17,0%, 1,8 puntos más que en el primer trimestre. El mayor desplome fue el de los bienes de equipo, que bajaron el 28,9% en los últimos doce meses, afectados por una demanda muy débil, menores beneficios empresariales, la incertidumbre sobre las perspectivas

económicas y un descenso de la utilización de la capacidad productiva. No obstante, es previsible que se vaya atenuando el ritmo del retroceso. Así, la matriculación de vehículos industriales bajó un 27,0% interanual en agosto, frente a una caída del 51,9% en el segundo trimestre.

La formación bruta de capital fijo en la construcción también anotó un notable descenso del 12,0% respecto al segundo trimestre de 2008. Este retroceso fue debido a la continuación del ajuste en el sector residencial, dadas las elevadas existencias de viviendas sin vender. En cambio, la obra en infraestructuras subió el 1,2%

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
Industria								
Consumo de electricidad (1)	4,5	0,6	0,9	-3,6	-7,0	-6,5	-2,6	-0,4
Índice de producción industrial (2)	2,0	-7,3	-6,3	-16,6	-22,6	-18,6	-17,4	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-0,3	-18,0	-18,7	-32,7	-36,7	-35,5	-32,0	-27,0
Utilización capacidad productiva (4)	81,3	79,5	79,3	76,9	68,8	69,5	...	68,5
Importación bienes interm. no energ. (5)	8,0	-0,7	-2,1	-18,2	-32,9	-31,1	-21,2	...
Construcción								
Consumo de cemento	0,2	-23,8	-25,2	-38,1	-46,5	-36,0	-32,3	-21,2
Indicador de confianza en la construcción (3)	9,3	-22,6	-23,7	-34,7	-36,7	-35,0	-32,0	-24,0
Viviendas (visados obra nueva)	-24,7	-59,4	-62,4	-60,2	-64,1	-69,5	...	...
Licitación oficial	-15,0	3,0	6,4	12,4	-5,1	-28,2	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	2,3	-6,3	-7,1	-7,7	-6,3	-4,2	-3,1	...
Turistas extranjeros	1,1	-2,4	-5,2	-9,0	-16,3	-8,2	-6,1	...
Ingresos turismo	3,3	-0,4	0,2	-8,0	-14,3	-8,0	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,7	-7,7	-1,7	-23,0	-34,1	-34,9	-43,9	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,0	-3,1	-4,9	-12,7	-18,2	-8,7	-4,8	-5,5
Consumo de gasóleo automoción	5,1	-3,8	-3,7	-7,7	-10,3	-5,1	...	...

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.

con relación al mismo trimestre del año pasado, gracias al plan de obras municipales impulsado por el Gobierno y los proyectos ligados al tren de alta velocidad.

Por lo referente al sector exterior, las exportaciones de bienes y servicios aminoraron su caída interanual en 1,8 puntos, hasta el 15,7%, gracias a la mejor evolución de la demanda, sobre todo de la Unión Europea. Las importaciones de bienes y servicios también se deceleraron en el segundo trimestre, pero menos intensamente que las exportaciones, con un decrecimiento interanual del 22,3%.

Desde la óptica de la oferta, todos los grandes sectores registraron bajas interanuales mayores que en el primer trimestre, salvo las ramas primarias. La industria, afectada por problemas de demanda y de falta de competitividad, anotó un descenso interanual de su valor añadido del 16,8%, 3 puntos más que en el trimestre anterior. Las mayores caídas ocurrieron en los bienes de consumo duradero y en las de los bienes de capital. En los próximos meses probablemente se atenuarán estos altos decrementos, como lo sugiere la mejora de la confianza industrial en julio y agosto, y la aminoración de la reducción del consumo de electricidad. No obstante, las entradas de pedidos siguen siendo muy flojas, por lo que la debilidad del sector secundario persistirá.

El valor añadido de los servicios bajó el 1,1% con relación al segundo trimestre de 2008, 9 décimas más que en el trimestre anterior, a causa de una mayor contracción de los servicios de mercado. No obstante, en julio se contuvo la caída interanual de la cifra de negocios del sector servicios en el 14,3%, siendo el transporte, el comercio y los servicios a empresas las ramas que registraban las mayores bajadas. El turismo también anota una evolución negativa en el verano, pero menos mala que en la primera

parte del ejercicio, gracias a reducciones en los precios.

Respecto a las rentas, la remuneración de los asalariados bajó el 2,6% con relación al segundo trimestre de 2008, 4 décimas más que en el primer trimestre a consecuencia mayormente de la caída del empleo, puesto que la remuneración media por asalariado subió el 4,6%, 3 décimas más que en el trimestre precedente. Por otro lado, el excedente bruto de explotación y la renta mixta bruta se frenaron bruscamente y registraron una tasa de variación anual negativa del 1,6% por primera vez en este ciclo.

La productividad aparente del factor trabajo anotó un incremento interanual del 3,2%, una décima menos que en el trimestre anterior. El mayor avance interanual de la productividad se anotaba en la construcción, del 25,8%, si bien era inferior al del primer trimestre, seguido de las ramas primarias, con el 2,6%. Por el contrario, las ramas energéticas e industriales presentaban retrocesos anuales del 10,7% y del 6,1%, respectivamente. De esta forma, el coste laboral unitario se aceleró hasta el 1,4% y se colocó 1,3 puntos por encima del deflactor del PIB.

La desfavorable coyuntura económica también se refleja en una menor creación de empresas, que a su vez repercute en el deterioro del mercado de trabajo. Así, en julio se constituyeron 6.119 sociedades mercantiles, un 24,3% menos que en el mismo mes de 2008. No obstante, esta caída fue inferior a la acumulada en los siete primeros meses del año.

En cuanto a las perspectivas, esperamos una progresiva mejora de la actividad económica en los próximos trimestres, con la ayuda de la recuperación internacional. Con todo, dada la magnitud de los desequilibrios acumulados probablemente la salida de la recesión será muy gradual.

El turismo anota una evolución negativa en el verano, pero menos que en la primera parte del año.

La productividad frena su avance en el segundo trimestre y el coste laboral unitario se acelera.

Esperamos una progresiva mejora de la actividad económica.

Mercado de trabajo

El número de afiliados en alta laboral a la Seguridad Social cae 1,5 millones desde el máximo de julio de 2007.

El plan de estímulo contribuye a sostener el mercado laboral

El número total de afiliados en alta a la Seguridad Social se cifró en 18.001.310 en promedio mensual en agosto. Esta cantidad supone un descenso interanual del 5,9%. Esta caída, no obstante, es inferior a la de los meses precedentes y casi un punto menos que en el mes de abril. De hecho, la tendencia a la destrucción de empleo medida por la afiliación a la Seguridad Social se ha moderado sensiblemente en los últimos meses, como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

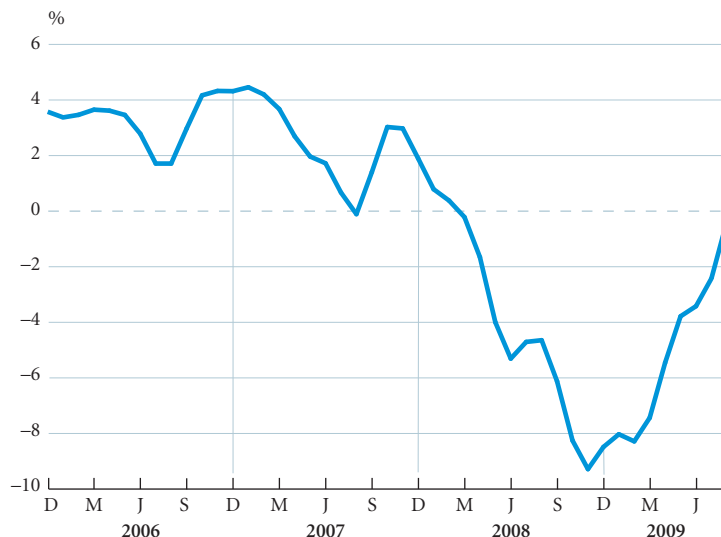
Ello ha sido posible por una relativa suavización de la recesión económica, a lo que ha contribuido el Fondo Estatal de

Inversión Local. Este plan de estímulo económico, impulsado por el Gobierno, se estima que hasta la segunda semana de septiembre había generado más de 400.000 puestos de trabajo, si bien de carácter temporal. No obstante, desde julio de 2007, punto álgido del empleo en España, el número medio de afiliados en alta a la Seguridad Social disminuyó en 1.492.740.

La moderación de la caída de la afiliación se ha notado en todos los sectores, pero especialmente en la construcción, beneficiada directamente por el plan de obras municipales del plan de estímulo económico del Gobierno. Sin embargo, el número de afiliados ocupados en este sector presentaba la mayor bajada interanual,

SE FRENA NOTABLEMENTE LA CAÍDA DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación intermensual anualizada del número total de afiliados en alta a la Seguridad Social (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia de los valores medios mensuales.

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

del 21,7% en agosto, lo que refleja el fuerte ajuste del sector residencial.

Por tipología de empresa, se observa que todas las categorías por tamaño pierden afiliados en los doce últimos meses hasta el final de agosto. No obstante, las mayores caídas ocurren entre las empresas pequeñas. En efecto, las empresas entre 6 y 49 trabajadores de los sectores no agrarios registran descensos de la afiliación en alta de más del 10%, mientras que entre las de más de 1.000 trabajadores no llega al 5%. Con todo, el tramo que anota el menor descenso interanual es el de las microempresas de 1 a 2 trabajadores, con una bajada del 4,8%.

Por sexos, se aprecia que la relativa mejora de los últimos meses ha afectado más a los hombres que a las mujeres, ya que las obras emplean más intensamente perso-

nal masculino. Sin embargo, en el último año la caída de la afiliación de los varones, del 8,0%, es más del doble que la de las féminas, del 3,2%. De este modo, la participación de las mujeres se colocó en el 43,9% del total, 2 décimas por debajo del máximo histórico alcanzado en mayo de 2009.

Por nacionalidades, los afiliados españoles se redujeron el 5,5% en el periodo agosto 2008-agosto 2009. En este mismo lapso temporal los trabajadores extranjeros afiliados disminuyeron el 9,3%.

Los contratos registrados en el Servicio Público de Empleo en el mes de agosto se cifraron en 944.823, con una bajada del 10,0% en relación con el mismo mes del año anterior. Del total, el 7,3% fueron de carácter indefinido, 68.735. Esta cifra representa una caída interanual del 29,6%.

Los mayores descensos de la afiliación se producen entre las pequeñas empresas.

El freno relativo del deterioro del empleo en los últimos meses afecta más a los hombres que a las mujeres.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
Afiliados a la Seguridad Social (1)								
Sector de actividad								
<i>Industria</i>	2,4	-2,1	-2,4	-5,6	-9,3	-11,5	-11,8	-11,5
<i>Construcción</i>	3,6	-10,3	-12,4	-19,5	-25,2	-25,4	-23,0	-21,7
<i>Servicios</i>	3,5	1,7	1,6	-0,2	-2,1	-3,1	-3,2	-2,9
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	3,1	-0,7	-1,1	-3,7	-6,3	-7,0	-6,6	-6,1
<i>No asalariados</i>	2,8	0,4	-0,1	-1,9	-3,9	-5,0	-5,3	-5,3
Total	3,0	-0,5	-0,9	-3,4	-5,8	-6,7	-6,4	-5,9
Población ocupada (2)	3,1	-0,5	-0,8	-3,0	-6,4	-7,2	-	-
Puestos de trabajo (3)	2,8	-0,6	-1,0	-3,2	-6,3	-7,1	-	-
Contratos registrados (4)								
Indefinidos	2,0	-14,3	-13,8	-26,0	-35,4	-35,3	-30,7	-29,6
Temporales	0,3	-10,4	-9,4	-17,9	-23,9	-17,8	-11,9	-8,0
Total	0,5	-10,9	-9,9	-18,9	-25,4	-19,9	-13,7	-10,0

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el INEM.

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

En los últimos doce meses se reduce más la afiliación entre la población extranjera.

Con todo, estas tasas suponen una mejora respecto al conjunto de los ocho primeros meses del ejercicio.

rior a la anotada en los meses anteriores. En los últimos dos años el número de parados registrados se elevó en 1.600.784 personas.

Repunte del paro registrado en agosto

Después de tres meses de descensos, el número de parados registrados en el Servicio Público de Empleo volvió a aumentar en agosto. El incremento mensual en 84.985 personas situó el total en 3.629.080. Este ascenso fue debido en parte a razones estacionales como la terminación de contratos de temporada y nuevas incorporaciones al mercado de trabajo, pero también influyó una menor contratación a causa, especialmente, de un menor nivel de actividad del sector turístico. Así, la serie desestacionalizada permite apreciar una cierta aceleración del paro registrado en agosto, aunque la tasa de variación interanual, del 43,4%, fue infe-

La escalada del paro en España motivó que la tasa de paro desestacionalizada se situase en el 18,5% en julio, según cálculos de Eurostat. Esta tasa supone la cota máxima de la Unión Europea y dobla a la media. La tímida mejora de la situación económica no permite prever una corrección del paro hasta dentro de bastantes trimestres. En este sentido, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico predijo recientemente que la tasa de desempleo podría acercarse al 20% en 2010. En este marco, el Gobierno anunció que extendería la ayuda de 422 euros a los parados que hubiesen agotado sus prestaciones de desempleo desde enero de 2009, cuando inicialmente estaba aprobado sólo desde agosto.

La tasa de paro dobla a la media de la Unión Europea en julio y presenta una tendencia ascendente.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Agosto 2009

	Parados	Variación sobre diciembre 2008		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	95.018	19.007	25,0	31.973	50,7	2,6
Industria	488.917	75.492	18,3	155.674	46,7	13,5
Construcción	709.362	51.926	7,9	226.365	46,9	19,5
Servicios	2.075.678	285.403	15,9	602.911	40,9	57,2
Primer empleo	260.105	68.289	35,6	82.156	46,2	7,2
Por sexos						
Hombres	1.817.405	240.938	15,3	655.214	56,4	50,1
Mujeres	1.811.675	259.179	16,7	443.865	32,5	49,9
Por edades						
Menores de 25 años	413.798	28.668	7,4	124.266	42,9	11,4
Resto de edades	3.215.282	471.449	17,2	974.813	43,5	88,6
TOTAL	3.629.080	500.117	16,0	1.099.079	43,4	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Escasa moderación de los costes laborales de las empresas

El incremento salarial pactado en los convenios efectuados hasta el mes de agosto sin incluir las cláusulas de revisión salarial fue del 2,7%. Esta tasa fue inferior al 3,6% anotado en 2008, pero bajó bastante menos que la caída de la inflación en el último periodo y se situó en un nivel sensiblemente superior al objetivo de inflación del Banco Central Europeo, del 2%.

Por otro lado, el coste laboral de las empresas subió el 3,9% en el segundo trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, según la encuesta trimestral de coste laboral del Instituto Nacional de Estadística. Esta tasa sólo es

muy livianamente inferior a la anotada en el primer trimestre. Los costes salariales totales aumentaron el 4,1% respecto al segundo trimestre de 2008, 1,2 puntos más que en el trimestre anterior. No obstante, los costes salariales ordinarios, que excluyen los pagos extraordinarios y atrasados, se elevaron el 3,4% interanual hasta 1.607 euros por trabajador y mes.

El salario ordinario se ralentizó en todos los sectores, si bien con desigual intensidad. La mayor deceleración tuvo lugar en la industria, sometida a mayores presiones competitivas, en la que los costes salariales ordinarios aumentaron el 1,7% en relación con el segundo trimestre de 2008, influidos por un incremento de los expedientes de regulación de empleo.

Los costes salariales ordinarios se elevan el 3,4% interanual hasta 1.607 euros por trabajador y mes.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

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

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

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

Precios

El índice de precios de consumo sigue en territorio negativo.

Se modera la caída de los precios

Tal como se esperaba, en agosto se interrumpió la tendencia descendente de la tasa de variación anual del índice de precios de consumo (IPC) iniciada doce meses antes. En efecto, esta tasa repuntó en agosto después de que el IPC hubiese anotado la mayor caída interanual de las últimas décadas en julio. La tasa del IPC continuó siendo negativa en agosto, del 0,8%, pero 6 décimas menos que en el mes anterior.

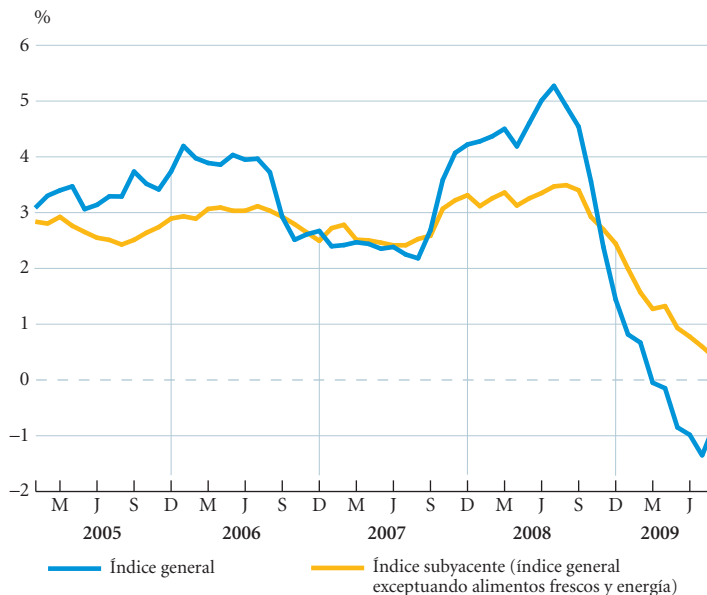
Este giro se explica básicamente por los vaivenes de los precios del petróleo y otras materias primas en el último periodo. Así, los carburantes y combustibles contribuyeron con 7 décimas al aumento

de la tasa interanual del IPC en agosto al pasar de un descenso anual del 22,5% en julio al 15,6%.

No obstante, el núcleo más estable de la evolución de los precios, la denominada inflación subyacente, que excluye a los alimentos no elaborados y a los productos energéticos, continuó descendiendo, 2 décimas en agosto, hasta el 0,4%. Esta senda refleja en parte la transmisión de la pasada baja de los precios de las materias primas, pero también las presiones bajistas derivadas de la contracción del consumo al rebajar o moderar los precios las empresas para impulsar las ventas. Esto también se refleja en el deflactor del producto interior bruto, que en el segundo trimestre sólo aumentó un 0,1% interanual.

LA INFLACIÓN SUBYACENTE DESCIENDE HASTA EL 0,4%, NUEVO MÍNIMO

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Volviendo a la inflación subyacente, todos sus principales componentes disminuyeron en agosto, si bien únicamente los bienes industriales no energéticos presentaban un signo negativo. Éstos acentuaron su abaratamiento hasta el 1,8% anual y aportaron una décima ne-

gativa a la variación interanual del IPC. Esta caída fue debida, además de a la debilidad del consumo, a la fuerte competencia en los mercados internacionales. Así, la temporada de rebajas finalizó con recortes un poco más intensos que doce meses antes y el vestido y el calzado mos-

Persisten las presiones bajistas de fondo derivadas de la contracción del consumo y la inflación subyacente desciende hasta el 0,4%.

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	0,3	-0,2	-0,8
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.

REPUNTE DE LOS PRECIOS DE LOS CARBURANTES Y COMBUSTIBLES

Variación interanual del índice de precios de los carburantes y combustibles



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La inflación en los servicios también se modera.

traban un decremento interanual del 2,2%. Por su parte, los precios de los automóviles presentaban un descenso interanual del 5,8%, 1,6 puntos más que en julio.

Los servicios, aunque están más resguardados de la competencia, no pudieron sustraerse a los efectos de la reducción de la demanda y sus precios siguieron desacelerándose hasta un 1,9% anual en agosto, la menor tasa de las últimas décadas. El viaje organizado subió menos que en agosto de 2008, con lo que bajó el

2,7% en relación con el mismo mes del año anterior.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea evolucionó de manera similar que el IPC y anotó igualmente una caída interanual del 0,8% en agosto. De esta manera, el diferencial negativo con la eurozona continuó estrechándose hasta 0,6 puntos porcentuales, tres décimas menos que el récord de mayo, a consecuencia del mayor peso de los carburantes en la cesta de compra española y de menores impuestos sobre los

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Agosto

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,0	0,1	0,2	2,1	-2,4	6,8	-2,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	125,9	0,0	0,1	3,6	12,7	4,0	13,0
Vestido y calzado	92,2	-0,7	-0,8	-12,9	-15,3	0,4	-2,2
Vivienda	112,0	-0,3	0,2	6,5	0,4	7,9	-0,2
Menaje	106,5	0,0	0,1	1,2	-0,1	2,5	1,3
Medicina	97,3	0,0	0,0	0,1	-1,5	0,5	-1,3
Transporte	104,2	-2,3	1,1	5,7	4,8	8,6	-6,4
Comunicaciones	99,4	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,1	-0,8
Ocio y cultura	100,4	1,4	0,6	2,1	0,7	0,2	-1,1
Enseñanza	111,7	0,0	0,0	0,4	0,2	3,9	3,8
Hoteles, cafés y restaurantes	113,7	0,8	0,9	5,5	2,9	4,9	1,5
Otros	109,3	0,0	0,1	3,0	1,6	3,5	2,2
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	111,8	0,2	0,1	2,9	0,7	7,6	0,8
Alimentos sin elaboración	106,7	0,0	0,2	0,9	-3,1	4,2	-2,5
Conjunto no alimentario	105,6	-0,3	0,4	2,0	-0,1	4,4	-1,0
Bienes industriales	100,0	-1,2	0,4	0,0	-2,4	4,7	-3,8
<i>Productos energéticos</i>	107,7	-3,9	2,5	11,6	8,0	17,6	-10,2
<i>Carburantes y combustibles</i>	102,9	-5,1	3,3	12,0	8,5	20,0	-15,6
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	97,0	-0,2	-0,5	-3,9	-6,0	0,5	-1,8
Servicios	111,5	0,6	0,5	4,1	2,3	4,0	1,9
Índice subyacente (**)	106,3	0,3	0,1	1,0	-1,0	3,5	0,4
ÍNDICE GENERAL	106,7	-0,2	0,3	2,1	-0,2	4,9	-0,8

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

hidrocarburos, que amplifican el impacto de las subidas del precio de éstos.

En cuanto a las perspectivas de la evolución de los precios, si bien la tendencia descendente de la inflación subyacente puede continuar, en los próximos meses prevalecerá el efecto de la subida de los combustibles. De esta forma, es previsible que la variación anual será cada vez menos negativa y que hacia el final del ejercicio volverá a terreno positivo.

Los precios mayoristas registran caídas récord

Los precios industriales intensificaron su tendencia bajista y anotaron en julio el

mayor descenso interanual de las últimas décadas, del 6,7%. Esta evolución reflejó la senda de los precios de las materias primas y especialmente del petróleo, que en julio de 2008 marcó un récord.

Mayor todavía fue la disminución de los precios de importación, que marcaron en julio un decremento interanual del 11,2%, a lo que contribuyó una apreciación del euro en los últimos doce meses. Por su parte, los precios agrarios en origen se derrumbaron y registraron una caída interanual del 17,2% en junio. Todos sus principales componentes mostraban descensos interanuales, si bien la mayor caída correspondía a los productos agrícolas, del 24,7%.

La inflación volverá a situarse en terreno positivo hacia el final del ejercicio.

Los precios agrarios en origen se derrumban.

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											
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	2,6
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	1,7
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	-3,2	-1,9	-5,6	3,0	2,6	-1,2	1,3
Marzo	-7,1	-2,5	-0,4	1,3	-4,3	-5,0	-6,9	2,6	3,1	-2,7	-
Abril	-7,7	-3,4	-0,8	1,2	-5,5	-6,8	-7,4	2,5	3,1	-3,6	-
Mayo	-14,3	-4,4	-1,1	1,1	-6,3	-9,8	-9,9	1,8	2,5	-5,4	0,1
Junio	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,8	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-
Julio	...	-6,7	-1,2	0,5	-7,8	-16,0	-11,2	2,1	2,3	-7,0	-

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

(**) Excepto energía.

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

Sector exterior

El déficit de la balanza corriente se reduce un 42% en la primera mitad de 2009 impulsado por la balanza de bienes.

La necesidad de financiación se reduce hasta el 6,0% del PIB en el primer semestre.

La balanza comercial continúa reduciendo el déficit corriente

La caída de la demanda interna española en el mes de junio es una de las principales razones de la intensa reducción de las importaciones en dicho mes. Fruto de ello, el déficit de la balanza de bienes disminuyó un 64,8% interanual respecto a junio del 2008 y elevó hasta el 54,6% la contracción del saldo acumulado en el primer semestre respecto al de la primera mitad del año anterior.

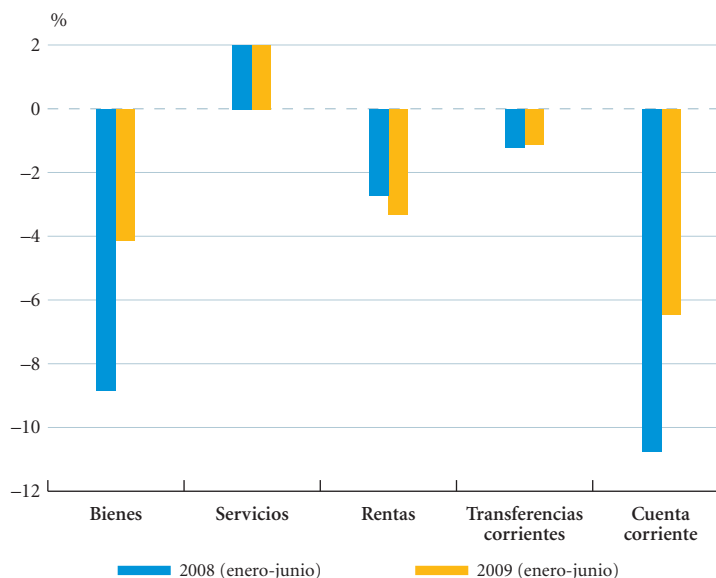
Esta importante mejora del saldo comercial, junto al registrado en la cuenta de transferencias corrientes, compensó con creces el deterioro del déficit de la balanza de rentas, que fue motivado por el pago

de intereses del creciente endeudamiento de la economía con el exterior. Además, la balanza de servicios registró una caída del superávit del 0,5% en el primer semestre, fruto de la reducción de los ingresos por turismo y viajes, que se redujeron un 10,8%. Como consecuencia, el desequilibrio por cuenta corriente alcanzó en este periodo los 34.072 millones de euros, un 41,8% por debajo del registrado en la primera mitad de 2008.

El gráfico siguiente refleja la contracción del déficit corriente, que en el primer semestre de 2009 representaba el 6,4% del producto interior bruto (PIB) español, un nivel similar al del primer semestre de 2004, y más de cuatro puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado un año

EL DÉFICIT CORRIENTE SE CONTRAE FUERTEMENTE EN LA PRIMERA MITAD DE 2009

Saldos acumulados en el primer semestre del año en proporción al PIB del mismo periodo



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

atrás. La mejora del déficit corriente compensó con creces la reducción del superávit de la cuenta de capital, que contabiliza las transferencias de capital procedentes de la Unión Europea. Así, la necesidad de financiación exterior de la economía española cayó un 41,9% interanual en la primera mitad, situándose en un 6,0% del PIB. Las previsiones sobre la necesidad de financiación apuntan hacia el mantenimiento de esta tendencia durante los próximos meses, aunque a una velocidad menor.

Esta disminución de la necesidad de financiación redujo las entradas de capital extranjero durante el primer semestre de 2009 en 18.802 millones de euros. La partida más afectada fue la inversión a corto plazo, que representó dos terceras partes de esta contracción en este periodo, aun-

que continuó siendo la principal fuente de captación de fondos. Sin embargo, en los últimos meses se ha empezado a observar cierto cambio en la composición de la financiación. De este modo, en junio, la inversión directa se convirtió en la principal vía de entrada neta de capital, en detrimento de la inversión en cartera y la financiación a corto plazo.

Por otro lado, la cobertura de la necesidad de financiación a través del aumento de los pasivos del Banco de España está perdiendo peso. Así, se observa una reducción de este recurso en un 47,6% durante el primer semestre del año. Esta disminución responde a una menor utilización de las subastas de liquidez del Eurosistema, gracias a la relajación de las condiciones de liquidez en el sistema financiero.

La financiación a corto plazo pierde peso.

BALANZA DE PAGOS

Junio 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	-21.820	-54,6	-61.371	35.586	-36,7
Servicios					
<i>Turismo</i>	11.000	-7,9	27.120	-1.009	-3,6
<i>Otros servicios</i>	-330	-73,1	-905	2.084	-69,7
Total	10.670	-0,5	26.215	1.075	4,3
Rentas	-17.337	16,6	-36.246	-3.377	10,3
Transferencias	-5.585	-11,5	-8.512	399	-4,5
Total	-34.072	-41,8	-79.913	33.683	-29,7
Cuenta de capital	2.179	-41,5	3.962	-2.584	-39,5
Balanza financiera					
Inversiones directas	-798	-	-15.511	-58	0,4
Inversiones de cartera	1.227	-	6.530	12	0,2
Otras inversiones	25.126	-34,0	55.513	-16.446	-22,9
Total	25.555	-42,4	46.533	-16.492	-26,2
Errores y omisiones	598	-	4.507	5.160	-
Variación de activos del Banco de España	5.740	-47,6	24.912	-19.768	-44,2

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

Se anuncian subidas de impuestos para frenar la escalada del déficit público

primeros siete meses del año. Esta tasa se coloca en el 12,3% corrigiendo por el adelanto de devoluciones, mayores aplazamientos y por distintos cambios normativos.

Los ingresos por impuestos directos anotaron una bajada interanual del 14,0%. La principal figura, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), cayó el 12,9%. En términos ajustados esta disminución se sitúa en el 8,2%. Las retenciones del trabajo retrocedieron el 4,6%, reflejando la caída de la masa salarial, y las del capital mobiliario disminuyeron el 2,3% por menores dividendos e intereses bancarios. Las retenciones sobre arrendamientos y las ganancias de los fondos de inversión bajaron el 2,9% y el

La recesión económica y las medidas de estímulo para paliar la crisis impactan negativamente en las cuentas públicas.

La coyuntura recesiva continúa impactando adversamente en las cuentas del Estado al disminuir las bases imponibles de los impuestos. Además, también influyen las medidas de estímulo económico decididas por el Gobierno para paliar la crisis. De este modo, los ingresos no financieros del Estado acumulados hasta julio descendieron el 16,9% en relación con el mismo periodo del año anterior. Esta caída se reduce hasta el 12,7% en términos homogéneos, o sea, ajustando por los desfases temporales en ingresos y devoluciones.

La recaudación impositiva total registró un descenso interanual del 20,2% en los

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Julio 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	11.405	2,4	57.757	-24,8
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	10.486	11,2	39.762	-12,9
Impuesto de sociedades	1.376	-26,9	6.924	-25,2
IVA	3.800	-37,7	22.432	-36,1
Impuestos especiales	1.713	8,5	10.851	-3,0
Resto	2.088	8,6	14.409	16,5
Total	19.463	-6,9	94.378	-16,9
Pagos no financieros	25.532	30,1	108.703	24,5
Saldo de caja	-14.127	66,4	-50.946	382,8
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-11.080	108,6	-49.687	401,3

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.

46,5%, respectivamente. Por su parte, el impuesto de sociedades se contrajo el 25,2%, como consecuencia mayormente de la desaceleración de los beneficios empresariales.

Los impuestos indirectos totales se redujeron el 27,5%. La mayor aportación, la del impuesto sobre el valor añadido (IVA), bajó el 36,1%. No obstante, si se descuenta el efecto del adelanto de las devoluciones, la ampliación del sistema de devolución mensual y los mayores aplazamientos, esta disminución se modera al 16,9%. Por su parte, los impuestos especiales aminoraron su descenso hasta el 3,0% gracias a la subida de tipos en los impuestos sobre labores del tabaco e hidrocarburos aprobada en junio, así como al relanzamiento del consumo de carburantes y electricidad.

Por su parte, los pagos continuaron acelerándose hasta suponer 108.703 millones de euros en el periodo enero-julio, con un incremento interanual del 24,5%. Los derivados de operaciones corrientes subieron el 18,2%, mientras que las operaciones de capital se elevaron el 77,3%.

Respecto a los pagos corrientes, los gastos de personal ascendieron el 4,8%, los corrientes el 2,7% y los financieros el 12,4%. No obstante, la partida que creció más fueron las transferencias corrientes, con un alza interanual del 24,5%. A este aumento contribuyeron los 9.508 millones de euros canalizados al Servicio Público de Empleo Estatal para atender principalmente las prestaciones a los parados.

Dentro de las operaciones de capital, las inversiones reales se elevaron ligeramente, el 0,6%, gracias a los pagos del Minis-

terio de Fomento. Las transferencias de capital casi se triplicaron debido sobre todo a una dotación de 5.500 millones de euros al Fondo Estatal de Inversión Local para efectuar obras municipales.

Como consecuencia de que los pagos casi duplicaron a los ingresos, se generó un déficit de caja acumulado del Estado de 50.946 millones de euros, casi el quíntuplo del mismo periodo de 2008. Por otra parte, las operaciones netas sobre activos financieros se incrementaron en 10.583 millones de euros, a causa mayormente de un pago de 9.500 millones de euros al Fondo de Adquisición de Activos Financieros y de otro de 2.250 millones de euros al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria. De esta forma, la necesidad de endeudamiento se elevó a 61.529 millones de euros, nueve veces más que en el mismo periodo del año precedente. En términos de contabilidad nacional, es decir, atendiendo al criterio de derechos y obligaciones generados, se contabilizó una necesidad de financiación equivalente al 4,7% del producto interior bruto, frente a un déficit del 0,9% en los siete primeros meses del año pasado.

Dada la tendencia creciente del déficit público y el compromiso de reconducirlo gradualmente, el ejecutivo ha avanzado que en el marco de los Presupuestos Generales del Estado para 2010 se preparan subidas de impuestos y recortes del gasto. Las elevaciones de los impuestos podrían suponer algo más de 10.000 millones más de ingresos y provenir de la eliminación de la deducción de 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, del incremento de la imposición indirecta y del alza de los impuestos sobre las rentas del capital.

La menor masa salarial y los inferiores dividendos y beneficios empresariales disminuyen los impuestos directos.

Los impuestos especiales aminoran su caída debido al alza de tipos de junio.

En 2010 se eliminará la deducción de los 400 euros y se elevará la imposición indirecta y sobre las rentas del capital.

Ahorro y financiación

La financiación a las empresas y familias se ralentiza por la debilidad de la demanda y el endurecimiento de las condiciones financieras.

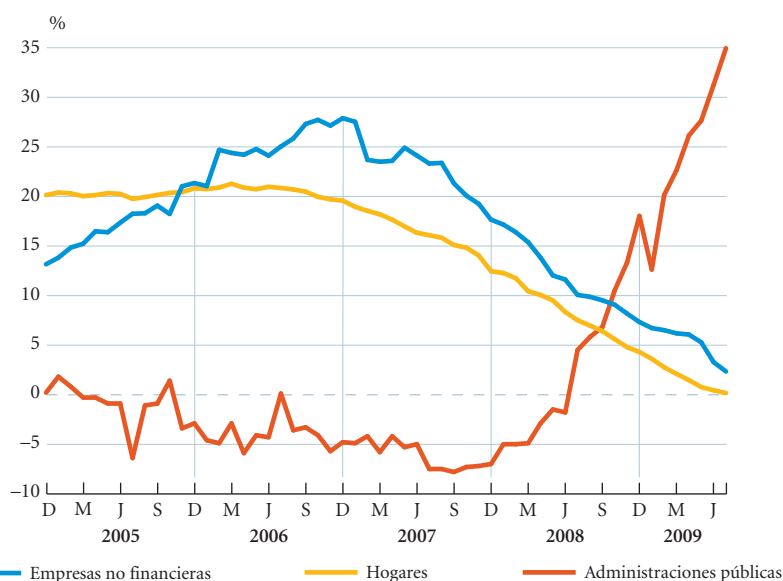
Prosigue la moderación de la financiación al sector privado

La debilidad de la demanda de crédito debido a la recesión económica y el endurecimiento de las condiciones financieras al aplicarse una política de gestión del riesgo más prudente motivan que la financiación al sector privado continúe desacelerándose. Así, el mes de julio presentó un crecimiento interanual de sólo el 1,5% frente a un 9,1% doce meses antes, según datos del Banco de España. De este modo, ha proseguido el proceso de ajuste de los balances de las empresas y familias, que habían alcanzado niveles de endeudamiento excesivamente elevados durante la fase alcista del ciclo económico.

La financiación a las empresas no financieras, continuó ralentizándose en julio hasta un crecimiento interanual del 2,4%, 5 puntos menos que en diciembre de 2008. Cabe señalar que por primera vez en este ciclo el saldo de los préstamos de entidades de crédito residentes, incluyendo a los préstamos titulizados fuera del balance, se colocó por debajo del nivel de un año antes. Por el contrario, las emisiones de renta fija recibieron un fuerte impulso al mejorar sensiblemente las condiciones de los mercados financieros, con un aumento interanual del 26,2%. Los préstamos del exterior continuaron decelerándose hasta un incremento interanual del 7,6%, pero su contribución a la variación total, del 1,8%, superaba a la de los otros componentes.

LA FINANCIACIÓN A LAS FAMILIAS SE ESTANCA, MIENTRAS SE ACELERA EN EL SECTOR PÚBLICO

Tasa de variación interanual de la financiación a los sectores no financieros residentes



FUENTE: Banco de España.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Julio 2009

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.215.681	2.039	31.039	1,5	85,2
Empresas no financieras	1.309.820	6.723	32.386	2,4	50,4
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	936.146	-17.989	-4.949	-0,2	36,0
<i>Valores distintos de acciones</i>	49.881	8.804	10.345	26,2	1,9
<i>Préstamos del exterior</i>	323.793	15.907	26.991	7,6	12,5
Hogares (4)	905.861	-4.684	-1.347	0,2	34,8
Préstamos para la vivienda (3)	671.692	-1.462	3.924	0,7	25,8
Otros (3)	231.502	-3.505	-5.630	-1,3	8,9
Préstamos del exterior	2.667	283	358	15,5	0,1
Administraciones públicas	384.552	54.185	99.701	35,0	14,8
TOTAL	2.600.233	56.224	130.741	5,4	100,0

NOTA: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La desaceleración del crédito afecta a todos los sectores productivos. Con datos que alcanzan hasta junio se aprecia, no obstante, que la intensidad de ésta ha sido desigual en los doce últimos meses. Se produjeron caídas del crédito en la construcción, del 13,4%, y en el sector primario, del 7,8%. En la industria el saldo crediticio registró un alza interanual del 7,1% y en los servicios del 4,3%. Respecto a las actividades inmobiliarias, su tasa de variación interanual pasó del 50,6% al final del 2006 a un 3,7% en junio de 2008.

El proceso de reducción del nivel de endeudamiento de las familias continuó en julio hasta el punto de que el saldo de su financiación prácticamente se estancó al anotar un ligero crecimiento anual del 0,2% sobre el mismo mes del año pasado. Los préstamos para la compra de vivienda continuaron desacelerándose hasta mostrar un escaso aumento anual del 0,7%. No obstante, en junio el número de hipotecas sobre viviendas registró un decremento

anual del 10,8% frente a una caída del 31,4% en el primer semestre, de acuerdo con cifras del Instituto Nacional de Estadística. Esto fue propiciado por la bajada de los precios de las casas y de los tipos de interés. El importe medio de las hipotecas se situaba en 117.843 euros, el 17,0% menos que un año antes.

El resto de la financiación a los particulares intensificó su caída hasta el 1,3% interanual en julio. Ésta se debe principalmente al retroceso del crédito para la compra de bienes de consumo duradero, como automóviles, motos, electrodomésticos, muebles, etc., que anotaron un descenso interanual del 14,1% en los últimos doce meses hasta junio.

Por lo referente a la morosidad, en julio la tasa de dudosa del conjunto de las entidades crediticias reemprendió la senda alcista y se colocó en el 4,7%. La tasa de morosidad es bastante distinta según los distintos prestatarios y productos. Así, con

La desaceleración del crédito afecta a todos los sectores productivos, especialmente a la construcción.

Desplome del crédito para la compra de bienes de consumo duradero.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Segundo trimestre de 2009

	Saldo (*)	Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%
Financiación de actividades productivas					
Agricultura, ganadería y pesca	23.732	-2.512	-9,6	-1.995	-7,8
Industria	158.800	2.659	1,7	10.583	7,1
Construcción	134.690	-17.158	-11,3	-20.910	-13,4
Servicios	690.271	7.555	1,1	28.509	4,3
Total	1.007.492	-9.456	-0,9	16.185	1,6
Financiación a personas físicas					
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	651.564	-3.581	-0,5	11.317	1,8
Adquisición de bienes de consumo duradero	49.583	-4.593	-8,5	-8.143	-14,1
Otras financiaciones	113.922	3.830	3,5	-5.179	-4,3
Total	815.068	-4.344	-0,5	-2.006	-0,2
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	5.382	-709	-11,6	-570	-9,6
Resto sin clasificar	33.063	5.632	20,5	9.223	38,7
TOTAL	1.861.005	-8.877	-0,5	22.831	1,2

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La tasa de morosidad de los promotores inmobiliarios y de las constructoras sube hasta el 8%.

datos que alcanzan hasta junio se constata que la tasa de dudosidad de las hipotecas para la compra de vivienda por parte de los particulares se situaba en el 3,0% y la de los préstamos para la adquisición de bienes de consumo duradero era del 7,6%. La correspondiente a las constructoras se colocaba en el 7,8% y la de los promotores inmobiliarios ascendía al 8,2%. Cabe señalar que los dudosos de las actividades inmobiliarias suponían el 31,0% del total.

En cuanto a la financiación a las administraciones públicas, continuó acelerándose, con un alza interanual del 35,0% en julio, con una fuerte expansión tanto de los valores a corto como a medio y largo plazo. Sin embargo, sólo compensó parcialmente el ajuste del sector privado, de manera que la financiación total a los sectores no financieros residentes siguió aminorando su ritmo de crecimiento hasta el 5,4% interanual en julio, 3,1 puntos menos que un año antes.

Los tipos de interés bancarios continúan bajando.

Respecto a los tipos de interés, el euríbor a un año, usado ampliamente como referencia, marcó un nuevo mínimo histórico del 1,33% en promedio mensual en agosto, situándose 399 puntos básicos por debajo de doce meses antes, reflejando los recortes efectuados por el Banco Central Europeo en este periodo y una disminución de la prima de riesgo en el mercado interbancario. En las primeras semanas de septiembre el euríbor a doce meses ha proseguido suavemente la tendencia descendente hasta el entorno del 1,25%.

Por su parte, los tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios continuaron bajando, y en promedio se colocaron en el 3,66% en julio, 271 puntos básicos por debajo del mismo mes del año precedente. La inferior disminución respecto al euríbor a doce meses se explica por el aumento de la prima de riesgo a consecuencia del fuerte incremento de la morosidad.

Los fondos de inversión mobiliaria vuelven a registrar entradas netas

Las retribuciones de los depósitos del sector privado disminuyeron muy livianamente en julio en promedio y se colocaron en el 1,40%. De hecho, los tipos de interés de los depósitos a plazo de los particulares subieron levemente 3 centésimas hasta el 2,37%, si bien mostraban un decremento interanual de 242 puntos básicos, menos que la bajada de los tipos crediticios.

En este entorno, los depósitos del sector privado en las entidades crediticias siguieron aminorando su expansión hasta el 7,1% interanual en julio. No obstante, las cuentas a la vista se aceleraron con un crecimiento anual del 6,2% al aumentar la preferencia por la liquidez de los ahorradores ante una mayor incertidumbre por la crisis económica y también por haber disminuido el diferencial de tipos de interés con las imposiciones a plazo.

El menor atractivo de los depósitos bancarios después del descenso de sus remuneraciones y la mejora de los mercados financieros motivaron que las participaciones de los fondos de inversión recuperasen el favor de los ahorradores. De esta forma, en agosto se registraron suscrip-

ciones netas por valor de 282 millones de euros, las primeras positivas desde abril de 2007. El mayor aflujo de fondos se dirigió hacia la renta fija euro a corto plazo, por un importe de 331 millones de euros, lo que sugiere la persistencia de la aversión al riesgo.

Prácticamente todas las categorías de fondos anotaron rentabilidades mensuales positivas en agosto. Sobre diciembre el rendimiento promedio se colocó en el 3,56%, con espectaculares ganancias del 46,0% de la renta variable internacional de los países emergentes y del 24,3% de la renta variable nacional. La rentabilidad media anual se situó en el 0,6%. El rendimiento promedio de los últimos dieciocho años se colocaba en el 4,1%, superando a la inflación del periodo.

Por otra parte, el volumen total de primas del seguro directo ascendió el 1,6% en el primer semestre de 2009 con relación al mismo periodo del año anterior. El ramo de vida subió el 7,6%, mientras que el resto bajó el 3,1%. El mayor descenso fue experimentado por los automóviles, que cayeron el 7,0%, afectados por un descenso de las ventas. En cambio, la salud aumentó el 5,2% y los multirriesgos se elevaron el 2,7%.

Espectaculares ganancias sobre diciembre de algunos fondos de inversión mobiliaria de renta variable.

Notable alza del volumen de primas de vida del seguro directo en el primer semestre.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Julio 2009

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista	255.382	10.570	4,3	14.982	6,2	18,0	
De ahorro	198.214	18.437	10,3	18.018	10,0	13,9	
A plazo	734.255	4.983	0,7	56.240	8,3	51,6	
En moneda extranjera	25.016	-4.302	-14,7	-8.876	-26,2	1,8	
Total depósitos	1.212.868	29.689	2,5	80.364	7,1	85,3	
Resto del pasivo (*)	209.493	-39.137	-15,7	-42.365	-16,8	14,7	
TOTAL	1.422.360	-9.448	-0,7	37.998	2,7	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.

¿Secuestrados por el rescate financiero?

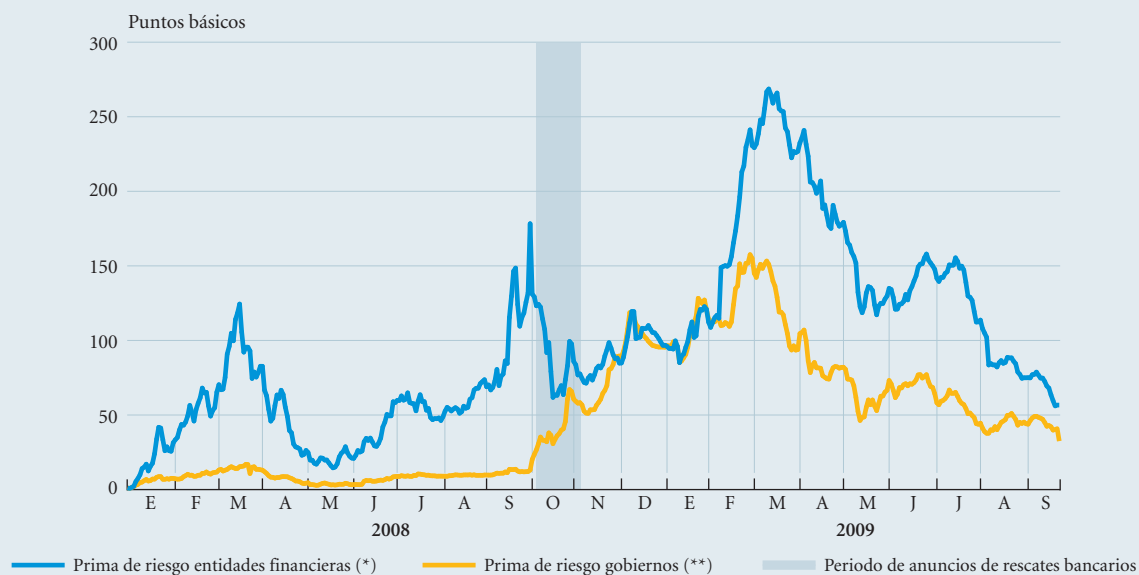
La quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008 y las turbulencias bancarias que le sucedieron pusieron de manifiesto la fragilidad del sistema financiero global. Ante esta situación, y la amenaza de un fuerte contagio a la economía real, los gobiernos de las principales economías anunciaron diferentes planes de rescate para salvaguardar sus sistemas bancarios. Estas medidas seguían unas directrices consensuadas internacionalmente y perseguían el restablecimiento de la confianza en el sistema financiero y el estímulo de la concesión del crédito.

Un año después, es indiscutible el importante papel que han jugado estos planes, junto con las provisiones de liquidez de los bancos centrales, para evitar el colapso bancario y revertir lentamente una situación que, aunque aún delicada, presenta importantes signos de mejora. Sin embargo, cabe preguntarse qué consecuencias han acarreado, especialmente en los presupuestos públicos.

La primera de ellas ha sido la transferencia parcial del riesgo desde el sector financiero hacia el sector público. Este fenómeno puede observarse en la evolución de las primas de los *credit default swaps* (CDS), instrumentos financieros que reflejan implícitamente el riesgo de quiebra de las instituciones.⁽¹⁾ Así, cuanto más elevada es la prima mayor es el riesgo de quiebra que los inversores asocian a un activo determinado.

EL ANUNCIO DE LOS RESCATES BANCARIOS AUMENTA EL RIESGO DE LOS GOBIERNOS

Variación acumulada respecto de las primas de riesgo al nivel del 01-01-2008



NOTAS: (*) CDS itraxx financiero Europa.

(**) Promedio de los CDS soberanos (muestra de 15 países europeos).

FUENTES: Datastream y elaboración propia.

(1) Para más información, véase el recuadro *How have governments' bank rescue packages affected investors' perceptions of credit risk?* (ECB Monthly Bulletin, March 2009).

El gráfico anterior muestra el aumento del riesgo de quiebra de los principales gobiernos europeos a raíz del anuncio de sus planes de rescate bancario. Simultáneamente la solvencia del sistema financiero europeo mejoró, recuperando, a diferencia del sector público, los niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers y reflejando la transferencia de riesgo entre ambos sectores.

Pero, sin duda, han sido los presupuestos públicos los que han resultado más afectados por el elevado importe de las medidas de rescate del sistema bancario. Estas medidas son fundamentalmente de tres tipos: inyecciones de capital, planes de saneamiento de activos y avales públicos de deuda. Además, deben tenerse en cuenta las garantías de los depósitos bancarios, aunque debido a su naturaleza no se incluyen en este análisis.

Aunque la implementación de estas medidas ha sido generalizada, las características específicas de cada país (como el tamaño relativo del sector bancario, su exposición a los activos tóxicos o la capacidad de maniobra presupuestaria) explican las diferencias entre los planes de rescate. A modo de ejemplo, mientras España e Italia no han inyectado capital a su sector financiero, otros países como Bélgica, Luxemburgo y Holanda han destinado importantes cantidades a esta partida, especialmente con la recapitalización de los bancos Dexia y Fortis. Análogamente, la compra de activos bancarios ha sido importante en países como Reino Unido y Estados Unidos. En el ámbito de los avales públicos destaca Irlanda, con unas garantías sobre el sector financiero superiores al doble de su PIB.

Por otra parte, el efecto sobre las cuentas públicas no es el mismo en todas las medidas. Así, los avales de la emisión de deuda bancaria son un pasivo contingente que sólo afecta a los presupuestos en caso de ejecución del aval, por lo que su anuncio no representa ningún desembolso a corto plazo e incluso proporcionan ingresos en concepto de comisiones cobradas. En cambio, tanto las inyecciones de capital como las compras de activos suponen un desembolso inmediato por parte del gobierno, que aumentará el endeudamiento público si se recurre a la emisión de deuda para ello. En estos casos, en la mayoría de países el déficit sólo se ve afectado si las adquisiciones de capital y activos se realizan por encima del precio de mercado, ya que hay una transferencia (implícita) de recursos que debe contabilizarse como gasto.

Como consecuencia de todo lo anterior, la heterogeneidad de los paquetes de rescate entre países ha provocado que el impacto inmediato de éstos sobre los saldos públicos varíe considerablemente.⁽²⁾ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el desembolso inmediato que han asumido las economías avanzadas del G-20 debido a los planes de rescate bancario es equivalente al 5,3% de su PIB. Esta cifra se eleva hasta el 6,7% si se tienen en cuenta solamente los países miembros de la Unión Europea, entre los que destaca el Reino Unido, con unos costes del 20,2% del PIB debido a la importante adquisición de activos realizada. Por el contrario, Irlanda, con unas garantías públicas de la deuda bancaria equivalentes al 257% del PIB, tan sólo contabiliza un desembolso equivalente al 5,3% del PIB proveniente de la recapitalización del sistema financiero. En el caso español, las medidas se sitúan por debajo de la media de los países avanzados, con un 4,6% de impacto inmediato.

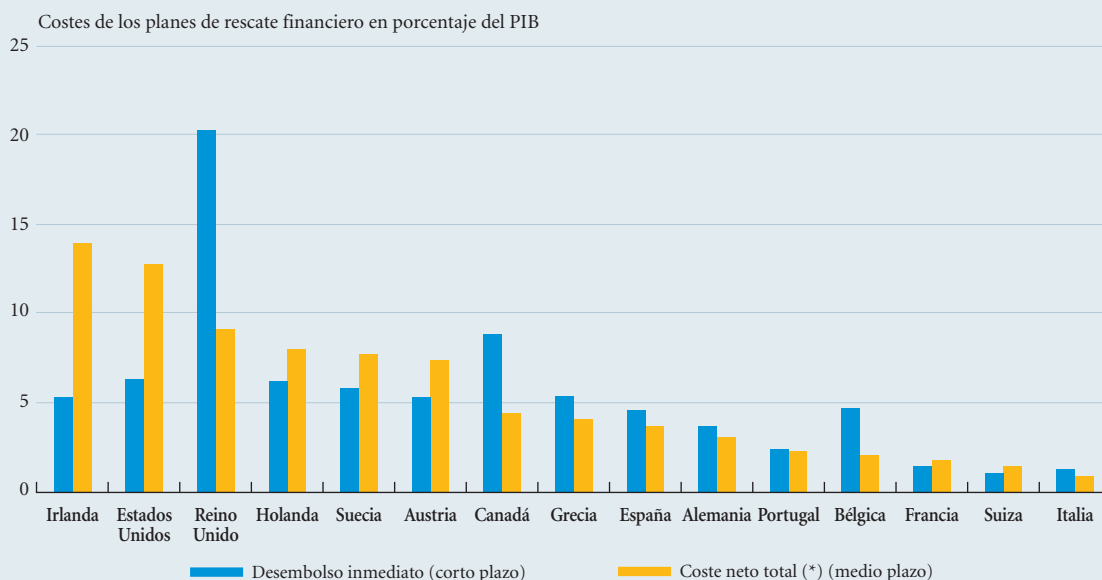
Es indudable que el análisis del coste provocado por los rescates bancarios debe tener en cuenta otros factores además del gasto inmediato: como mínimo, la evolución del valor de los activos adquiridos por el gobierno, la rentabilidad del capital invertido en los bancos y las pérdidas o beneficios provenientes de las garantías. Por lo tanto, el coste neto final puede ser considerablemente inferior al desembolso realizado a corto plazo en función de la evolución del sector financiero tras las intervenciones. En el caso de Suecia tras la crisis de 2001, el incre-

(2) Véase *The impact of government support to the banking sector on euro area public finances* (ECB Monthly Bulletin, July 2009), *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies after the 2008 Crisis* (IMF) y *Update on Fiscal Stimulus and Financial Sector Measures*.

mento de valor de los activos y la rentabilidad de la inversión permitieron cubrir, en el momento de su venta, el 94,4% del desembolso realizado (tasa de recuperación). Un caso completamente opuesto fue el de Finlandia en el mismo periodo, cuya tasa de recuperación fue inferior al 20%.

Siguiendo el mismo razonamiento, no se puede descartar la obtención de beneficios a medio plazo a través de la revalorización de los activos y el capital adquiridos por los gobiernos. Un claro ejemplo es el beneficio obtenido por el gobierno suizo con la venta de su participación en UBS. De forma similar, las acciones de Citigroup han incrementado su valor, situándose más de un 40% por encima del precio de adquisición por el Tesoro estadounidense.

HETEROGENEIDAD ENTRE PAÍSES RESPECTO A LOS COSTES DEL RESCATE FINANCIERO



NOTA: (*) Incluye los costes estimados de las garantías y las provisiones de los bancos centrales.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional según los datos de abril de 2009. No se aprecian variaciones importantes desde entonces.

En el gráfico anterior aparecen las estimaciones realizadas por el FMI respecto a los costes totales derivados de los planes de rescate bancario. Los cuatro países con un mayor coste a medio plazo (Irlanda, Estados Unidos, Reino Unido y Holanda) presentan un modelo financiero basado en el «originar para distribuir» (un modelo en el que se distinguen las entidades que generan la operación de financiación de las que asumen el riesgo de la misma) y fuertes crecimientos del valor de los activos en el periodo anterior a la crisis.

Se observa que algunos países presentan un coste a medio plazo considerablemente superior a su endeudamiento inmediato. Ello es fruto de una baja tasa de recuperación del valor de los activos bancarios adquiridos o del coste de la ejecución de las garantías públicas (como ocurre en Irlanda). En el caso español, la tasa de recuperación estimada por el FMI es del 49,9%, ligeramente inferior al 55% que han registrado las economías avanzadas a lo largo de la historia, aunque suficiente para compensar los costes derivados de sus garantías y para situar el

coste a medio plazo casi un punto porcentual por debajo del generado a corto. Sin embargo, éstas son estimaciones realizadas a partir de experiencias anteriores. La evidencia de las crisis financieras pasadas enseña también que la gestión eficiente y transparente de las medidas de rescate y el diseño de las estrategias adecuadas de salida una vez estabilizada la situación pueden reducir drásticamente el impacto del rescate financiero sobre las finanzas públicas.

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

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

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

Octubre 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.