

Informe sobre la coyuntura económica

Número 130

Octubre 2010

(cerrado el 30 de septiembre de 2010)

Elaborado por el Servicio de Estudios de CatalunyaCaixa, con la colaboración del equipo de investigación del Departamento de Economía Aplicada de la UAB, dirigido por el catedrático de Economía Aplicada Josep Oliver Alonso

Sumario

- 5 Visión general
- 21 Resumen de coyuntura
 - 21 La coyuntura en 10 minutos
 - 22 Economía internacional
 - 24 Economía española
 - 26 Economía catalana
 - 28 Bancos centrales y mercados financieros
- 31 Recuadros monográficos
 - 31 “La política monetaria del BCE ante la crisis de deuda y el ajuste fiscal”
 - 39 “La corrección del desequilibrio exterior de España: una visión desde las cuentas no financieras de los agentes”
 - 45 “La inflación en Catalunya en la salida de la recesión: el nuevo papel de los precios industriales y de los servicios”
 - 49 Índice de los últimos informes

Visión general

Cambio de escenario en verano: de la crisis del euro y la deuda soberana en Europa a los primeros síntomas de agotamiento de la recuperación industrial...

La economía mundial ha experimentado en el curso de este verano un cambio de cierta importancia, que ha alterado las perspectivas de consolidación del crecimiento a medio plazo. Desde abril a finales de junio, los problemas parecían circunscritos al área del euro, donde había estallado la crisis de la deuda soberana y se cernía la amenaza que Grecia entrase en una espiral que la condujese a la suspensión de pagos. Esta situación se extendió hacia el resto de países periféricos, con importantes ampliaciones en los diferenciales de tipos de interés entre su deuda pública y la alemana, lo que obligó a las autoridades de la Unión Europea a tomar medidas excepcionales para cortar la crisis, que amenazaba a la misma existencia del euro. Esta situación comenzó a mejorar a partir de junio-julio y, en especial, de agosto, después de publicarse los resultados de los tests de estrés del sistema financiero europeo, medida tomada para calmar las inquietudes de los mercados respecto a la exposición de la banca a los riesgos generados por la crisis de deuda pública. La publicitación de los resultados de los tests de estrés significó una cierta relajación de las condiciones de accesibilidad al crédito mayorista, aunque la asimetría en el número de entidades evaluadas y las diferencias en los criterios utilizados por los diferentes países continuaron presionando sobre el acceso a la liquidez de bancos y entidades financieras de algunos de los países periféricos.

En aquel momento, julio y principios de agosto, las perspectivas del resto de la economía mundial aparecían relativamente sólidas. En el caso de los Estados Unidos y Japón, las primeras estimaciones de crecimiento para el segundo trimestre de 2010 habían sido positivas, en especial en EE.UU., con un crecimiento trimestral anualizado por encima del 3%. Sin embargo, a partir de las últimas semanas de julio, comenzaron a acumularse síntomas de un cierto agotamiento de los factores que habían sido la base de la recuperación mundial. Eso era particularmente cierto en el caso de la producción industrial, que comenzó a presentar reducciones en los ritmos de crecimiento que registraba desde la primera mitad del año, tanto en China como en Japón, en los Estados Unidos o hasta la misma Unión Europea. Esta flexión en el elevado ritmo de avance de la producción industrial reflejaba el agotamiento del proceso de reconstitución de stocks

iniciado en la primavera de 2009, uno de los pilares sobre los cuales se había fundamentado la recuperación. Además, comenzaban a acumularse tensiones en China. Por otra parte, otros países emergentes (como India) o avanzados (como Canadá) mostraban señales especialmente alentadoras, de manera que sus bancos centrales continuaron con el proceso de tensionamiento de la política monetaria. En síntesis, a finales de julio de este año la situación de los mercados financieros y las perspectivas de crecimiento era mixta, con cierto ralentización en el ritmo de recuperación de la economía mundial y elementos de estabilización al área del euro, que había aparecido como el principal problema los primeros meses de la primavera.

...y a la reemergencia de los problemas en EE.UU., tanto en producción, con una sorprendente reducción del crecimiento del PIB en el segundo trimestre,...

Sin embargo, desde mediados de julio a mediados de septiembre se han acumulado las señales sobre la fragilidad de la recuperación en curso, en especial en Estados Unidos, pero también en China y Japón. Comenzando por EE.UU., los indicadores de producción, industrial y de servicios muestran indicios claros de ralentización en el ritmo de recuperación, sin haber entrado aún de nuevo en recesión. Así, la producción industrial del trimestre junio-agosto creció a un promedio del 0,3% mensual, inferior al 0,7% del trimestre precedente. Los indicadores de expectativas sobre la evolución de la actividad de la industria y de los servicios, medidos por el índice PMI, también han mostrado reducciones en sus niveles, de manera que de valores del índice de producción manufacturera y terciaria situados en 59,7 puntos en mayo y en 60,4 en abril se ha pasado a 56,3 y 51,5 en agosto, respectivamente. En este contexto no debe sorprender que el *Beige Book* de la Reserva Federal, publicado a principios de septiembre, indicase que en los diferentes distritos de la Reserva Federal estaban apareciendo “signos generalizados de desaceleración” de la actividad. En suma, un tono de la actividad claramente menos expansivo y optimista que el existente la primera parte del año y en especial los primeros tres meses.

Además, la importante revisión a la baja del PIB estadounidense del segundo trimestre lanzó nuevas dudas respecto a la fortaleza de la recuperación, cosa que despertó de nuevo el debate sobre la llamada “doble recesión”. Mientras las primeras estimaciones del PIB para los Estados Unidos en el periodo abril-junio situaban su

crecimiento trimestral anualizado en el 2,4%, la revisión publicada a finales de agosto el redujo al 1,6%. Una parte no pequeña de la corrección procedía del fuerte aumento de las compras al exterior (que restaron 4,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB), a la vez que, pese a la moderación experimentada, el consumo privado y la inversión productiva crecían más intensamente de lo esperado, aunque los signos de fortaleza de este trimestre no parece que tengan que continuar en la segunda parte del año.

...como en el mercado de trabajo, con resultados decepcionantes, mientras que la tasa de paro se mantiene en el 9,5% por la reducción de la población activa,...

Un segundo ámbito en el cual continúan los problemas de la economía estadounidense es el del mercado de trabajo. Los datos de mayo ya mostraban que, descontando los efectos de la contratación pública para la realización del censo de población, el sector privado continuaba presentando crecimientos muy modestos de la ocupación (51 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas). La situación los meses de junio, julio y agosto no experimentó una clara mejora, de manera que en estos tres meses el promedio de nueva ocupación privada se situó en 78 mil, una cifra muy alejada de las 150 mil nuevas contrataciones necesarias para mantener estable la tasa de paro. De hecho, si ésta no ha aumentado ha sido por la salida de trabajadores del mercado de trabajo, que en julio llegó a 181 mil personas, y que, de media del trimestre mayo-julio, presentó una reducción mensual de 385 mil. De esta forma, la actual recesión del mercado de trabajo aparece como la más severa de las experimentadas por la economía norteamericana desde 1948, tanto en cuanto a la intensidad de la caída de la ocupación como a la tardanza en recuperar los niveles previos.

...a los cuales es preciso añadir el empeoramiento del mercado inmobiliario, después de la finalización del programa de estímulo fiscal a la adquisición de viviendas

Al lado de una producción y un mercado de trabajo que no acaban de adquirir la consistencia deseada, un tercer aspecto negativo ha emergido estos últimos meses. Se trata de la nueva recesión en la cual se ha situado el mercado inmobiliario, después de la finalización en el mes de mayo del programa de soporte a la compra de viviendas, parte del paquete de estímulo fiscal. A partir de entonces, las ventas de viviendas usadas, las de vivienda nueva, los precios, la confianza de los constructores o el inicio de nuevas viviendas han mostrado señales claras de recesión, de manera que, si bien no hay consenso sobre si la economía estadounidense entrará o no en una doble recesión, no pasa lo mismo respecto al mercado inmobiliario. Así,

entre mayo y julio, las ventas de casas usadas han caído un 12,2% de media de las tasas intermensuales, las de viviendas nuevas un 12,9% y las viviendas iniciadas un 6,8%. Este proceso refleja, además, el elevado nivel de morosidad del mercado inmobiliario, a una tasa próxima al 9,8% en agosto y un importante aumento de los desahucios, que acaban presionando sobre el mercado inmobiliario, deprimiendo los precios y la actividad. De hecho, cerca de un tercio de las viviendas compradas los primeros meses de 2009 procedían de desahucios, a la vez que, en agosto, el volumen de viviendas en stock se situaba en máximos, con un equivalente a 8,9 meses de ventas.

Finalmente, para tener una idea exacta de la situación actual cabe destacar que las compañías hipotecarias semi-públicas (*Fannie Mae* y *Freddie Mac*) han aumentado de manera notable su participación en la financiación de las nuevas hipotecas, de manera que, del tercio que financiaban antes de la crisis, en estos últimos meses han ido absorbiendo cerca del 90% del mercado. Sin este soporte, es difícil imaginar hasta dónde habrían caído los precios y la actividad. Pero el mencionado sostenimiento también tiene límites, en especial por los problemas de solvencia de ambas entidades. Es esta situación la que hay detrás del debate, acentuado estas últimas semanas, sobre los costes de salvamento de unas empresas que ya necesitaron ser intervenidas por el sector público en septiembre de 2008. Los cálculos disponibles sugieren que, en caso de continuar el ritmo de soporte público que estas compañías requieren, en la próxima década el total de recursos absorbidos por ellas podría llegar a ser superior al importe exigido para el salvamento del sistema financiero estadounidense después de la crisis de *Lehman Brothers*.

Crecientes temores a la deflación, o a un reducido avance de los precios,...

Un cuarto frente de la economía estadounidense que preocupa es la evolución de los precios, vinculado al de la debilidad del crecimiento y al endeudamiento acumulado. De hecho, a medida que se han ido conociendo los últimos resultados de producción, actividad y ocupación, han reemergido las preocupaciones sobre la posibilidad de que EE. UU. siga un camino similar al de Japón en la primera mitad de los años dos mil, caracterizado por niveles elevados de deuda y precios a la baja. Así, la inflación subyacente de los ocho primeros meses de 2010 se ha situado, en relación con el mismo periodo de 2009, en un promedio del 1,1%, que sugiere que, descontando los

aumentos del índice general de precios derivados de incrementos de energía y alimentos, el núcleo de los precios presenta una preocupante debilidad. Esta visión de una economía norteamericana que sigue, con particularidades diferentes, el camino iniciado por Japón hace diez años se encuentra detrás la decisión de la Reserva Federal de neutralizar el tono contractivo de su política monetaria. En efecto, desde la finalización de los programas extraordinarios de compra de activos los primeros meses de 2009, el debate en la Fed giraba en torno al momento en que se elevaría el coste del dinero y con qué instrumentos se reducirían los excesos de liquidez. Entre éstos destacaba la sustracción automática, que se produce a medida que se amortiza la compra de activos a la banca por parte de la Reserva Federal, así como la puesta en circulación de certificados de regulación monetaria u otras operaciones similares. Ambos aspectos reflejaban la visión de una economía que iba dejando atrás la crisis, y el aspecto más preocupante para la política monetaria era el posible impacto inflacionista de los excesos de liquidez inyectados para restablecer la normalidad en los mercados financieros.

...que ha originado un importante cambio en el sesgo de la política monetaria: se abandona la retirada de liquidez y se anuncian unos tipos de interés bajos por un periodo prolongado

A partir de junio-julio, estas preocupaciones comenzaron a modificarse, de manera que la política monetaria abandonó el proceso iniciado de retirada de liquidez y ha corregido su sesgo, dirigido ahora a mantener unas condiciones monetarias adecuadas al sostenimiento de la actividad, más necesarias que nunca dada la finalización de los programas de estímulo fiscal. Además, la emergencia de un potencial riesgo deflacionario añadía mayor presión a la reconsideración de la política monetaria a seguir. De esta forma, el 10 de agosto se decidió modificar el sesgo de la política monetaria desde el endurecimiento anterior hacia la neutralidad. Este cambio se articula manteniendo el volumen de recursos inyectado en la economía, de manera que el balance de la Fed se mantenga inalterado, incluso a medida que vayan cancelándose las compras de activos por parte de la Fed. Para ello, los recursos que recupere la Reserva Federal volverán a inyectarse en la economía mediante la compra de bonos del tesoro. De esta forma, además, se mantiene una presión bajista sobre los tipos de interés a largo plazo, imprescindible para sostener el mercado hipotecario. Al lado de esta modificación, los mercados han interiorizado, con mayor convicción que en el

pasado, que la Fed mantendrá los tipos de interés en niveles bajos un largo periodo de tiempo.

La posición adoptada refleja diferentes visiones de los peligros que amenazan a la economía estadounidense, y constituye un punto intermedio entre posiciones extremas: desde las de aquéllos que, para combatir los riesgos deflacionarios, abogan para ampliar los estímulos monetarios hasta a los que postulan la política contraria para conjurar los riesgos de inflación. Entre los primeros destaca, por su importancia y por la repercusión de sus opiniones, el presidente de la Reserva Federal de St.Louis. En un celebrado artículo publicado a finales de julio ("*Seven Faces of 'The Peril'*") defiende que Estados Unidos se encamina hacia una situación similar a la japonesa y urge a la Fed a tomar las medidas adecuadas para evitarlo. En el otro extremo, otros miembros de la Reserva Federal se muestran más preocupados por las consecuencias inflacionistas de las políticas monetarias expansivas de los últimos años, y abogan por un horizonte restrictivo. En cualquier caso, hay que considerar un punto de inflexión respecto de la política anterior, esperando que nueva información sobre la economía y los precios puedan obligar a ampliar los mecanismos de *quantitative easing*, dando lugar a la llamada 'QE 2.0'. En síntesis, la Fed parece haber aplazado una posible modificación al alza de los tipos de interés, a la vez que estudia si modifica o no de manera más radical el tono de su política monetaria.

En Japón, reducción del crecimiento el segundo trimestre, mientras que la deflación se enquistó y la debilidad de EE.UU. refuerza al yen, que ha alcanzado valores récord de los últimos quince años,...

En Japón, la situación a partir de las primeras semanas de verano no es sustancialmente diferente a la de EE.UU. En el segundo trimestre de 2010, el PIB experimentó una reducción sustancial de su ritmo de avance, pasando de una tasa interanual del 4,4% los tres primeros meses del año al 2,4%, reflejo de la debilidad de la demanda interna en un contexto en el cual el ritmo de crecimiento de las exportaciones ha comenzado a debilitarse por la fortaleza del yen. Además, la economía japonesa continúa sumergida en esta nueva fase de deflación de precios, de manera que la variación media interanual del IPC de los meses de mayo a julio se ha situado en -0,8%, un factor que ciertamente no anticipa una rápida recuperación de la demanda interna.

Además, las inquietudes generadas por el futuro de la economía estadounidense se han trasladado, cuanto menos parcialmente, a la

... que ha vuelto a poner sobre la mesa que la generalización de políticas proteccionistas puede desencadenar nuevos problemas en la economía global, generando nuevos choques recesivos

divisa nipona, que emerge como un sólido valor-refugio. De esta forma, el yen ha presentado desde junio un proceso de continua escalada, rompiendo, por primera vez en los últimos quince años, la barrera de los 85 yenes/dólar, y alcanzando, a finales de la primera quincena de 2010, un valor próximo a 82 yenes/dólar, que los exportadores japoneses consideran insoportable. Además, la apreciación del yen opera reforzando el proceso deflacionario en curso, de manera que el gobierno se ha visto obligado a intervenir en los mercados de cambio para forzar la depreciación. Entre los motivos aducidos por las autoridades japonesas destacaba la pérdida de valor del dólar respecto al yen, así como su alza respecto a la divisa china, favorecida por las compras de bonos del tesoro japonés por las autoridades chinas. Esta intervención de Japón ha sorprendido, e irritado, a los socios comerciales del país, por su marcado carácter unilateral, puesto que ha sido una decisión tomada al margen de las posibilidades de concertación en el seno del G-7 o del G-20.

Los subyacentes a la continuada apreciación de la divisa japonesa, vinculados a la debilidad de la economía norteamericana y a los problemas de la deuda soberana del área del euro, difícilmente desaparecerán, pese a la intervención de las autoridades del país, si bien es cierto que Japón dispone de reservas suficientes para una actuación importante en el mercado de divisas. Por lo tanto, es preciso esperar que el movimiento de las autoridades japonesas exprese más el deseo de establecer un diálogo con las americanas, europeas y chinas que no el de iniciar un camino unilateral de actuación para defender su economía. El renacimiento de actitudes proteccionistas o de otras políticas similares de “empobrecimiento del vecino” ha sido una preocupación constante desde el inicio de la crisis, y, dada la situación actual, tampoco puede descartarse que se evite en el futuro próximo. De hecho, ha sido más que presente en diferentes episodios de estos últimos años: desde la intervención de la industria del motor de Detroit por parte de los Estados Unidos hasta las iniciativas individuales de los diferentes gobiernos europeos para salvar sus sistemas financieros, pasando por el control chino de sus tipos de cambio para mantener la capacidad exportadora.

A China preocupa el posible estallido de una burbuja inmobiliaria generada en determinados ámbitos urbanos

Otro foco de preocupación que ha emergido este verano se centra en China. Desde principios de 2010, las voces que advertían de un proceso de sobrecalentamiento de su economía, en especial en el mercado inmobiliario, habían ido tomando forma, hasta el momento en que las autoridades chinas decidieron reducir la progresión de su economía. De esta manera, los primeros meses de 2010 se asistió a una continuada alza de los requerimientos de reservas a la banca, a la vez que se tomaban medidas para evitar la especulación en los mercados de acciones, y otras disposiciones que afectaban al mercado inmobiliario, en un intento de enfriar las tensiones de precios y las posibilidades de burbuja que se habían acumulado. En este contexto, es preciso recordar ahora que el impulso fiscal del gobierno chino, próximo a 550 mil millones de dólares, fue el más importante operado nunca en el país, a la vez que el avance del crédito interno en 2009, próximo al 30% en tasa anual, también significó una inyección extraordinaria de recursos para evitar los impactos de la crisis.

Expansión de la economía del área del euro el segundo trimestre de 2010, impulsada por la fortaleza exportadora alemana en los países emergentes, aunque se espera una segunda mitad de 2010 menos favorable,...

Las medidas tomadas los primeros meses de 2010 comenzaron a producir una cierta ralentización de los ritmos de crecimiento elevados de los principales indicadores económicos, de manera que, en junio de 2010, el crédito interno se había moderado hasta el 18%, la inversión acumulada enero-julio también moderaba su avance hasta el 24,9% interanual (caída progresiva desde el 26,4% de enero-marzo) y las ventas al por menor acumuladas en enero-julio igualmente frenaban su fuerte crecimiento anterior, hasta el 17,9%, desde el 22,1% entre enero y febrero. Sin embargo, esta suavización no ha conseguido más que muy parcialmente enfriar el mercado inmobiliario, de manera que los temores de un eventual estallido de esta burbuja han continuado acumulándose a lo largo del verano. Además, han emergido problemas en los gobiernos locales para volver los préstamos obtenidos de la banca en 2009 para estimular la formación de capital inmobiliario y otro tipo de inversión. Este conjunto de factores proyecta una sombra de duda sobre la estabilidad del sistema financiero chino, que podría verse afectado adicionalmente por el eventual estallido de la burbuja inmobiliaria. Por ello, no es extraño que la bolsa de Shanghai haya presentado uno de los peores registros de los países emergentes, acumulando entre el 4 de enero y el 30 de septiembre de 2010 una pérdida del 19,8%,

muy alejada de las ganancias del índice Sensex de la bolsa de Bombay (+14,3%).

En el área del euro, la situación ha mejorado notablemente desde comienzo de verano, cuando aún se hacían notar los estragos de la crisis de la deuda que estalló a principios de mayo. Además, la depreciación del euro frente al dólar que siguió a la crisis de deuda y la fortaleza de la economía de los países emergentes, en especial de China, India y Brasil, han impulsado las exportaciones de los principales países del área, en especial las de Alemania. De esta forma, el crecimiento del segundo trimestre ha significado un excepcional avance de la economía germánica, a una tasa trimestral del 2,2%, la más elevada desde la reunificación del país. A esta evolución favorable alemana, se ha de añadir la que experimentaron Francia e Italia, con avances trimestrales del 0,6% y el 0,4%, respectivamente, e incluso la salida de la recesión técnica en España, que presentó un avance trimestral en el periodo abril-junio, si bien mucho más modesto, del 0,2%.

De esta forma, el panorama de las economías avanzadas se ha modificado estas últimas semanas, desde una situación en la cual Estados Unidos aparecían con clara ventaja sobre el área del euro, a otra en que es esta última la que ahora lidera la recuperación. Sin embargo, en el contexto descrito de reducción del crecimiento estadounidense y japonés, y de dudas sobre el futuro de la economía china, las perspectivas de expansión para el área del euro tampoco son especialmente favorables. De hecho, los indicadores de confianza sobre la evolución del área, en especial de la alemana, han comenzado a presentar, en septiembre, un marcado perfil bajista, reflejando que el final del proceso de reposición de inventarios y un panorama internacional menos expansivo tienen que presionar a la baja sobre el crecimiento del área. Desde este punto de vista, no se puede olvidar que sus principales mercados de exportación continúan siendo EE.UU. y Reino Unido, pese al peso creciente de las ventas a los países emergentes. Por otra parte, aún no se han notado las consecuencias de los ajustes fiscales de los diferentes países del área, que dejarán sentir su pleno efecto a lo largo de 2011, reduciendo la capacidad de gasto interno.

...a la vez que subsisten problemas de fondo que amenazan la estabilidad del área: dudas en torno a la fortaleza de parte del sistema financiero...

Además, también en el seno del área del euro, los problemas que habían lastrado las expectativas en algunos momentos de 2010 continúan sin solución, cuanto menos parcialmente. Por una parte, la estabilidad y solvencia de algunos segmentos de su sistema financiero, pese a los buenos resultados de los tests de estrés, publicados a finales de julio, continúa bajo sospecha. En segundo lugar, porque las crisis de deuda soberana no han finalizado y pueden presentar nuevos episodios agudos, como lo muestra el reciente caso de Irlanda. En cuanto al sistema financiero, el convencimiento de los mercados sugiere que los tests de estrés fueron relativamente poco severos, en especial en la exposición de partes del sistema financiero del área a la deuda soberana de algunos países periféricos. En este contexto, tampoco ha ayudado la posición alemana, muy contraria en elevar más allá del 7% el *core capital* en el reciente acuerdo sobre Basilea III.

..y, en especial, la difícil situación de Irlanda, Portugal, Grecia y su impacto negativo sobre la estabilidad del euro

Respecto a la deuda soberana, este verano puede considerarse como un periodo de cierto tiempo de espera, desde la crisis de mayo y la publicación posterior de los tests de estrés hasta la nueva crisis desencadenada en septiembre. En efecto, con la clara excepción de España, que mostró los resultados de la práctica totalidad de su sistema financiero y con hipótesis de estrés mucho más severas que las utilizadas por la mayoría de países, los diferenciales de tipos de interés de la deuda soberana de Irlanda, Portugal y Grecia han vuelto a los valores de las crisis de mayo. En efecto, el 30 de septiembre, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública irlandesa a 10 años respecto al equivalente alemán se había situado en 471 puntos básicos (p.b.), una cifra superior a la conseguida en los peores momentos de mayo (el 7 de dicho mes, éste diferencial alcanzó 311 p.b.), mientras que la de Portugal se situaba en 441 p.b. (también por encima de los 385 p.b. del 7 de mayo) y la de Grecia, pese al plan de salvamento en curso, ha repuntado hasta valores no demasiado alejados de los conseguidos en los peores momentos de la crisis del euro, en 868 p.b. (cerca de los 950 p.b. puntos del 7 de mayo). Por ello el BCE se ha visto obligado a ampliar las compras de deuda de los países periféricos, aunque las cantidades intervenidas continúan siendo reducidas, de manera que el 30 de septiembre su balance acumulaba un total de 61,5 miles de millones de euros en estos activos.

Esta nueva crisis de la deuda soberana irlandesa, portuguesa y griega está directamente relacionada con los problemas de crecimiento de la actividad en el caso de Irlanda y Grecia, muy directamente afectado por la fuerte contención fiscal. En el caso de Portugal, por el contrario, es la inquietud de los mercados por una insuficiente consolidación de las finanzas públicas la causa de la nueva tensión sobre su deuda. Ambas situaciones, la de Irlanda y Grecia, por una parte, y la de Portugal, por otra, ilustran los límites, problemas y contradicciones a los cuales se enfrenta la política fiscal. En efecto, si el ajuste se produce con demasiada intensidad y en un periodo de tiempo breve, la caída de los ingresos públicos frena el proceso de consolidación fiscal; por el contrario, si se efectúa de manera más lenta, son los mercados los que anticipan problemas excesivos de endeudamiento futuro, y acaban castigando también la deuda pública del país por el motivo opuesto.

En suma, un contexto internacional más inestable y volátil, con riesgos que amenazan, en caso de materializarse, el crecimiento futuro

El contexto internacional descrito se caracteriza, en definitiva, por un elevado grado de incertidumbre a expensas de sus perspectivas y, como lo han mostrado los mercados en los últimos meses, por una alta volatilidad. Por lo tanto, las bases sobre las cuales se ha asentado la recuperación económica internacional hasta ahora son poco sólidas, de manera que la vulnerabilidad del crecimiento a posibles choques adversos es muy elevada y, con ésta, los riesgos sobre los precios de los diferentes activos, que acentúa su volatilidad. En las hipótesis que Estados Unidos mantengan un perfil de crecimiento más moderado la segunda parte del año, se anticipa una fase de crecimiento poco expansivo hasta 2011. Dentro de este escenario, la evolución del área del euro dependerá críticamente de lo que suceda en los países emergentes y la de éstos, a su vez, de la capacidad de la economía china para esquivar los problemas con los que se enfrenta. No se tiene que olvidar que una parte del fuerte crecimiento de los países de América Latina está directamente vinculada a las exportaciones de materias primas estimuladas por la demanda de China. Además, si la economía norteamericana presenta un crecimiento menor que el esperado, no parece evidente que China pueda, por ella misma, mantener los elevados ritmos de crecimiento registrados en los últimos trimestres. Y aunque es cierto que hay quien postula la tesis del *decoupling* de los países emergentes, defendiendo que éstos pueden crecer de manera más autónoma de la

demanda de los más avanzados de lo que lo han ido haciendo, dadas las transformaciones que para ello necesitan las economías de estos países, en especial las de China e India, se hace difícil imaginar que, a corto plazo, su evolución económica pueda desatarse de la que sigan los países occidentales.

En esta situación, por lo tanto, no debe sorprender que los principales mercados financieros y activos internacionales expresen, con bastante claridad, el retorno a una mayor valoración del riesgo. La deuda pública de los países considerados más solventes (EE.UU., Alemania, Reino Unido y Japón) ha experimentado importantes alzas en los precios y, de manera correlativa, caídas en sus rentabilidades. En EE.UU., el tipo de interés de la deuda del Tesoro a 2 años se ha situado por debajo del 0,5%, una cifra que históricamente no se había alcanzado nunca, a la vez que la rentabilidad de las emisiones a 10 años también se ha reducido hasta el 2,5% el 30 de septiembre, lejos de los valores medios del 3,1% de junio-julio. Este importante cambio refleja, al lado de la incertidumbre y los riesgos antes indicados, la posibilidad de deflación en EE.UU. Además, este proceso puede estar creando una burbuja en el mercado de deuda, que en caso de estallar comportaría pérdidas de capital importantes. Esta posición, además, se refuerza con la visión de aquellos economistas, como el profesor Kotlikoff, de la Universidad de Boston, que postulan que el proceso de ampliación de la base monetaria que ha efectuado la Fed (su balance se ha prácticamente triplicado en la crisis), combinado con una situación fiscal del todo insostenible, hará inevitable la pérdida de valor de la deuda, y la necesidad de compra por parte de la Fed, que así estimularía un proceso inflacionista.

En cuanto a la deuda alemana, el proceso ha sido similar, estimulado, además, por la salida de posiciones de la de deuda de algunos países periféricos hacia la de Alemania. Así, el bono a 2 años alcanzó una rentabilidad del 0,57% el 7 de septiembre (ante un promedio del 0,75% en julio) y el *bund* a 10 años lo hacía a una tasa del 2,27% el 30 de septiembre, inferior al 2,65% de julio. Y lo mismo ha sucedido en Reino Unido, pese a sus problemas fiscales y las dificultades de la libra esterlina, de manera que después del anuncio de medidas muy severas de contracción del gasto público por parte del nuevo gobierno conservador-liberal, las rentabilidades también

han alcanzado valores muy reducidos: la deuda a 2 años ofrecía un tipo de interés del 0,67% el 30 de septiembre (ante el 0,82% de junio) y el *gilt* a 10 años un 2,95% (para comparar con el 3,48% de media de junio). Finalmente, Japón ha aparecido en esta nueva situación como uno de los países donde se ha refugiado capital, de manera que los tipos de interés de su deuda también han presentado el mismo proceso de reducción: a 2 años desde el 0,16% de media de abril-julio al 0,14% de agosto-septiembre, y, en la deuda a 10 años, desde el 1,23 a el 1,03%, respectivamente.

En los mercados de divisas, esta huida hacia posiciones de menor riesgo ha afectado, en especial, el yen japonés y el franco suizo y, en menor medida y una vez estabilizada la situación al área del euro, la divisa europea. Así, el euro, que había alcanzado valores mínimos en mayo y junio pasados, con cotizaciones próximas a 1,20 dólares/euro (valores no vistos desde abril-marzo del 2006, cuando cotizó en torno a 1,19-1,20 dólares/euro), comenzó después un proceso de mejora, de manera que a finales de septiembre cotizó a 1,36 dólares. En el caso del yen, la presión sobre esta divisa ha sido particularmente intensa, y de los precios de 91,4 yenes/dólar de la primera mitad del año, en julio y agosto se pasó a un promedio de 87,5 y 85,4 yenes, respectivamente. Finalmente, el 24 de agosto se rompió la barrera psicológica de los 85 yenes/dólar, no vista en los últimos quince años, y la moneda japonesa llegó a cotizar en cerca de 82 yenes. En aquel momento, como se ha indicado, el gobierno decidió intervenir en los mercados de divisas, lo que permitió a la divisa japonesa volver a valores próximos a 85 yenes a mediados de septiembre, si bien cerró el mes en poco más de 83. Una situación similar se ha dado con el franco suizo, de manera que la presión alcista sobre su precio le ha llevado a cotizar a valores próximos a la paridad con el dólar (el 20 de septiembre cotizó a 1,00 francos/dólar, y cerró el mes a 0,98), lejos de los 1,09 francos de media de junio y julio. Finalmente, la importante alza del oro, hasta precios en torno a 1.308 dólares/onza el 30 de septiembre, desde los 1.213 dólares de media de los meses junio-julio, refleja también la incertidumbre de los inversores. Cabe destacar que entre éstos se encuentran incluso los bancos centrales, que están reduciendo parte de sus carteras de deuda pública y las sustituyen, parcialmente, por este metal.

El segundo trimestre de 2010, España deja atrás la recesión, a pesar de que su crecimiento se sitúa lejos del de los grandes países del área del euro,...

En España, los resultados del segundo trimestre han confirmado las expectativas existentes, con un avance trimestral del 0,2% y una caída interanual del 0,1%. De esta forma, técnicamente puede afirmarse que España ha dejado atrás la recesión (el promedio de crecimiento trimestral de los dos primeros trimestres es del 0,15%). Las razones de esta mejora derivan de un comportamiento del consumo más expansivo que los trimestres precedentes (avance del 2% interanual, ante la caída del 0,3% de los tres primeros meses del año y del 2,6% del cuarto trimestre de 2009), estimulado tanto por el programa de sustitución de automóviles, que se agotó en junio, como por el avance de compras para anticipar la subida del IVA prevista para el 1 de julio. Además, en esta primera parte del año, la contención fiscal aún no se dejó sentir, de manera que el consumo público continuó avanzando a una tasa interanual del 0,4%.

...a la vez que los cambios fiscales y la estabilidad relativa del mercado de trabajo han permitido una cierta recuperación de las ventas inmobiliarias...

Donde la mejora de la actividad ha sido más evidente es en el ámbito de la inversión en bienes de equipo, con un importante incremento interanual del 8,7%, después de haber registrado caídas del 27,9% en 2009 y del 4,6% en los tres primeros meses del año, vinculado a la mejora de las ventas al exterior y de la demanda interna. En cambio, la inversión en construcción y la efectuada en otros productos continuaron presentando tasas de contracción importantes, del 11,4% y el 12,4%, respectivamente, de manera que el agregado de inversión cayó un 6,6% (ante -10,3% del primer trimestre). Finalmente, en el ámbito externo, las exportaciones avanzaron un importante 10,5% (8,8% los tres primeros meses del año), si bien este aumento es preciso ponerlo en relación con la caída del mismo periodo de 2009, del 15,8%. Y, puesto que las importaciones aún crecieron con más intensidad, desde el 2,0% el primer trimestre al 8,1% el segundo, la contribución del saldo exterior al avance del PIB se redujo, desde 1,5 a 0,4 puntos porcentuales entre el primer y el segundo trimestre. De cara a la segunda mitad del año, las expectativas apuntan, fundamentalmente, hacia una marcada estabilidad del PIB, por ligeras reducciones en el crecimiento interanual del consumo y la inversión productiva, caídas menos intensas en la efectuada en construcción y otros productos y mantenimiento de la aportación al crecimiento por el saldo exterior.

...mientras que el mercado de trabajo suaviza su ajuste y, en el segundo trimestre, estabiliza sus efectivos, aunque la mejora es moderada, manteniéndose una elevada tasa de ahorro familiar

Desde la demanda también cabe destacar la marcada mejora del mercado inmobiliario, aunque la información disponible sugiere que puede estar muy afectada por los cambios en la fiscalidad (aumento del IVA del 7% al 8% en las transmisiones de viviendas nuevas y modificación del régimen fiscal para la adquisición de la primera vivienda a partir del 1 de enero de 2011). De esta forma, los seis primeros meses de 2010, la venta de viviendas ha avanzado un 14,2%, situándose en 257 mil (32 mil más que el mismo periodo del año anterior). El grueso de este avance deriva de las viviendas de segunda mano, que han registrado un incremento interanual del 40,9% el primer semestre del año, mientras que las nuevas han caído moderadamente, un 7,5%. Pese a esta mejora, las incertidumbres que afronta la economía española, el elevado grado de endeudamiento familiar y las dificultades de acceso al crédito continúan lastrando la actividad y los precios del sector, de manera que las viviendas libres iniciadas entre enero y marzo se sitúan en un total de 17.876, por debajo de los 22.828 del mismo periodo de 2009 y más alejadas aún de los valores de los años precedentes (82.264 y 146.755 los mismos meses de 2008 y 2007, respectivamente). En este contexto, los precios parecen haber moderado su reducción, aunque las diferencias según los índices no son menores. Según el INE, los precios de la vivienda se redujeron únicamente un 0,9% en tasa interanual, reflejando un avance nulo de los de segunda mano y una caída del 1,7% en la vivienda nueva. Estos datos sugieren el aumento en los próximos trimestres, ya que en el segundo cuarto de 2009 la caída fue del 7,7% (de -3,9% los de segunda mano y de -11,2% los nuevos). Un perfil similar, de reducción importante del descenso, la suministran los datos del Ministerio de la Vivienda, que, en el caso de las viviendas libres, muestran una caída interanual el segundo trimestre de 2010 del 3,7% (ante el -8,3% del mismo periodo de 2009).

Esta mejora productiva ha tenido su reflejo al mercado de trabajo, de manera que, medido por los datos de EPA, la ocupación cayó un 2,5% en el segundo trimestre, lejos del -3,6% de los tres primeros meses del año y del -6,8% de media de 2009. Medida trimestralmente, la ocupación presentó la habitual recuperación del segundo trimestre, desde los 18.294 miles de empleos de los tres primeros meses a los 18.477 miles del segundo, aunque el avance de la población activa, de un 0,2% interanual y unos 115 mil nuevos activos más que en el

trimestre anterior, no ha permitido reducir la tasa de paro, que pasa del 20,0% al 20,1%. En este contexto, las previsiones de CatalunyaCaixa para la segunda mitad de 2010 anticipan una tímida creación de ocupación de 88 miles, con una tasa de variación interanual en torno a -1,0%, lo que continuará presionando sobre la incertidumbre de los hogares españoles. De esta forma, la tasa de ahorro no se espera que pueda reducirse de manera muy significativa en 2010.

La coyuntura en 10 minutos

Economía internacional

Las economías avanzadas continuaron la salida de la recesión el primer semestre,...	22
... apoyadas en la reactivación industrial...	22
... y en el impulso exterior	22
La recuperación sigue sin beneficiar a la ocupación	23
Los emergentes frenan su expansión.....	23
La energía aleja de momento la deflación.....	23

Economía española

Saldo positivo en el primer semestre,...	24
... gracias al dinamismo del consumo privado...	24
... y a la inversión en bienes de equipo,...	24
... mientras se frena el impulso exterior	25
Creación estacional de puestos de trabajo	25
Baja inflación y dualidad energía-subyacente	25

Economía catalana

Salida de la crisis en el primer semestre de 2010, aunque con avances muy moderados,...	26
... liderados por el sector industrial...	26
... y por las exportaciones.....	26
Intensa recuperación del turismo,...	27
... que permite mejores registros laborales.....	27
El IVA y la energía hacen repuntar la inflación	27

Bancos centrales y mercados

Las primas de riesgo en los países periféricos del euro continúan elevadas	28
Los bancos centrales anglosajones mantienen su política expansiva,...	28
... mientras que el BCE la modera	28
Las bolsas no muestran una tendencia definida,...	29
... nuevamente con un dólar débil,...	29
... que impulsa el precio de las materias primas.....	29

Economía internacional

Las economías avanzadas continuaron la salida de la recesión el primer semestre,...

El saldo positivo está vinculado a la persistencia de estímulos para el consumo, así como al fuerte dinamismo de las economías emergentes. El avance de Alemania el segundo trimestre (2,2%) fue significativo gracias al sector exterior, mientras que en EE.UU. destaca el incremento de la demanda interna, que ha aumentado de manera notable las importaciones. Los resultados menos positivos correspondieron a Japón, con una recaída del consumo y de la inversión.

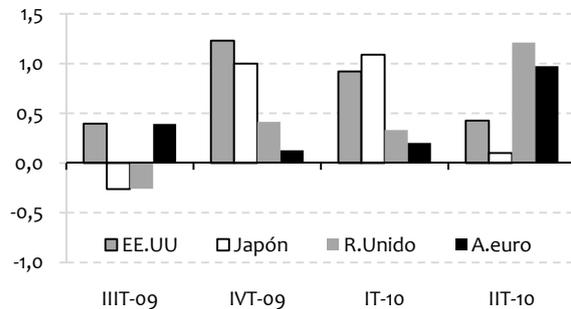
... apoyadas en la reactivación industrial...

La producción manufacturera muestra desde la primavera de 2009 una tendencia de mejora, con aumentos desde mínimos de la crisis del 5% en Reino Unido, del 10% en EE.UU. y el área del euro, y del 30% en Japón. Las ayudas al sector del automóvil y la reactivación del comercio internacional habrían tenido un efecto positivo significativo. Sin embargo, el nivel es aún en torno a un 10% inferior al de hace tres años, y la senda de recuperación se muestra en los últimos meses más volátil e incierta en algunas economías.

... y en el impulso exterior

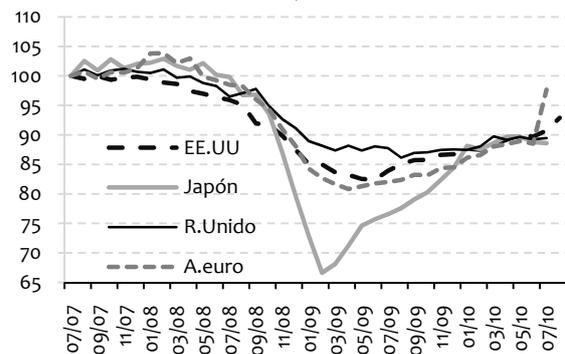
El valor del comercio internacional ha aumentado cerca de un 50% en el último año y medio, liderado por los países emergentes. Buena parte de la caída durante la crisis se debió a un fuerte ajuste de los precios, situación que se ha ido corrigiendo al lado de una reactivación del volumen de demanda mundial. Es previsible que la senda se frene en intensidad el segundo semestre, pero las perspectivas se mantienen positivas a medio plazo.

Producto interior bruto
Variación trimestral en porcentaje



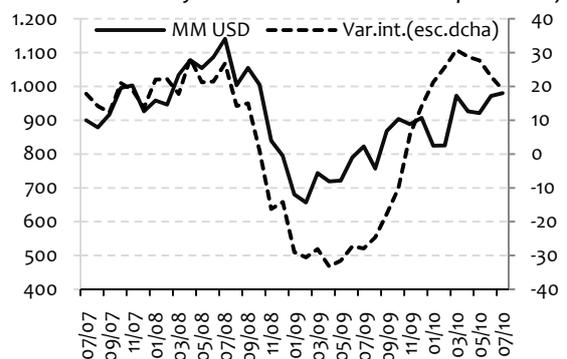
Fuente: estadísticas de contabilidad nacional

Producción de la industria manufacturera
Índice 100 = julio de 2007

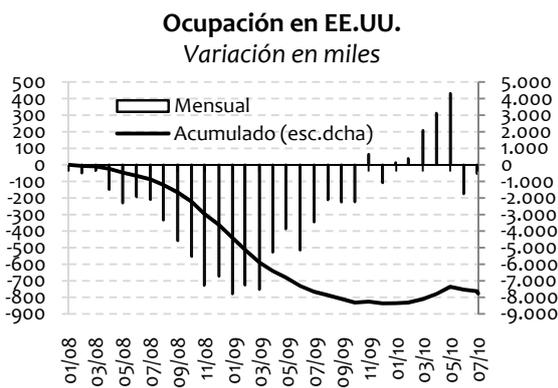


Fuente: estadísticas nacionales

Exportaciones de los 25 principales países
Valor mensual y variación interanual en porcentaje



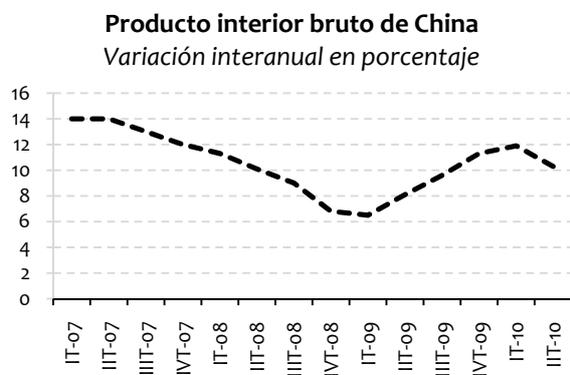
Fuente: estadísticas nacionales



Fuente: BLS

La recuperación sigue sin beneficiar a la ocupación

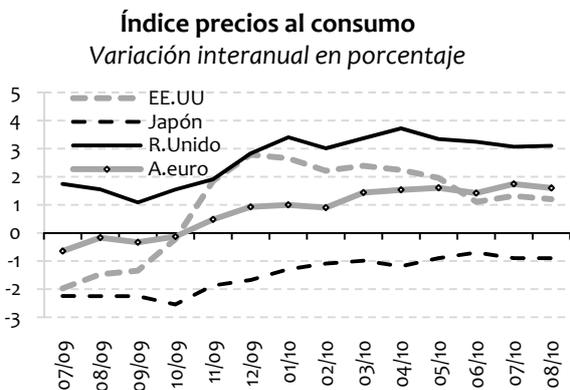
Una de las debilidades más significativas en el crecimiento acumulado el último año es la falta de transmisión al mercado laboral. En EE.UU., el saldo de la crisis es la destrucción de unos 8 millones de puestos de trabajo. La mejora apuntada al inicio de 2010, con un componente elevado de ocupación pública, se ha desvanecido. La condición estructural del paro comienza a preocupar crecientemente a las autoridades.



Fuente: oficina nacional de estadística

Los emergentes frenan su expansión

El banco de China ha subido tres veces en 2010 el coeficiente de reserva a las entidades bancarias, a la vez que se han ido agotando los efectos de los estímulos fiscales de 2009. Los bancos centrales de otras economías asiáticas y de América Latina han reducido también el sesgo expansivo de su política monetaria, en un contexto de fuerte crecimiento y tensiones inflacionistas.



Fuente: estadísticas nacionales

La energía aleja de momento la deflación

Pese a la recuperación en el último año, el exceso de capacidad instalada presiona a la baja los precios de bienes y servicios. Sólo el encarecimiento del petróleo el primer semestre (más de un 50% interanual) ha impulsado nuevamente al alza la inflación en los países desarrollados, que, en cualquier caso, se mantiene en niveles compatibles con la actual política monetaria expansiva.

Economía española

Saldo positivo en el primer semestre,...

Con avances trimestrales del 0,1% y el 0,2%, la economía ha salido de la recesión. Los estímulos económicos han prolongado sus efectos, estabilizando el PIB en términos interanuales. Sin embargo, la crisis ha supuesto un fuerte choque estructural y el volumen de actividad es hoy similar al de hace cuatro años. En el segundo semestre es preciso esperar una recaída por un escenario fiscal más restrictivo a corto y a medio plazo.

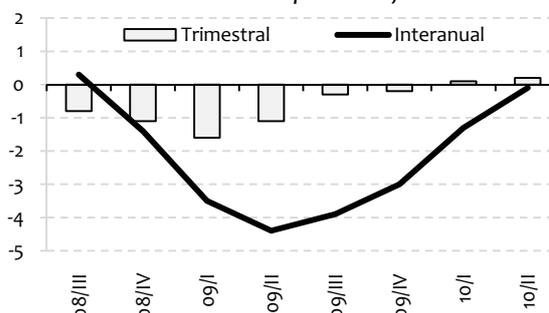
... gracias al dinamismo del consumo privado...

Con un peso en el PIB próximo al 60%, registró en el primer semestre un avance anualizado superior al 4%. La mayoría del dinamismo vino por las ayudas del Plan 2000E para la adquisición de vehículos. También contribuyó una cierta recuperación del turismo doméstico y el anticipo de compras por la subida del IVA en julio. La retirada de estímulos, con un mercado laboral aún débil, puede recuperar las caídas en la segunda mitad de 2010.

... y a la inversión en bienes de equipo,...

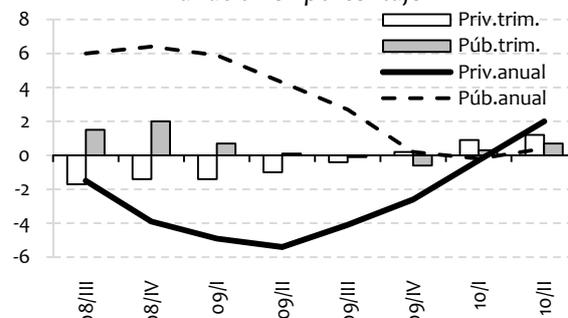
Cuatro trimestres consecutivos de aumento han situado la tasa interanual en el 8,7%. El avance del segundo trimestre fue muy superior al anticipado por los indicadores parciales, si bien el nivel de inversión es equivalente al de hace seis años. Por su parte, el ajuste continúa en la construcción, si bien con un deterioro más moderado en la vivienda, tal vez en parte por el anticipo a cambios fiscales, y creciente en el resto, perjudicado por la contención en la obra pública.

Producto interior bruto
Variación en porcentaje



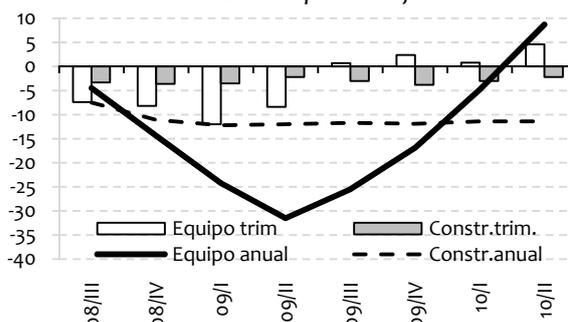
Fuente: INE

Gasto en consumo final
Variación en porcentaje



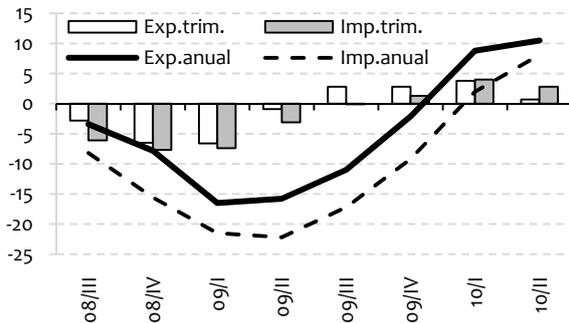
Fuente: INE

Formación sucia de capital fijo
Variación en porcentaje



Fuente: INE

Flujos de bienes y servicios con el exterior
Variación en porcentaje

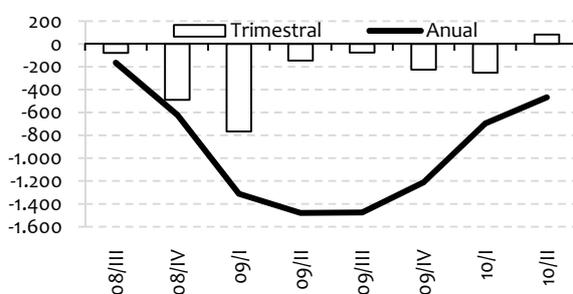


Fuente: INE

... mientras se frena el impulso exterior

Después de dos años con una evolución más favorable, las exportaciones crecieron menos que las importaciones en el primer semestre, y contribuyeron así de manera negativa a la variación del PIB. Las ventas de bienes al exterior avanzaron un 1,3% el segundo trimestre, por debajo del promedio del 4,7% los tres anteriores, mientras que las de servicios turísticos se estancaron, si bien los indicadores sugieren un mayor dinamismo de la demanda en verano por el ajuste competitivo.

Ocupados
Variación en miles

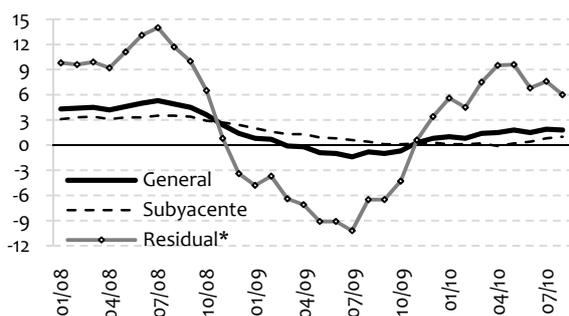


Fuente: INE

Creación estacional de puestos de trabajo

Por primera vez en dos años se generaron lugares del trabajo, con un aumento de 83 mil ocupados en el segundo trimestre, vinculados en grande parte al sector de servicios turísticos. El incremento apenas supone un 4% del total de ocupación destruido en la crisis. El tercer trimestre podría acabar también con un avance, pero en el conjunto del año es preciso esperar una reducción adicional superior al 2%. La tasa de paro superó el 20% el primer semestre.

Índice de precios al consumo
Variación interanual en porcentaje



*Alimentos no elaborados y productos energéticos
Fuente: INE

Baja inflación y dualidad energía-subyacente

El encarecimiento del petróleo es el principal factor de impulso de los precios al consumo, que de una caída del 0,3% en 2009 han pasado a un avance medio del 1,5% hasta agosto de 2010. Sólo la subida del IVA en julio ha tensionado ligeramente la inflación subyacente. A pesar de ello no supera el 1% por decimosexto mes consecutivo. El escenario central prevé aumentos del IPC ligeramente superiores al 2% en el segundo semestre y una cierta moderación en 2011.

Economía catalana

Salida de la crisis en el primer semestre de 2010, aunque con avances muy moderados,...

El PIB avanzó el 0,1% en el segundo trimestre, y situó el ritmo de caída interanual en el 0,4%, desde el -1,4% anterior. La especialización industrial y exportadora está permitiendo recuperarse de una mayor contracción del PIB que en el conjunto de España. El VAB industrial y primario serían los únicos con variación interanual positiva el segundo trimestre, del 1,4% y el 2,2%, respectivamente, mientras los servicios habrían moderado la contracción hasta el 0,2% (-0,8% anterior) y la construcción hasta el 7,9% (-8,5% anterior).

... liderados por el sector industrial...

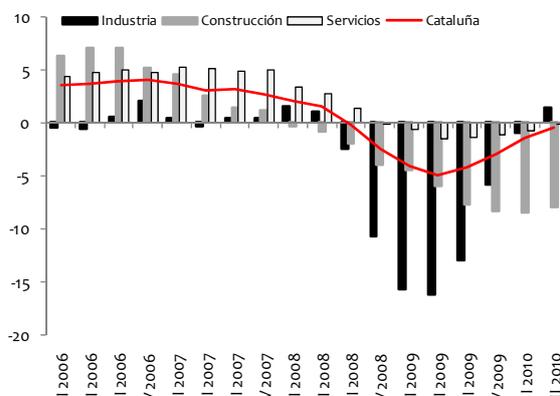
La producción industrial mostró un dinamismo muy superior al del conjunto de España en los primeros siete meses de 2010 (4,7% interanual delante el 1,4%), con una contribución significativa a este diferencial de los bienes de consumo duradero y de capital. Las perspectivas para el sector industrial continúan siendo positivas, según la evolución de los pedidos, que se han situado en máximos desde septiembre de 2008, y han hecho subir 7,0 puntos el índice de clima industrial respecto al trimestre anterior, y 18,1 puntos respecto a los registros de un año antes.

... y por las exportaciones

Las exportaciones de bienes en Catalunya han mantenido un crecimiento similar al del conjunto de España (16,8% ante el 16,3% interanual enero-junio), si bien el mayor grado de apertura ha repercutido más positivamente en el primer caso. Por tipología de bienes, destaca el dinamismo de los intermedios y de los de capital (de manera respectiva un 28,1% y un 18,7%), en contraste con el 0,8% en los bienes de consumo, que refleja la debilidad de la demanda interna en los mercados de destino.

Producto interior bruto

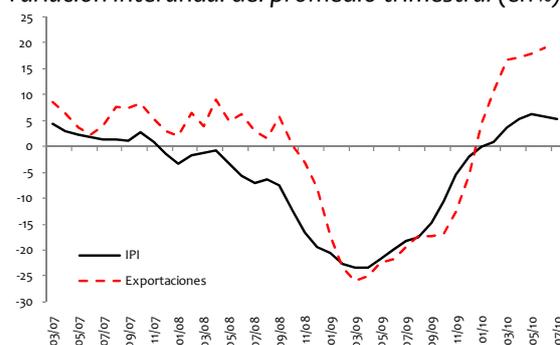
Tasa de variación interanual real en porcentaje



Fuente: IDESCAT.

Índice de producción industrial y exportaciones

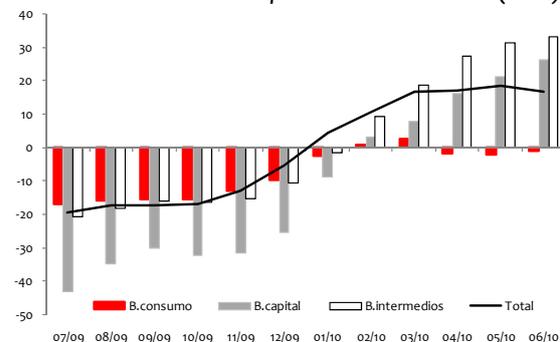
Variación interanual del promedio trimestral (en %)



Fuente: IDESCAT.

Exportaciones por tipología de bienes

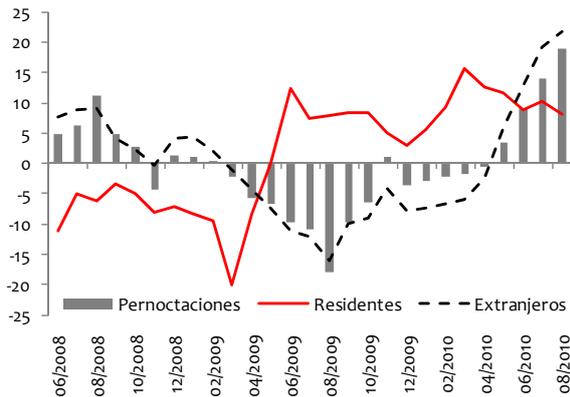
Variación interanual del promedio trimestral (en %)



Fuente: IDESCAT.

Pernoctaciones hoteleras

Variación interanual del promedio trimestral (en %)



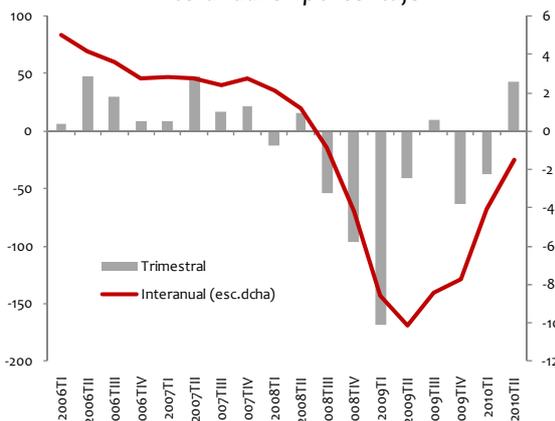
Fuente: INE.

Intensa recuperación del turismo,...

La coyuntura turística internacional más favorable desde el inicio del año se ha puesto de manifiesto en el ritmo de avance interanual de las pernoctaciones hoteleras, del 13,2% en enero-agosto, por encima del registro de España (5,5%). Según la procedencia, destaca el dinamismo de las pernoctaciones de los extranjeros (15,1%), que corrigen la caída del año anterior (-9,3%). Según la distribución por zonas turísticas destacan Barcelona, el Garraf y el Maresme por su mayor dinamismo, y la Costa Dorada por su recuperación, mientras la Costa Brava aún muestra un registro débil.

Ocupación

Variación trimestral en miles de personas y variación interanual en porcentaje



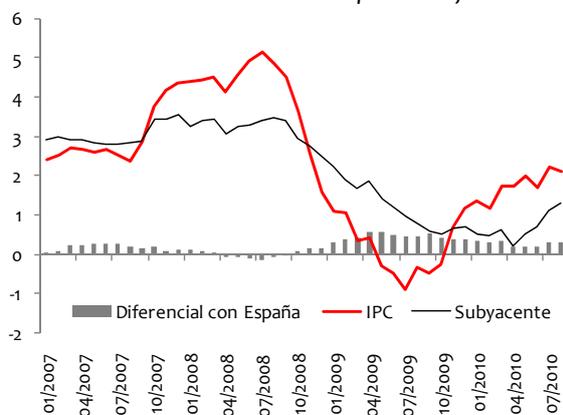
Fuente: INE.

... que permite mejores registros laborales

El mercado laboral mostró en Catalunya un perfil ligeramente más favorable, sobre todo en el segundo trimestre, que contribuyó con más de la mitad de los nuevos ocupados en el conjunto de España (43 de 83 mil), si bien en términos interanuales la variación continuó en terreno negativo (-1,5%). La mejora descansó en el sector servicios con el inicio de la temporada turística de verano. Respecto a la tasa de paro, se redujo dos décimas, hasta el 17,7%, con un total de 676 mil parados.

Índice de precios al consumo

Variación interanual en porcentaje



Fuente: IDESCAT.

El IVA y la energía hacen repuntar la inflación

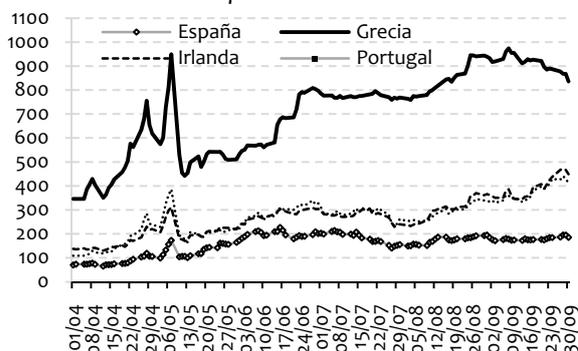
La inflación se situó en el 2,1% en agosto, superando por segundo mes consecutivo desde finales de 2008 el 2%, debido al aumento del precio de la energía, del 8,5% interanual, y del incremento del IVA, que impulsó la inflación subyacente hasta el 1,3%. El diferencial con España se situó en 0,3 puntos porcentuales, explicado, principalmente, por los grupos de menaje, alimentos y bebidas no alcohólicas, enseñanza, ocio y cultura y otros bienes y servicios.

Bancos centrales y mercados financieros

Las primas de riesgo en los países periféricos del euro continúan elevadas

La incertidumbre en torno a la recuperación económica el segundo semestre, nuevas rebajas de calificación crediticia y el elevado coste del salvamento bancario en Irlanda han llevado a la prima soberana a zona de máximos, al mismo tiempo que la rentabilidad del bono alemán ha alcanzado nuevos mínimos históricos del 2,11% a 10 años. Cabe destacar que en el episodio reciente, España muestra un comportamiento diferencial positivo con relación a Irlanda, Portugal y Grecia.

Diferencial de rentabilidad a 10 años con Alemania
En puntos básicos

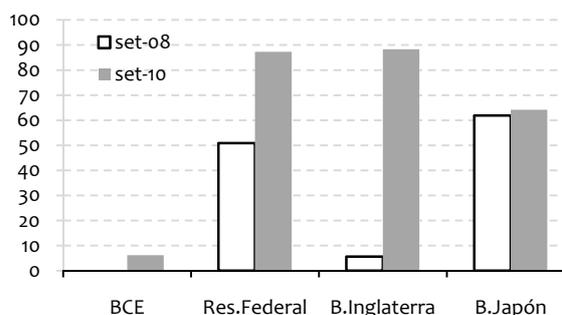


Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.

Los bancos centrales anglosajones mantienen su política expansiva,...

El deterioro de las perspectivas económicas y las débiles bases de la recuperación han llevado a la Reserva Federal y al Banco de Inglaterra a tomar medidas para sostener el volumen de títulos de deuda en sus carteras, equivalente de manera respectiva al 87% y al 88% de su activo. En el caso de EE.UU., esta decisión se ha añadido a una corrección a la baja en los tipos de interés y en sus expectativas a corto y a medio plazo.

Cartera de títulos de los bancos centrales
En porcentaje del activo

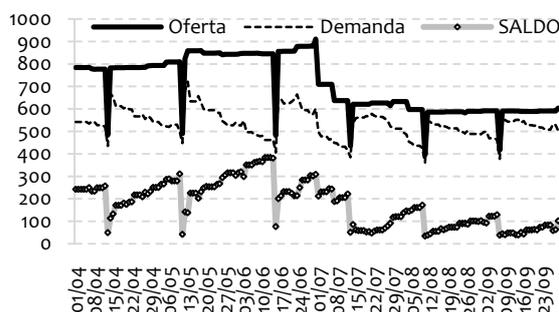


Fuente: elaboración propia a partir de bancos centrales

... mientras que el BCE la modera

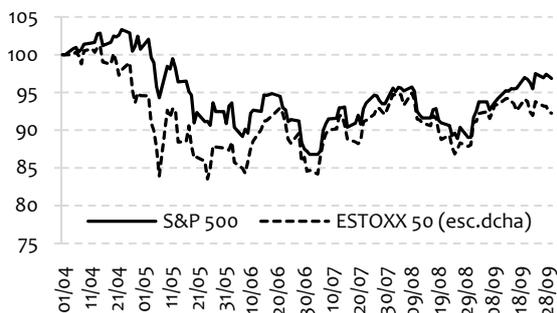
El vencimiento de 442 miles de millones el 1 de julio no supuso grandes tensiones de liquidez, pero sí una reducción del excedente en el sistema, que provocó cierto ajuste al alza en los tipos de interés. El bajo crecimiento e inflación, así como la persistencia de tensiones en el interbancario, favorece la estabilidad de la tasa de referencia, pero la curva podría tensionarse por aumentos en la prima de riesgo o por una retirada anticipada de las medidas de liquidez extraordinarias.

Demanda y oferta de liquidez al área del euro
Miles de millones de euros



Fuente: elaboración propia a partir de BCE

Índices bursátiles en EE.UU. y área del euro
Índice 100 = 01/04/10

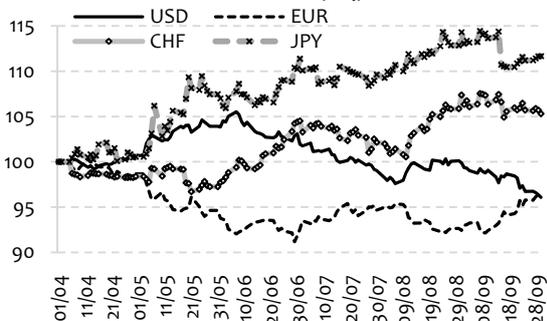


Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.

Las bolsas no muestran una tendencia definida,...

La crisis de deuda, primero, y el deterioro de las expectativas económicas, después, han impedido a la renta variable sostener una tendencia favorable en 2010. Después de un breve periodo de ganancias durante el verano volvieron las pérdidas y en septiembre muestra una evolución ligeramente dispar en EE.UU. y Europa, condicionado por la persistente incertidumbre en torno a las finanzas públicas en el último caso (el S&P 500 ha subido un 5,0% y el ESTOXX50 un 2,1%).

Tipos de cambio efectivo
Índice 100 = 01/04/10

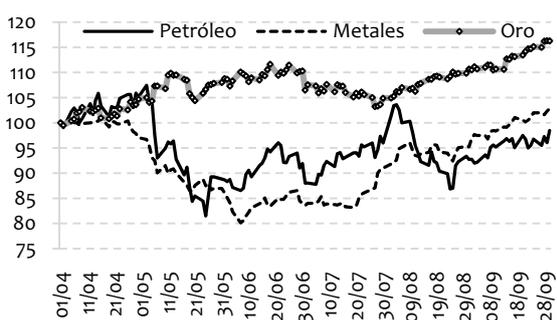


Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.

... nuevamente con un dólar débil,...

El dólar ha recuperado una tendencia depreciadora, favorecida por el discurso monetario expansivo de la Reserva Federal. En septiembre ha perdido un 7,6% de valor respecto al euro hasta valores de 1,36 USD/EUR, pese a la incertidumbre económica y financiera en Europa. El yen y el franco suizo han frenado su senda apreciadora, aunque mantienen atractivo en su condición de activo refugio.

Precio de materias primas
Índice 100 = 01/04/10



Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.

... que impulsa el precio de las materias primas

La debilidad del dólar continúa siendo, junto al dinamismo de las economías emergentes, uno de los factores de impulso de los precios de los alimentos, los metales y la energía. El barril de petróleo Brent, después de abaratarse de 85 a 71 dólares en agosto, ha recuperado una senda alcista en su cotización, hasta valores alrededor de 80 dólares. El subíndice de metales acumula una subida del 24% desde mediados de julio y el oro ha alcanzado nuevos máximos históricos, en 1.309 dólares por onza.

Recuadro: “La política monetaria del BCE frente a la crisis de deuda y ante el ajuste fiscal”

El año 2010 está marcado por la crisis de deuda pública en las economías europeas, iniciada en Grecia, contagiada en el resto de economías periféricas, con unas perspectivas también desfavorables en sus finanzas públicas, y amplificada por la exposición de los sistemas bancarios de los países centroeuropeos. Las tensiones registradas en los mercados han forzado a los gobiernos a adoptar planes de ajuste fiscal adicionales en el conjunto de países del área del euro, que han llevado a revisar a la baja las expectativas de crecimiento económico ya a partir del segundo semestre de este año.

Los efectos más dramáticos de la crisis de deuda se pudieron evitar gracias a las medidas extraordinarias adoptadas el pasado mayo por la Unión Europea, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo. Sin embargo, la senda de recuperación del área del euro no acaba aún de ser clara. En un contexto de ajuste fiscal y de un sistema financiero aún con riesgos, el papel de la política monetaria será muy relevante. Este recuadro revisa en primer lugar la crisis de deuda y las respuestas inmediatas y centra después el análisis principal en la gestión de liquidez del BCE y en qué es preciso esperar en próximos trimestres.

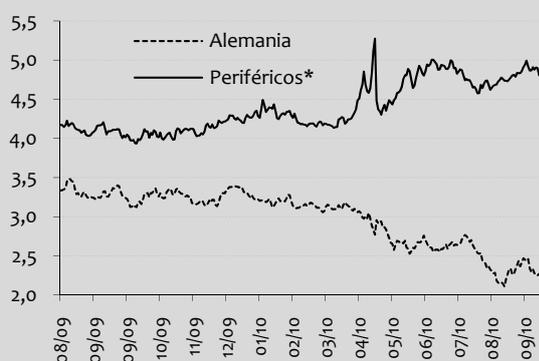
El falseamiento de las cuentas públicas griegas, las rebajas de calificación y el deterioro generalizado de las perspectivas fiscales acabaron contagiándose a otras economías periféricas y afectaron también al coste de financiación de los países centrales, a excepción del “refugio” alemán

A finales de 2009, con la conformación de un nuevo gobierno en Grecia y después de la advertencia en 2008 de la Comisión Europea, se reveló que el anterior ejecutivo había falseado las cuentas públicas. Las finanzas estatales se encontraban muy deterioradas y con alta incertidumbre con respecto a su sostenibilidad, partiendo de un déficit público del 13,5% del PIB en 2009, ante el 8,0% estimado previamente, y con un nivel de deuda pública muy elevado, del 112,9% del PIB en 2009 y con perspectivas de alcanzar el 135,4% en 2011.

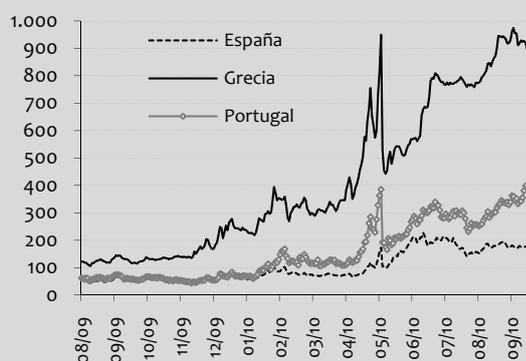
Ante este panorama tan incierto, los mercados financieros reaccionaron con dureza respecto a la rentabilidad del bono griego, que el 7 de mayo alcanzó el 12,3% en su referencia a 10 años, hecho que supuso un diferencial de 950 puntos básicos respecto al equivalente alemán. Por otra parte, las principales agencias de calificación de riesgo internacionales rebajaron el rating de la deuda pública griega. Moody's lo redujo el 15 de junio en cuatro escalones, situándolo en 'Ba1', una calificación de “bono basura”, que introdujo tensiones adicionales en los mercados secundarios de deuda pública.

Gráfico 1. Rentabilidad de la deuda pública a 10 años en países periféricos y en Alemania

A. En porcentaje (intervalo del 2,0% al 5,5%)



B. Diferencial con Alemania en puntos básicos



*Ponderado por el stock de deuda pública previsto para 2010 en Italia, España, Grecia, Portugal e Irlanda.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ecowin y de Eurostat.

El nivel de tensión de los mercados financieros se trasladó con especial virulencia al resto de las economías periféricas, Portugal, Irlanda y España, países que tenían un mayor déficit público y un aumento esperado más intenso en su nivel de deuda pública. Sin embargo, el encarecimiento de la financiación pública y de los seguros de crédito se dibujó en el conjunto de países del área del euro, a excepción de Alemania, cuyos títulos han actuado de activo refugio, con rentabilidades que han marcado mínimos históricos del 2,1% en la referencia a 10 años.

La acción conjunta de la Comisión Europea, el FMI, los gobiernos y el BCE hicieron abortar en mayo un escenario más dramático derivado de la crisis de deuda

Ante los acontecimientos y efectos de la crisis de deuda pública, y después del anuncio de un severo plan de ajuste fiscal por parte del gobierno griego, una de las primeras medidas que adoptó el BCE fue la relajación de los criterios para adoptar deuda helena como colateral en sus operaciones de liquidez. El mismo día, 3 de mayo, la Comisión Europea y el FMI, con el beneplácito del BCE, acordaron la concesión de un crédito bilateral al gobierno griego por 110 mil millones de euros para poder hacer frente a sus necesidades de financiación.

Este conjunto de medidas adoptadas con el objetivo de trasladar un mensaje de soporte a la situación griega no fueron suficientes para calmar la incertidumbre de los mercados financieros, por lo que, en una reunión extraordinaria de las ministras de economía y finanzas (ECOFIN) el final de semana del 8 y 9 de mayo, se acordó la creación de un fondo de estabilización, que conjuntamente con el FMI dispondría de hasta 750 mil millones de euros para cubrir las necesidades de financiación públicas de las economías con problemas. Este paquete de ayuda contará con 60 mil millones de euros de los recursos propios de la Unión Europea, 440 mil millones garantizados por los países miembros y 250 mil millones aportados por el FMI, a un coste de financiación del 5%.

El 10 de mayo, el BCE anunció la adopción de una serie de medidas adicionales para afrontar los efectos de la crisis: el inicio de un plan de compra de deuda pública, la extensión de las subastas ilimitadas a 3 meses hasta septiembre, la celebración de una nueva subasta ilimitada a 6 meses el mismo día 12 de mayo y la reactivación de las líneas *swap* en coordinación con otros bancos centrales.

Esta segunda “ola” de medidas tuvo mejor acogida por parte de los mercados financieros y se relajaron las tensiones en los diferenciales de deuda pública, especialmente los de las economías periféricas que habían recibido con mayor intensidad el contagio de la situación griega. Además, el euro interrumpió su depreciación frente al dólar, indicio de menor desconfianza hacia la unión monetaria.

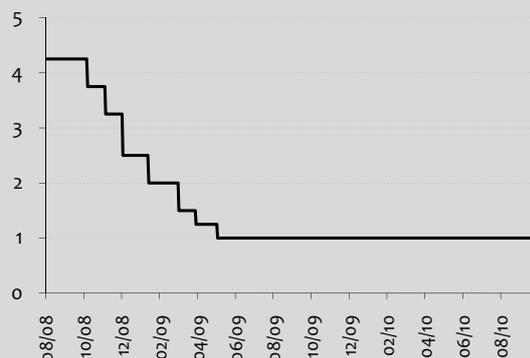
Desde el choque generado por la quiebra de Lehman Brothers, el BCE ha mantenido una política monetaria expansiva en tipos de interés y liquidez y mucho más modesta en adquisición de títulos

Desde el agravamiento de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008 (con la quiebra de *Lehman Brothers*, el episodio de aversión al riesgo asociado y el contagio a la economía real), el BCE ha mantenido una política monetaria expansiva que le ha llevado a reducir los tipos de interés a niveles mínimos históricos, a la vez que ha introducido un incremento en el volumen de los recursos disponibles para las entidades financieras, así como una mayor flexibilidad en los instrumentos de financiación.

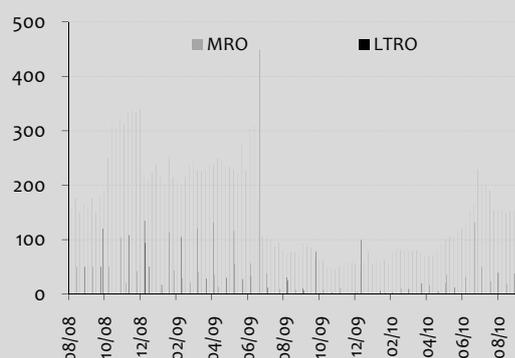
Respecto a la evolución de los tipos de interés, el repunte de la inflación a niveles muy por encima del objetivo de estabilidad de precios (un 4% en junio y en julio de 2008) había llevado al BCE a elevar la tasa de referencia al 4,25% en la reunión de julio. Los acontecimientos posteriores provocaron un cambio radical de escenario económico y financiero, que condujo al BCE a la intensa reducción de los tipos de interés entre el 13 de octubre de 2008 y el 11 de mayo de 2009, hasta situarlos en el 1%, el nivel más reducido desde la creación del área del euro. Desde entonces, y aunque se han observado señales de recuperación económica, ésta, o ha sido moderada o ha sido sostenida por estímulos transitorios, al mismo tiempo que el escenario de precios a corto y a medio plazo es de una inflación por debajo de la referencia del 2%. En este contexto es previsible que el BCE no modifique los tipos de interés hasta principios de 2012.

Gráfico 2. Política monetaria del BCE a raíz de la crisis financiera internacional**A. Tipos de interés de referencia**

En porcentaje

**B. Subastas de liquidez**

Miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ecwin y del BCE.

En cuanto al volumen del balance del BCE, de manera paralela al inicio de un ciclo de bajadas de los tipos de interés, en octubre de 2008 se adoptaron medidas dirigidas a dar liquidez al sistema financiero, dadas la escasa confianza y la aversión al riesgo de las entidades. Se modificó el sistema de subastas semanales, estableciéndolas a tipo fijo y con cantidad ilimitada de recursos (o mejor dicho, limitada sólo por el colateral). Se reforzó la provisión de recursos a más largo plazo, a 1, 3 y 6 meses. Se amplió la lista de activos elegibles como colateral¹ y se redujo el límite inferior de calificación crediticia de “A-“ a “BBB-“, exceptuando la de los *Asset-Backed Securities* (ABS). Y finalmente, el BCE concertó con otros bancos centrales operaciones de *swaps* en dólares, francos suizos y yenes.

El 7 de mayo de 2009, el BCE aprobó la celebración de tres subastas extraordinarias de liquidez a 12 meses. La primera, y con mayor volumen de demanda, se celebró el 24 de junio a un tipo de interés fijo del 1%, seguida de otra el 30 de septiembre en las mismas condiciones, aunque con menor demanda, y una última, el 16 de diciembre, en la cual se introdujo un diferencial sobre el tipo de interés.² En el mismo consejo de gobierno se aprobó la participación del Banco Europeo de Inversión (BEI) como entidad de contrapartida en las operaciones de política monetaria del BCE, y un programa de adquisición de deuda garantizada de 60 mil millones de euros, que finalizó en junio de este año. Este programa ha sido de una cuantía muy moderada en comparación a otros equivalentes de compra de activos por parte de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra. Así, apenas llega al 3% del balance del BCE.

Finalmente, como ya se ha señalado, a raíz de la reunión extraordinaria del ECOFIN del pasado mayo, con participación de la Comisión Europea y del BCE, este último decidió el inicio de un programa de adquisición de deuda pública, que de momento alcanza un volumen similar al de la cartera de títulos privados. Este aspecto será comentado con más detalle en el siguiente apartado.

El balance del Eurosistema se mantiene en volúmenes próximos a 2 billones de euros

El balance del BCE ha aumentado desde el estallido de la crisis financiera en los Estados Unidos en verano de 2007. El 24 de junio de este año, el balance del Eurosistema totalizaba 1,21 billones de euros, un 13% del PIB del área del euro. El 12 de septiembre de 2008, momento previo a la quiebra de *Lehman Brothers*, el volumen ya era de 1,46 billones, un 16% del PIB. Sin embargo, el incremento más significativo del balance vino a partir de este episodio, hasta superar a finales de octubre los 2 billones de euros, después de un aumento del 40% en menos de un mes y medio. Este incremento estuvo vinculado al crecimiento de las partidas de las operaciones de inyección de liquidez a más largo plazo, así como, en

¹ Abarcando instrumentos de deuda emitidos en el área del euro en dólares, yenes y libras esterlinas, créditos sindicados en euros regidos por la ley británica, instrumentos de deuda negociados en mercados no regulados (certificados de depósitos incluidos), instrumentos de deuda subordinada emitidos bajo determinadas garantías y depósitos a plazo.

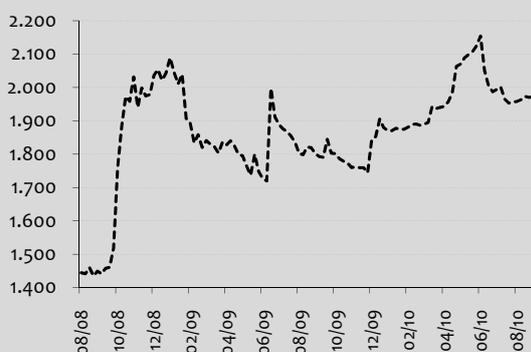
² El tipo de interés aplicado al final de la operación sería el promedio ponderado del tipo de interés mínimo de las operaciones principales de financiación que se celebraran hasta el vencimiento. Las perspectivas de estabilidad de tipos de interés de referencia harán que el tipo de interés aplicado finalmente sea igualmente del 1%.

menor medida, al incremento de partidas ligadas a las operaciones de swaps con otros bancos centrales. Desde entonces, el balance del BCE se ha mantenido relativamente estable en niveles elevados entre 1,72 y 2,15 billones de euros, valor máximo equivalente al 23% del PIB del área del euro y conseguido el 25 de junio de 2010, antes del vencimiento de la subasta a 12 meses celebrada un año antes.

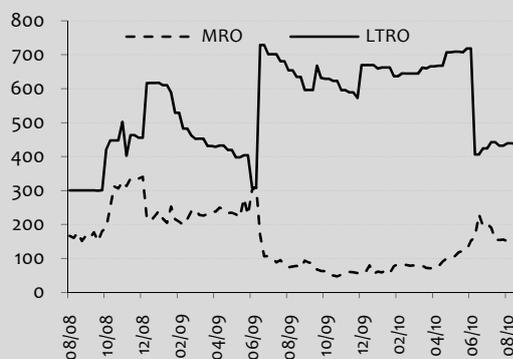
Gráfico 3. Balance del Eurosistema (datos semanales)

En miles de millones de euros

A. Activo total



B. Activo vinculado a inyecciones de liquidez*



*MRO=Operaciones principales de financiación. LTRO=Operaciones a más largo plazo.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

El vencimiento de la subasta a 12 meses el 1 de julio ha reducido el exceso de liquidez sin grandes tensiones adicionales, con un ligero repunte del EONIA, al cual también ha dotado de estacionalidad...

El vencimiento de esta subasta el 1 de julio, con un volumen de 442 mil millones de euros, generó bastante incertidumbre en los mercados financieros ante las posibles dificultades de liquidez para las entidades de crédito. Para afrontar la amortización de este volumen, las expectativas anticipaban un incremento de las necesidades de financiación canalizadas a través de las operaciones principales de financiación semanales (de 152 mil millones el 23 de junio a unos 250-300 mil millones), así como el recurso a una parte del excedente de liquidez que se iba depositando en la facilidad marginal del BCE (309 mil millones el 30 de junio). Finalmente, el volumen pedido en la subasta semanal fue muy inferior, de 162 mil millones el 30 de junio, pero ésta fue acompañada de una subasta extraordinaria a 6 días que alcanzó una demanda de 111 mil millones y de otra de programada ya a 3 meses que totalizó 162 millones más. En definitiva, los nuevos recursos inyectados ascendieron a 253 mil millones, 189 mil millones menos que la cantidad amortizada. Esta evolución tuvo reflejo en una reducción de la demanda de liquidez de 104 mil millones y en una disminución del excedente de oferta en la cuantía restante. La facilidad marginal de depósito redujo su saldo en 96 mil millones el 1 de julio. La semana siguiente, cuando venció la subasta extraordinaria a 6 días, la semanal ordinaria aumentó a 229 mil millones de euros, con un saldo neto de liquidez nuevamente negativo, por 45 mil millones, reduciéndose la facilidad marginal de depósito en 55 mil millones. Estos resultados fueron algo más favorables de lo que se esperaba y constituyeron indicios de una cierta normalización en los mercados. El tipo de interés interbancario a 1 día (EONIA) ha pasado de un promedio del 0,35% entre junio de 2009 y junio de 2010 a cotizaciones desde el 1 de julio en un rango más amplio, entre el 0,32% y el 0,56% fuera de los periodos de mantenimiento de reservas, con un promedio del 0,43%, adoptando un patrón estacional vinculado con éstos y el menor excedente de liquidez existente hoy.

...y cierta recuperación del volumen de negociación interbancario a plazos cortos, aunque la desconfianza persiste entre las entidades, y mantiene primas de riesgo significativas

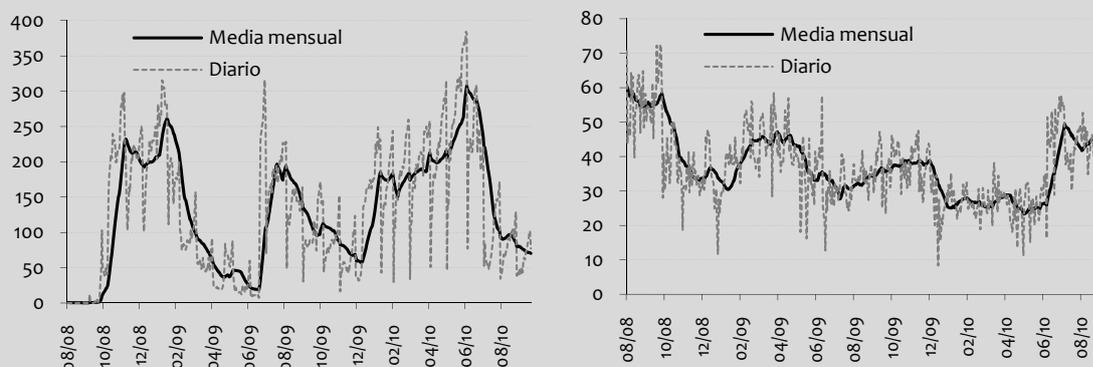
En este mismo sentido, el volumen diario de negociación en el mercado EONIA ha aumentado desde la amortización de la subasta a 12 meses, pasando de un promedio de 31 mil millones de euros desde su celebración en junio de 2009 a 46 mil millones de euros de media desde su vencimiento, cifra en línea con los valores registrados entre el estallido de la crisis financiera en los Estados Unidos en verano de 2007 y la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008. Sin embargo, esta mejora de la negociación diaria en el mercado interbancario no debe ser necesariamente extensible a otros plazos, en que la aversión al

riesgo de las entidades financieras se habría mantenido. Además, como pasó las dos primeras semanas de agosto, se han registrado episodios breves de nuevas caídas del volumen de negociación, reflejo de la desconfianza que aún persiste en el mercado, con dudas alrededor de la solidez de la recuperación económica y del sistema financiero europeo.

Gráfico 4. Gestión de la liquidez por parte del BCE y volumen de negociación interbancaria a 1 día

A. Apelación a la facilidad marginal de depósito

B. Negociación EONIA en miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

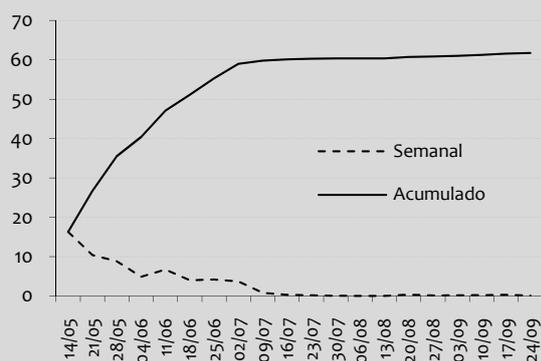
La compra de deuda pública por parte del BCE es aún muy modesta en comparación con las carteras de otros bancos centrales, pero el programa ha contribuido a frenar las tensiones en los mercados y ha dado otra referencia al interbancario a través de las subastas de depósitos asociadas

Por otra parte, el BCE anunció el 10 de mayo el inicio de compras de deuda pública vinculadas al denominado *Securities Markets Programme* (SMP), con el objetivo de estabilizar el mercado de estos activos después de los episodios de tensión originados en Grecia. Para compensar su efecto expansivo sobre la liquidez, el BCE decidió esterilizar estas actuaciones mediante la realización de subastas semanales de depósitos, con un tipo de interés máximo de licitación equivalente al de las operaciones principales de financiación (ahora en el 1%). El volumen de compra ha sido desde entonces decreciente, ya que, frente a los 40 mil millones adquiridos en las cuatro primeras semanas, las cuatro siguientes acumularon 19 mil millones y entre julio y septiembre apenas 2.700 millones más, para un total de 61.700 millones, un 3% del balance total del Eurosistema. Este volumen queda muy lejos de las carteras de deuda pública de la Reserva Federal (801 mil millones de dólares, un 34% de su balance), del Banco del Japón (80 billones de yenes, un 64%) y del Banco de Inglaterra (219 mil millones de libras, un 89%).

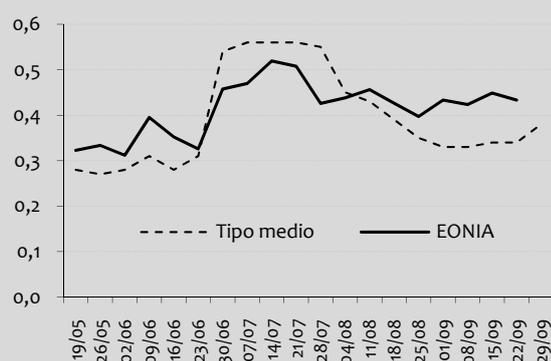
Aunque el volumen de deuda pública adquirido por parte del BCE ha sido relativamente reducido, es preciso mencionar dos impactos relevantes. Por una parte, el efecto estabilizador que, al lado de otras medidas extraordinarias, ha tenido sobre los mercados financieros, relajando o evitando nuevas tensiones en las primas de riesgo soberanas. Y por otra parte, el mercado interbancario cuenta con otra referencia en el tipo de interés de las subastas semanales de depósitos que se celebran para esterilizar la compra de deuda pública. Así, hasta el elevado vencimiento del 1 de julio, el tipo medio había sido del 0,29% y el EONIA del 0,34%. En julio, los promedios aumentaron hasta el 0,55% y el 0,46%, respectivamente, en agosto volvieron a moderarse en los dos casos, y en septiembre se han estabilizado.

Gráfico 5. Programa de adquisición de deuda pública por parte del BCE (2010)

A. Compras en miles de millones de euros*



B. Tipo medio de las subastas de depósitos y EONIA**



*Compras efectuadas en la semana que concluye el día señalado. **Media semanal desde el día de la subasta de depósitos.

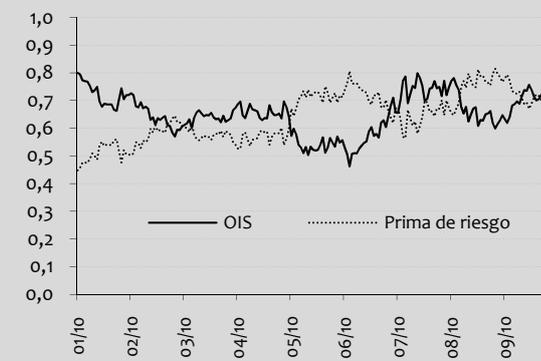
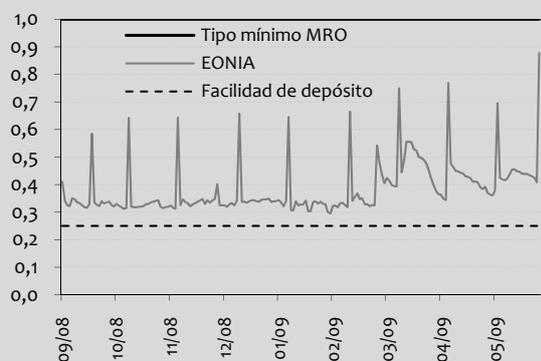
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

El efecto neto de los últimos meses sobre la curva interbancaria ha sido un ligero repunte

Con relación al impacto sobre la curva interbancaria de las diferentes medidas del BCE y de la dinámica de los mercados, es preciso diferenciar los dos componentes del tipo de interés Euribor. Por una parte, el considerado libre de riesgo recoge las perspectivas sobre el tipo de interés de referencia y las desviaciones del EONIA con respecto a éste. La referencia es el tipo de interés derivado de los *Overnight Indexed Swap* (OIS), que se corresponde con el valor medio que el mercado espera que tenga el EONIA en el plazo correspondiente. Y por otra parte, hay la prima de riesgo. Así, antes del vencimiento de la subasta a 12 meses y las semanas posteriores (de mediados de junio a mediados de julio), el tipo de los OIS para los diferentes plazos fue repuntando por el menor exceso de liquidez, entre 20 y 30 puntos básicos, mientras que la prima de riesgo se redujo entre 5 y 15 puntos básicos, dando como saldo un aumento del Euribor entre 10 y 15 puntos básicos. El proceso contrario tuvo lugar en la segunda mitad de julio y agosto, con una reducción de los tipos OIS de 12-14 puntos básicos por un deterioro de las expectativas económicas y un incremento de la prima de riesgo de 7-14 puntos básicos por renovadas tensiones en el interbancario, dando, eso sí, como resultado un nuevo repunte del Euribor, si bien esta vez más moderado, de 3-4 puntos básicos. Finalmente, en septiembre se ha producido una evolución parecida a la registrada después del vencimiento de liquidez de julio, con un aumento del tipo OIS y una reducción de la prima de riesgo. Nuevamente, las expectativas de disminución del exceso de liquidez se han trasladado a la curva, al tiempo que la extensión del periodo de inyecciones ilimitadas ha contribuido a reducir la prima de riesgo.

Gráfico 6. Tipos de interés del mercado interbancario (2010)

A. Tipos de interés EONIA y tipos de referencia* B. Componentes del Euribor 12 meses en puntos porcentuales



*MRO=Operaciones principales de financiación. **OIS=Overnight Indexed Swap.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ecwin y del BCE.

Conclusiones

La débil situación económica del conjunto del área del euro, los riesgos sobre el sistema financiero y la estabilidad de precios anticipan la continuidad de la política monetaria expansiva del BCE durante un periodo prolongado, con repuntes progresivos y moderados en los tipos interbancarios

El BCE adoptó desde el momento más intenso de la crisis financiera un conjunto de medidas que permitieron abastecer a las entidades de la liquidez necesaria, a la vez que aseguraban un coste de financiación reducido. Sin embargo, la crisis de deuda y sus efectos han comportado nuevas dificultades que han forzado a la adopción de medidas extraordinarias adicionales. Éstas, aunque se han traducido en volúmenes moderados de recursos, han conseguido, al lado de la acción de otras instituciones (Comisión Europea, FMI y gobiernos), suavizar las tensiones y evitar un escenario mucho más adverso, como el colapso de alguna economía, la quiebra de sus finanzas públicas o una discusión más sólida sobre la ruptura del área del euro.

El contexto actual continúa dominado por la incertidumbre, con un ajuste fiscal significativo ya en curso, que drenará crecimiento al área del euro, ya de sí mismo bajo, y con un sistema financiero que, pese a mejorar, no se encuentra aún en una situación óptima para recuperar sus políticas de crédito. Estos factores, al lado de la ausencia de presiones inflacionistas en el horizonte, anticipan la estabilidad del tipo de referencia del BCE durante un periodo prolongado, que podría alcanzar el inicio de 2012. Además, el proceso de normalización del tipo EONIA, históricamente próximo al anterior y ahora más próximo al de la facilidad marginal de depósito, está condicionado por la amortización de la liquidez vigente a 6 y 12 meses hasta diciembre y el calendario de sustitución de las subastas a volumen ilimitado por subastas a tipo variable. El retraso en este último proceso anunciado por el BCE el 2 de septiembre, aplazando la finalización del actual esquema del 12 de octubre de este año al 18 de enero del 2011, suaviza el repunte de la curva interbancaria. Y finalmente, es preciso incorporar posibles nuevos episodios de aversión al riesgo, en un entorno económico y financiero aún muy complicado.

En resumen, es preciso esperar que el moderado aumento de los tipos de interés interbancarios (Euribor) tenga continuidad en próximos trimestres, aunque tanto los niveles como la magnitud de los cambios continuarán siendo históricamente reducidos y compatibles con un escenario de moderada recuperación. El impacto sobre el sector real será pequeño y no será el determinante principal que el canal del crédito continúe muy débil. En un contexto de ajuste fiscal, un endurecimiento pronto e intenso de la política monetaria sí que tendría un efecto muy negativo sobre las cuentas de los hogares y empresas altamente endeudadas de algunos países.

Recuadro “La corrección del desequilibrio exterior en España: una visión desde las cuentas no financieras de los agentes”

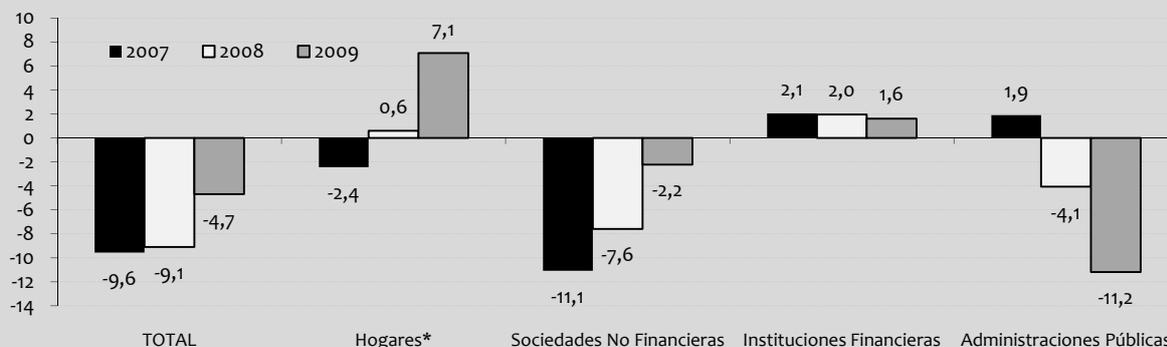
El proceso de expansión previo a la crisis se caracterizó en España, como en otros países del área del euro, por la acumulación de importantes desequilibrios exteriores. Esta situación era reflejo de un choque crediticio prolongado con origen en la incorporación en el área del euro, que permitía sostener un fuerte dinamismo de la demanda interna y un avance mayor de las importaciones respecto a las exportaciones. La ralentización de la economía española en 2007, la recesión iniciada en verano de 2008 y el agravamiento posterior han supuesto una sensible corrección del consumo e inversión de familias y empresas, a la que ha comenzado a unirse la contención del consumo público por la necesidad de ajuste fiscal. En este contexto, con la restricción sobre el gasto que supone un elevado endeudamiento de los agentes y con el mayor dinamismo de los mercados exteriores, el déficit por cuenta corriente se encuentra en una tendencia de reducción. Este recuadro analiza las partidas y los sectores que han contribuido al ajuste registrado hasta ahora, y recoge al final las perspectivas a corto y a medio plazo.¹

1. Ajustes de ahorro e inversión privada y acción de los estímulos fiscales y monetarios

La economía española redujo en 2009 sus necesidades de financiación del 9,1 al 4,7% del PIB, gracias a la reducción de 11,9 puntos en el sector privado no financiero y a la compensación por el aumento del déficit público de 7,1 puntos

La economía española registró en 2009 unas necesidades de financiación de 49.297 millones de euros, la mitad que el año anterior, por debajo del máximo de 100.632 millones de 2007 y en valores intermedios de 2004-2005. De la variación positiva total por 49.653 millones de euros entre 2008 y 2009, 68.071 millones correspondieron a los hogares y 59.263 millones a las sociedades no financieras, aumentos que compensaron el descenso de 4.310 millones en las instituciones financieras y de 73.371 millones en las administraciones públicas.

Gráfico 1. Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la economía española. 2007-2009
En porcentaje del PIB



*Incluye Instituciones sin Finalidad de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

En términos del PIB, la ratio ha pasado de un 9,6% en 2007 y un 9,1% en 2008 a un 4,7% en 2009, el valor más bajo desde 2003. Los hogares incrementaron su capacidad de financiación un 0,6% del PIB en 2008 al 7,1% en 2009 y las sociedades no financieras redujeron sus necesidades del 7,6 al 2,2% el mismo periodo. En conjunto, por lo tanto, el sector privado no financiero explicaría una reducción de 11,9 puntos

¹ Las cifras que aparecen al recuadro se corresponden con las publicadas el 1 de julio de 2010. No incorporan la revisión de Contabilidad Nacional realizada por el INE y publicada el 25 de agosto de este año. No contando con los datos homogéneos para todas las partidas, se han mantenido los valores originales. Es preciso decir que la revisión realizada ha amplificado los efectos de la recesión, cosa que, como señala el mismo INE a su nota de prensa, se corresponde con una mayor necesidad de financiación de la economía española en 2009 (un 5,1%, ante el 4,7% del PIB que se comenta en el recuadro).

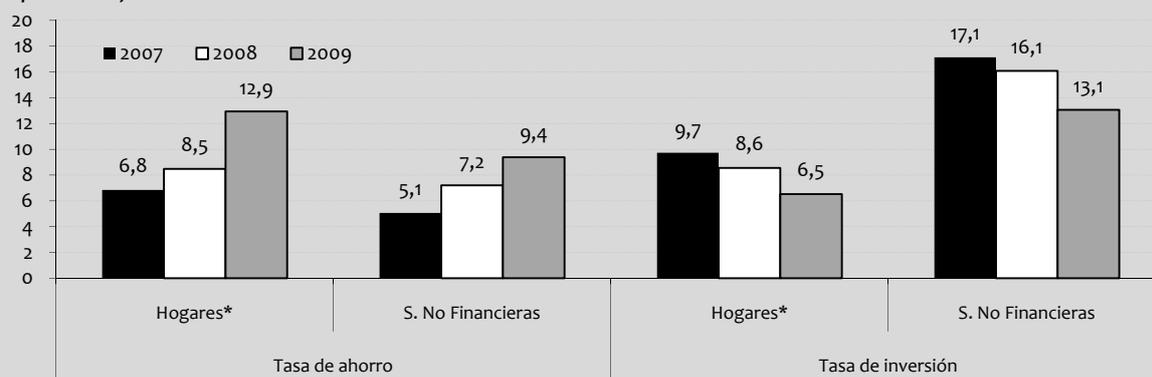
en las necesidades de financiación de la economía española durante el año pasado. Esta variación quedó contrarrestada parcialmente por el aumento del déficit público, que pasó del 4,1% al 11,2%, y, en menor medida, por una menor capacidad de financiación de las instituciones financieras, 0,4 puntos menos el 2009, hasta un 1,6% del PIB.

El ajuste en la posición financiera del sector privado se explica fundamentalmente por la mayor tasa de ahorro en los hogares (del 8,5% al 12,9% del PIB) y por la menor tasa de inversión en las empresas no financieras (del 16,1% al 13,1% del PIB)

De manera más desagregada, la mejora en el saldo de los hogares puede descomponerse básicamente entre un incremento de 43.579 millones de euros en el ahorro bruto y una reducción de 24.582 millones en la formación bruta de capital. Las ratios respectivas sobre PIB pasaron en 2009 del 8,5% al 12,9% y del 8,6% al 6,5%. En el aumento del ahorro bruto puede diferenciarse, a su vez, la caída del gasto en consumo final por 34.066 millones, y el moderado incremento de la renta bruta disponible por 7.862 millones. Y en este último componente se observan evoluciones contrarias en la caída de 28.882 millones en las rentas vinculadas al trabajo (remuneración de asalariados y excedente bruto de explotación) y en el aumento en la capacidad de financiación por mayores rentas netas de la propiedad, 8.869 millones (con 14.829 millones menos de intereses pagados), menor pago de impuestos corrientes, 9.646 millones, y mayores prestaciones sociales, 17.696 millones.

Gráfico 2. Tasa de ahorro y de inversión del sector privado no financiero. 2007-2009

En porcentaje del PIB



*Incluye Instituciones sin Hasta de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH).

Fuente: Elaboración propia a partir del INE.

La lectura no es demasiado diferente en el caso de las sociedades no financieras, con un aumento de 20.230 millones de euros en su ahorro bruto en 2009 (de un 7,2% a un 9,4% del PIB) y una reducción de 37.747 millones en la formación bruta de capital (del 16,1% al 13,1% del PIB). El incremento en el ahorro bruto es el resultado de una disminución del valor añadido bruto en 22.479 millones de euros, más que compensado por la caída de pagos por remuneración de asalariados, 19.262 millones, mayores rentas netas de la propiedad, 17.685 millones (18.546 millones por menores intereses pagados) y menor pago de impuestos corrientes, 6.451 millones.

El mayor ahorro del sector privado no financiero se produce en un contexto de fuerte caída de sus ingresos, y apoya en el menor pago de intereses y de impuestos corrientes y, en el caso de los hogares, también en las mayores prestaciones sociales

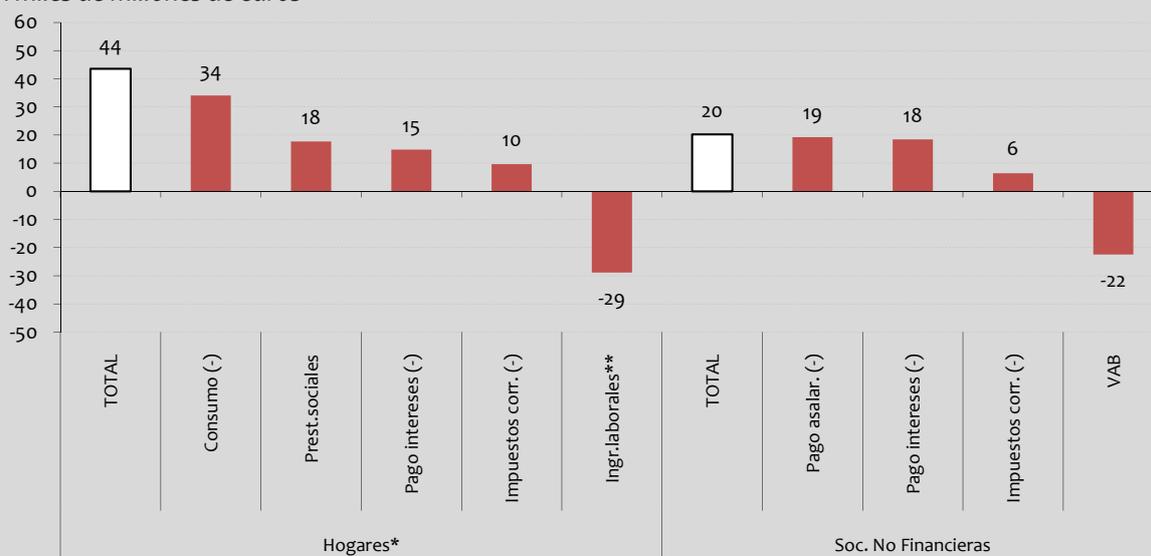
En definitiva, el mayor ahorro del sector privado no financiero en 2009 explica una mejora en la capacidad de financiación de la economía española por un valor de 63.809 millones de euros. La caída de ingresos laborales de los hogares y del VAB de las empresas se habría trasladado, respectivamente, a un menor consumo y a una reducción del pago de salarios (por la destrucción de ocupación). Del resto de factores, una gran parte del mayor ahorro vendría del menor pago de intereses, en torno a una cuarta parte del menor pago de impuestos corrientes, y el resto de los mayores ingresos de las familias por prestaciones sociales. O sea, de la política monetaria expansiva del BCE en el primer caso y de la acción de los estabilizadores automáticos y de los estímulos fiscales en el segundo y tercer caso. Por el lado del

gasto, la menor formación bruta de capital ascendió a 62.329 millones, un 5,9% del PIB, y la contracción del consumo de las familias a 34.066 millones, un 3,2% del PIB.

Este ajuste tan severo en el gasto del sector privado no financiero fue compensado en buena parte por la acción del sector público, tanto pasiva (estabilizadores automáticos) como activa (medidas de estímulo). De la ampliación comentada de 73.371 millones de euros en el déficit del conjunto de administraciones, la práctica totalidad, 66.033 millones, se debió a un descenso del ahorro bruto (de un superávit del 1,1% a un déficit del 5,2% del PIB), y 4.361 millones a un aumento de la formación bruta de capital (del 3,% al 4,4% del PIB). De la considerable caída del ahorro, la menor recaudación de impuestos corrientes (IRPF, Sociedades) subió a 16.459 millones, la de los tributos sobre la producción y las importaciones (IVA, Especiales) a 15.859 millones y las transferencias de capital recibidas (fondos de la UE) a 3.090 millones, a la vez que se incrementaron las prestaciones sociales (por desempleo entre otros) de 17.708 millones, el gasto en consumo final de 11.234 millones y la remuneración de asalariados de 6.644 millones.

De esta forma, se observa como la acción fiscal, al lado del estímulo monetario del BCE (traducido en la comentada caída de capacidad de financiación de las instituciones financieras), ha mejorado la posición financiera de hogares y empresas a costa de deteriorar la del sector público, hecho que explica por qué la corrección del desequilibrio exterior no ha sido mayor pese a la fuerte contracción del gasto privado.

Gráfico 3. Principales aportaciones a la variación del ahorro del sector privado no financiero en 2009
En miles de millones de euros



*Incluye Instituciones sin fin de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH).
**Ingresos por remuneración de asalariados y excedente bruto de explotación.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

2. Perspectivas y límites a la corrección del desequilibrio exterior

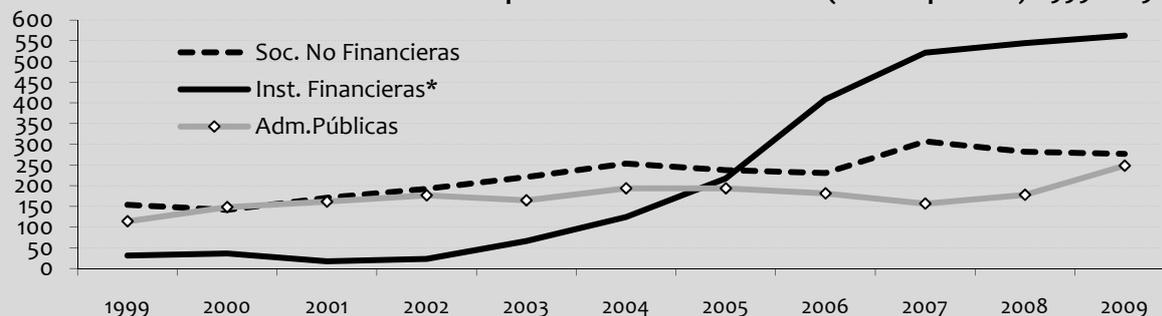
El informe de primavera de la Comisión Europea anticipaba unas necesidades de financiación para España de un 4% del PIB en 2010 y 2011, mientras que el FMI, en sus proyecciones de abril, situaba el déficit por cuenta corriente estable en el 5% del PIB hasta 2015. Estas previsiones son indicativas que el grueso del ajuste respecto a los años de expansión previos a la crisis tuvo lugar en 2009 y que el desequilibrio exterior presenta una rigidez en su corrección, como lo mostraron los datos referidos al primer trimestre de 2010.²

² Las necesidades de financiación de la economía española se situaron en el 4,3% del PIB en el acumulado del último año. Esta cifra es cuatro décimas inferior a la del conjunto de 2009, pero supone un descenso significativamente menos intenso que el registrado el año pasado, cuando la reducción se producía a un ritmo medio trimestral de 1,1 puntos porcentuales. La menor caída responde a la

Esta rigidez estaría relacionada fundamentalmente con dos elementos, el elevado endeudamiento externo y la desfavorable posición competitiva.

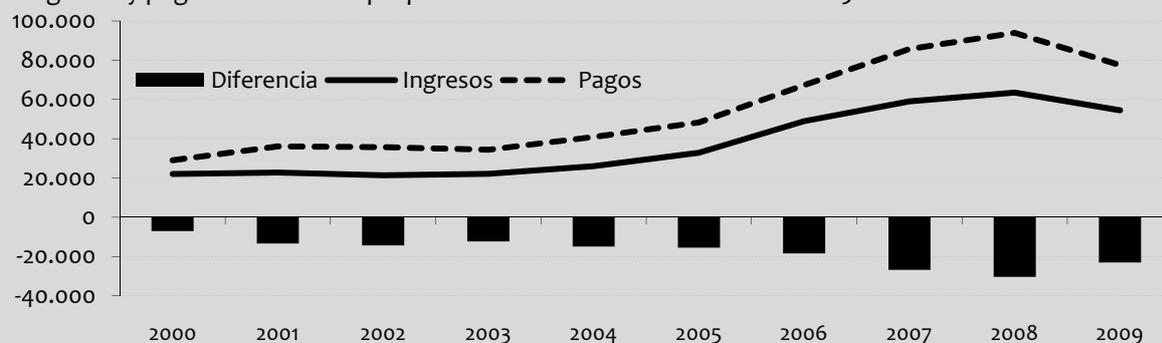
Gráfico 4. Deuda exterior de la economía española

A. Deuda neta en miles de millones de euros por sectores institucionales (final de periodo). 1999-2009



*El Banco de España excluido.

B. Ingresos y pagos de rentas de propiedad en millones de euros. 2000-2009



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y del INE.

El endeudamiento neto de la economía española subía en 2009 a 968 mil millones de euros, un 92% del PIB y 5,6 veces más que al inicio del área del euro, con unos pagos netos por rentas de propiedad equivalentes al 2,2% del PIB...

El primer factor es el elevado endeudamiento externo de la economía. Según las Cuentas Financieras publicadas por el Banco de España, el cuarto trimestre de 2009 el pasivo bruto frente al resto del mundo era de 2,37 billones de euros. En términos netos de los activos financieros al exterior, la cifra ascendía a 968 mil millones de euros activo, equivalente a un 92% del PIB del pasado año y a un volumen 5,6 veces superior al que se registraba antes de la entrada al euro en 1999. Por sectores de contrapartida, de los 968 mil millones de deuda neta, 471 mil correspondían a 'otras instituciones financieras monetarias', o sea a las entidades bancarias, mientras que 277 mil estaban contraídos por sociedades no financieras y 248 mil por las administraciones públicas. Reflejo de esta situación es el desequilibrio entre recursos y puestos de trabajo en concepto de renta de la propiedad, ya que en 2009 los agentes económicos españoles abonaron al exterior 77.474 millones de euros (un 7,4% del PIB) y percibieron 54.464 millones (un 5,2% del PIB), lo que determina un saldo negativo equivalente al 2,2% del PIB. Y eso pese a que la reducción de los dos flujos el año pasado fue más intensa en el primer caso, unos 17 mil millones, que en el segundo, unos 9 mil millones.

práctica finalización de los ajustes en la capacidad de financiación de los hogares, que incluso han mostrado una ligera reducción de su tasa de ahorro, en un contexto de debilidad del mercado laboral y de finalización de buena parte de los estímulos vigentes en 2009.

... cifra que aumentará previsiblemente en próximos años por el mayor endeudamiento público y un encarecimiento de la financiación

En los próximos años es preciso esperar que la deuda externa neta continúe incrementándose por la acumulación de déficits del sector público, mientras que, en caso de darse, el incremento en el sector privado sería moderado. De hecho, la deuda neta contraída con el exterior por las sociedades no financieras y por las instituciones financieras, el Banco de España excluido, se ha mantenido estancada prácticamente desde finales de 2007, mientras que la posición deudora de las administraciones públicas ha aumentado más de 90 mil millones en idéntico periodo, unos 70 mil sólo en 2009. La implicación de esta evolución es que los pagos de rentas de propiedad se mantendrán elevados y con tendencia alcista, en mayor grado según se produzca un encarecimiento de la financiación, como lo que se está registrando desde finales de abril en el mercado de deuda soberana. Si bien la rentabilidad del bono español a 10 años se mantiene baja (en el 4,1% el 30 de septiembre, ante el mínimo histórico del 3,0% registrado el mismo mes de 2005), la prima de riesgo respecto a Alemania se sitúa próxima a los 200 puntos básicos. La Comisión Europea estimaba en el último informe de previsiones de primavera que la carga de intereses en el sector público español aumentará del 1,8% del PIB en 2009 al 2,6% en 2011, escenario que sería optimista en caso de mantenerse las actuales condiciones de financiación.

La corrección adicional del desequilibrio por intercambio de bienes y servicios pasa por un incremento más contenido del gasto a corto plazo y por la adopción de medidas que fomenten la competitividad y la exportación a medio y a largo plazo

El segundo factor que condiciona un límite a la baja en la corrección del desequilibrio externo es la situación competitiva y dependencia exterior de la economía española. Pese a la fuerte contracción del gasto de familias y empresas en 2009, las importaciones de bienes y servicios continuaron superando de manera significativa las exportaciones, 270.437 millones de euros, ante 248.884 millones; por lo tanto, un déficit comercial y en la sub-balanza de servicios de 21.553 millones de euros, equivalente al 2,1% del PIB del pasado año. Dos son, lógicamente, las posibles vías de corrección adicional en próximos años: mayores exportaciones o menores importaciones. Ambas presentan complicaciones. En el primer caso, el escenario no es especialmente favorable para los principales socios comerciales, con un crecimiento del área del euro alrededor del 1,7% en 2010, mientras que ganar cuota en otros mercados más dinámicos, como los emergentes, no resulta sencillo a corto plazo, aunque sí que parece la vía adecuada a medio y a largo plazo. En el segundo caso, una reducción adicional de las importaciones comportaría un menor dinamismo de la demanda interna (menor gasto de familias y empresas) y de la economía en conjunto, salvo que se reduzcan la dependencia energética exterior y el contenido de importaciones en las exportaciones, aspectos que tampoco son flexibles a corto plazo. Por lo tanto, si no se quiere 'sacrificar' mayor crecimiento, hacen falta medidas de impacto atrasado, que mejoren la eficiencia, la productividad y la competitividad de los productos españoles (tanto bienes como servicios).

El elevado volumen de remesas al exterior y la pérdida de fondos de la Unión Europea limitan en mayor grado la reducción del desequilibrio exterior

Es preciso finalizar esta exposición sobre las previsiones haciendo mención de los capítulos de transferencias con el exterior, que limitan también una reducción adicional en las necesidades de financiación de la economía española. En el caso de las de naturaleza corriente, el componente más relevante es el de remesas enviadas por la población inmigrante. De acuerdo con las cuentas no financieras, los pagos al exterior en el epígrafe "otras transferencias corrientes n.c.a.", donde irían incluidos estos flujos, subieron en 2009 a 21.573 millones de euros, equivalentes a un 2,1%. El freno a la entrada de población extranjera a raíz de la crisis ha estabilizado este volumen desde 2007, pero tampoco se ha reducido en estos dos últimos años. En el caso de las transferencias de capital, asociadas fundamentalmente a recursos procedentes de la UE, los ingresos han caído de manera sistemática desde 2003, pasando de 10.048 millones de euros a 5.723 millones en 2009, que representan un 0,5% del PIB. De cara a los próximos años, es preciso tener en cuenta que España perderá buena parte de los fondos en la nueva programación presupuestaria de la UE a partir de 2014, por lo que, para mantener el mismo nivel de desequilibrio externo, tendrá que compensarlo con otros ingresos o menores pagos.

Recuadro “La inflación en Catalunya en la salida de la recesión: el nuevo papel de los precios industriales y de servicios”

En la evolución de los precios al consumo en Catalunya durante los tres últimos años, y como ha sucedido en el resto de España y de economías avanzadas, pueden diferenciarse tres fases bien diferentes. La primera se prolongó entre los veranos de 2007 y de 2008, periodo en el cual los precios aumentaron de manera significativa por el encarecimiento de las materias primas energéticas y agrarias en los mercados internacionales. La inflación en Catalunya pasó del 2,4% en agosto de 2007 al 5,1% en julio de 2008, su valor más elevado desde la incorporación al euro, coincidiendo con el máximo de cotización histórica del petróleo, en 144 dólares por barril de Brent. El segundo periodo se enmarca en la fase más profunda de la crisis financiera internacional y de la recesión económica asociada. El deterioro de las expectativas a raíz del episodio de fuerte incertidumbre generado por la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008, aceleró la caída en los precios de las materias primas que venía sucediendo desde los máximos de julio. Así, el petróleo, que aún cotizaba por encima de 100 dólares el barril a principios de septiembre, cerró 2008 en niveles mínimos desde 2004, en 34 dólares. En paralelo, el consumo privado retrocedió en Catalunya un 6,4% interanual en el segundo trimestre de 2009, reduciendo de manera sustancial la presión sobre los precios del núcleo subyacente. El resultado fue que del comentado máximo de inflación en julio de 2008 se pasó a una variación interanual negativa del IPC del 0,9% justo un año después. Esta situación de descenso de los precios, insólita para la economía catalana (y española, que registró una caída del 1,4% el mismo mes), tuvo lugar durante diversos meses, entre mayo y octubre de 2009. Fue un fenómeno deflacionista, pero de carácter temporal, generado por el amplio rango de variación en las cotizaciones internacionales de materias primas.

Finalmente, el periodo actual, está caracterizado por una fase de lenta recuperación económica, que se prolonga desde la primavera de 2009, pero que no se ha traducido en una salida efectiva de la recesión hasta la primera mitad de 2010. En este periodo, dos son los rasgos distintivos: 1) un nuevo impacto inflacionista derivado de la evolución de los mercados de materias primas, 2) reactivación muy moderada de la demanda doméstica, con una ausencia de presiones en el componente más estables del IPC, los productos industriales no energéticos y los servicios, incluso con la subida del IVA el pasado julio (el tipo normal del 16% al 18% y el reducido del 7% al 8%). Este recuadro centra la atención en este último periodo, en el que la variación interanual ha vuelto a ser positiva. A continuación se comentan con mayor detalle los factores determinantes del fenómeno de inflación dual (un práctico estancamiento del componente subyacente y un elevado encarecimiento de la energía).

Desde verano de 2009, la variación de precios en Catalunya ha pasado de una caída del 0,9% a una subida del 2,1%, con una contribución alcista de los productos energéticos de 2,4 puntos, mientras que el componente subyacente había ido suavizando su impacto inflacionista hasta la subida del IVA en julio

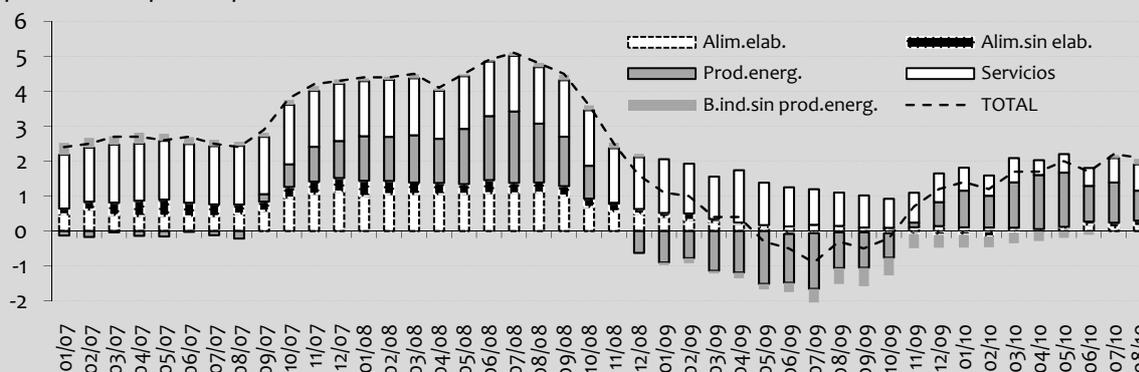
Desde los mínimos de julio de 2009, cuando la variación interanual del IPC en Catalunya fue negativa en un 0,9%, la tendencia ha sido alcista, volviendo a tasas positivas en noviembre del pasado año y por encima del 1% desde diciembre, con un promedio del 1,6% en los seis primeros meses de 2010, un 2,2% en julio y un 2,1% en agosto.

La práctica totalidad de este incremento se explica por el encarecimiento de la energía. El barril de petróleo Brent, valorado en euros, ha pasado de un descenso interanual del 45,5% en julio de 2009 a un aumento del 18,2% en agosto de este año, con un máximo del 72,8% en diciembre del pasado año. Resultado de la estructura de costes de producción y de impuestos en la venta final de productos energéticos (carburantes y lubricantes para vehículos y gas, electricidad y otros combustibles para la vivienda), esta evolución se ha traducido que este grupo de bienes ha pasado de una caída interanual del 15,4% en julio de 2009 a un incremento del 8,5% en agosto de 2010. Con una ponderación en la cesta de consumo del 10,1%, la contribución de este componente a la variación de la tasa interanual del IPC general ha sido de 2,4 puntos porcentuales en este periodo. Dentro del denominado núcleo residual (productos con precios más volátiles), también ha tenido una aportación positiva el componente de alimentos sin elaborar, que de un descenso interanual del 0,8% en julio de 2009 (con un máximo de caída del 2,2% en febrero de 2010) ha

pasado a un crecimiento del 2,3% en agosto de este año, por lo que, con una ponderación del 6,7%, ha contribuido con un aumento de dos décimas.

Gráfico 1. Contribución de los grupos especiales a la variación interanual del IPC en Catalunya. 2007-2010

Aportación en puntos porcentuales



Fuente: elaboración propia a partir del INE

Por contra, el núcleo subyacente del IPC, con un peso sobre la cesta total del 83,2% en Catalunya, había drenado una décima a la variación del índice general entre julio de 2009 y junio de 2010, pasando de una inflación del 1,0% al 0,7%, con un mínimo del 0,2% en abril de este año. Sólo la subida del IVA en julio ha suavizado esta tendencia, volviendo a situar la tasa interanual en el 1,1% este mes y en el 1,3% en agosto.

Los servicios se encarecen de manera moderada por la debilidad del consumo y el ajuste competitivo en la actividad turística,...

La moderación de fondos en la inflación subyacente descansa principalmente en la contención de precios en el sector servicios, que en la fase expansiva previa a la crisis, e incluso hasta después del verano de 2008, había registrado, de media, valores en torno al 4%. A principios de 2009 se inició una fase de moderación en el encarecimiento de los servicios, y del 3,7% de diciembre de 2008 se pasó a un 2,0% al cierre del pasado año, tendencia a que continuó en la primera mitad de 2010, con un mínimo del 1,0% el pasado abril. Esta evolución sólo ha quedado alterada en julio por el efecto impositivo, que ha situado la tasa en el 1,7%, y ha avanzado una décima en agosto, hasta el 1,8%, un nivel, en cualquier caso, reducido en términos históricos. La dinámica menos inflacionista de los servicios, al lado de su peso del 41,8% en la cesta de consumo, ha permitido restar 0,3 puntos a la variación general del IPC desde julio de 2009 (0,5 puntos hasta junio). La explicación detrás de este cambio tan significativo en el patrón de encarecimiento de los servicios se encuentra en el *shock* sin precedentes que ha tenido lugar sobre el consumo privado, tanto interno como externo. El efecto negativo generado vía demanda exterior está vinculado a los servicios turísticos, en los cuales también ha presionado a la baja en ciertos periodos la apreciación del euro y el deterioro competitivo que eso comportaba. En este contexto, la rúbrica de turismo y hotelería ha pasado de aportar 0,5 puntos a la inflación general hasta la primavera de 2009 a un promedio prácticamente nulo los meses transcurridos de 2010, incluidos julio y agosto (dos décimas de contribución y tasas interanuales del 1,2 y el 1,5%, respectivamente).

... proceso ya realizado por las manufacturas, en precios de 2006, y que muestran en el último año un menor abaratamiento, efecto amplificado ahora por el final de las ayudas a la compra de automóviles y la subida impositiva

El análisis de la dinámica de precios de los bienes industriales no energéticos (manufacturas) encuentra algunos puntos comunes con la de los servicios. Y eso no ha sido siempre así, ya que los primeros registraban ya durante la fase expansiva una tendencia decreciente de su inflación, pasando en Catalunya de un promedio del 2,5% en 2002-2003 al 1,5% en 2004-2006, el 0,8% en 2007 y el 0,4% en 2008. En 2009, este componente del IPC registró una variación media anual negativa del 1,1%, mientras que el promedio de 2010 hasta agosto es también de caída, del 0,6%. El descenso acumulado en este periodo hace que los precios de los bienes industriales no energéticos se sitúen hoy en niveles similares a los de finales

de 2008. Por lo tanto, dentro de una tendencia de fondo de contención en los precios de estos productos, por la elevada competencia internacional, la crisis y la recesión han comportado una aceleración de la misma, en el mismo sentido que lo que ha pasado en los servicios pero con cierto anticipo (ya tuvo lugar en la fase de ralentización económica), así como con mayor rapidez en el periodo de máxima caída de la demanda. A eso es preciso añadir el impacto que ha tenido el programa público de ayudas a la compra de automóviles, que ha abaratado de manera significativa estos productos. De hecho, en julio y agosto de este año, cuando el programa ha concluido, y además se ha producido la comentada subida del IVA, la tasa interanual de los bienes industriales no energéticos ha vuelto a ser positiva por primera vez desde diciembre de 2008.

A esta corrección al alza por factores puntuales (impuestos y precios subvencionados) se suma ahora también la mayor sensibilidad de los productos manufacturados a cambios en las condiciones económicas, característica que estaría actuando en sentido opuesto al registrado durante la crisis. Dentro de estos cambios cabe destacar cierta recuperación del consumo privado desde finales de 2009, el encarecimiento de los productos energéticos y su impacto en la estructura productiva, así como la depreciación del euro respecto a sus niveles de 2009. Este conjunto de factores (puntuales y cíclicos) han llevado que la caída interanual de precios en las manufacturas se haya moderado del máximo del 1,4% en julio de 2009 al 0,4% en junio de 2010 y se haya registrado un avance del 0,3% en julio y del 0,6% en agosto. Con un peso en la cesta de consumo del 27,1%, su contribución a la variación del IPC general ha sido de 0,5 puntos porcentuales desde julio del pasado año, compensando así el menor encarecimiento de los servicios.

Respecto al último grupo especial que forma parte del núcleo subyacente, los alimentos con elaboración (que incluye bebidas y tabaco), después del fuerte impacto inflacionista recibido en 2007-2008 por el encarecimiento de las materias primas (tanto agrarias como energéticas), muestran una tasa moderada. En el último año, después de registrar una tasa interanual del 1,3% en julio de 2009, se situó en un mínimo del 0,2% en abril de 2010, pero después ha repuntado ligeramente, hasta el 0,7 y el 1,0% en julio y agosto pasados.

Recuadros monográficos: Índice de los últimos informes

Número 129. Abril de 2010

- La evolución de los desequilibrios en el área del euro y el endeudamiento bancario
- Las dificultades para la corrección del déficit exterior español
- La demanda turística en Catalunya en 2009 en el cambio de contexto español e internacional

Número 128. Noviembre de 2009

- El ajuste del dólar en un entorno de recuperación de la confianza y salida de la recesión económica
- Caracterización del ciclo industrial español en el contexto europeo
- La industria catalana en la crisis y el inicio de la recuperación: hechos diferenciales con el resto de España

Número 127. Julio de 2009

- Diferencias en el ajuste ocupacional en los principales países del área del euro
- El proceso de ajuste inmobiliario en España
- Accesibilidad y ajuste de precios en la vivienda en España
- Cambio y perspectivas de las exportaciones catalanas en el cambio de fase cíclica
- Evolución reciente de la cesta de la compra habitual en Catalunya

Número 126. Mayo de 2009

- Evolución reciente de los préstamos de las instituciones financieras monetarias al área del euro
- Las sociedades no financieras ante una nueva fase del ciclo en España
- La ocupación en los servicios en Catalunya en el contexto actual de crisis económica
- Evolución reciente del IPC en Catalunya: análisis por demarcaciones y diferencial con España

Número 125. Marzo de 2009

- Finanzas públicas en la UEM: posición de partida y riesgos derivados de la crisis
- El cambio de escenario en la evolución de la cesta de compra habitual en España
- Hacia una deflación transitoria pero no persistente en la economía española
- El mercado laboral catalán en el contexto actual de crisis económica

Número 124. Enero de 2009

- Cambios en el endeudamiento del sector no financiero de EE.UU.
- Causas estructurales de la difícil corrección del desequilibrio exterior en España
- La demanda turística internacional en Catalunya en 2008