

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 publicación 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.