

28

Informe de
coyuntura

NOVIEMBRE 2009

via1logos.can

Vía de comunicación para el mundo empresarial
Caja Navarra

PRESENTACIÓN

Un año después del estallido de la crisis financiera a raíz de la caída de Lehman Brothers y del rescate de AIG, las tensiones en los mercados financieros han continuado remitiendo durante los meses de verano. Las medidas adoptadas por el sector público han surtido efecto de forma gradual y han contribuido a situar los principales indicadores de seguimiento de la crisis, como los diferenciales de crédito corporativo, en los mismos niveles en los que cotizaban antes de la caída de Lehman Brothers.

La mejoría en los mercados ha sido, en proporción, muy superior a lo que está sucediendo con la actividad económica. Es cierto que en este ámbito hemos contado con señales de mejoría especialmente palpables en la vertiente de la actividad industrial, derivadas del proceso de reconstrucción de inventarios y por los estímulos que las autoridades han otorgado a la demanda de determinados bienes, como es el caso de la compra de automóviles. Sin embargo, al margen del impacto positivo derivado de los estímulos fiscales y de la reconstrucción de inventarios, la reactivación presenta cierta incertidumbre para su continuidad en el tiempo si nos atenemos a lo que sucede con el consumo privado.

En este sentido, el deterioro del mercado laboral sigue siendo la nota predominante, lo que unido a un contexto de despalancamiento y de reducción de la concesión de crédito, motivan que la capacidad del consumidor para completar la transición de un ciclo de actividad e inventarios a un ciclo de actividad y demanda es todavía reducida.

En el caso de España la debilidad de la actividad sigue siendo la tónica característica, si bien el ritmo de deterioro se está reduciendo con respecto a los pasados trimestres. 2009 podría concluir con una corrección del PIB en el entorno del 3,6%, y dará paso a un 2010 en el que España será una de las pocas economías desarrolladas que todavía registre contracciones en su PIB. En este entorno, los principales elementos de riesgo siguen vinculados a la debilidad del mercado laboral (la tasa de paro podría rebasar el 20% el próximo año) y a las cuentas públicas (cuyo déficit superará el 10% del PIB durante los próximos trimestres).

Enrique Goñi Beltrán de Garizurieta
Director general de Caja Navarra

Informe nº28

Edita: Servicio de Estudios de Caja Navarra y Analistas Financieros Internacionales

ÍNDICE

Presentación	1
Principales acontecimientos económicos y financieros internacionales	5
Economía española	9
Economía de Navarra	18
Indicadores macroeconómicos básicos. Principales variables financieras	23

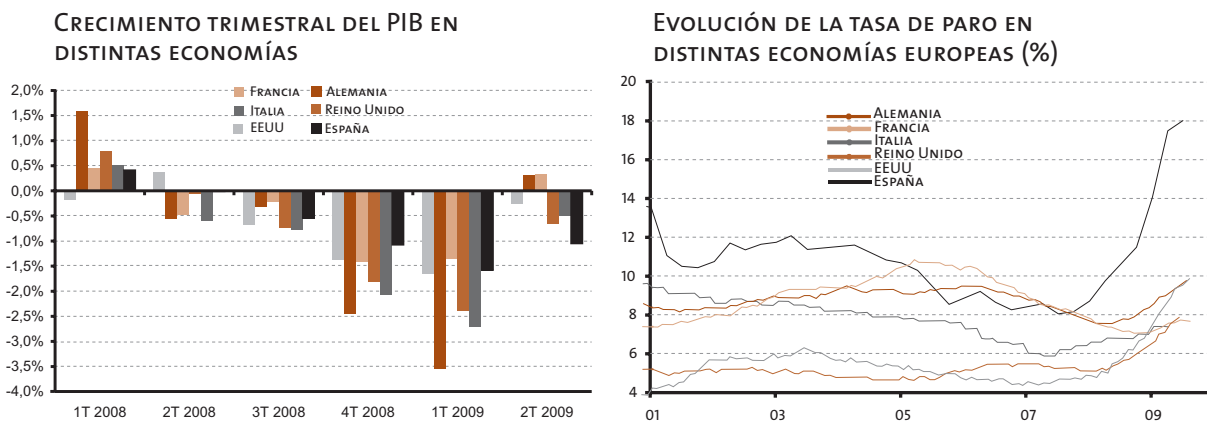
Nota importante: El presente documento se basa en informaciones y datos disponibles para el público y obtenidos de fuentes que el Grupo Analistas considera fiables. Asimismo, en los textos se manejan diversas tasas de crecimiento y/o revalorización de variables económicas y financieras que tienen como fin incrementar el mayor valor de los comentarios y, en ningún caso, sesgar el análisis. En este sentido, en ocasiones se hablará de tasas interanuales (es decir, comparadas con el mismo período del año anterior), mensuales o trimestrales. En otros casos, se recurrirá a tasas anuales, en las que se compara el conjunto del ejercicio con el del ejercicio anterior. Ocasionalmente este informe se referirá a tasas anualizadas, que se obtienen extrapolando una tasa mensual o trimestral al conjunto del ejercicio.

PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS INTERNACIONALES

Primeras evidencias de que la economía mundial está abandonando la intensa recesión observada entre septiembre de 2008 y marzo de 2009

En los últimos meses hemos contado con evidencias de que la economía mundial está abandonando la intensa recesión observada entre septiembre de 2008 y marzo de 2009. La sorpresa positiva procede de la recuperación del PIB del segundo trimestre en economías avanzadas como Alemania, Francia y Japón, mientras que en el resto de economías la contracción de la actividad se ha reducido de forma considerable.

No obstante, de la lectura detallada del PIB se puede extraer un denominador común: la magnitud de la debilidad de las demandas internas y el factor amortiguador del sector público sobre la actividad. En lo que respecta a economías emergentes, los datos correspondientes al segundo trimestre de 2009 muestran una recuperación muy intensa de las economías asiáticas, cierta estabilización en niveles muy deprimidos de actividad en los países emergentes de Europa y un mayor deterioro en las economías latinoamericanas.



Además, los primeros datos correspondientes al tercer trimestre dan continuidad a la senda de recuperación iniciada por la producción industrial en el segundo trimestre de forma global, y que encuentra explicación en la reconstrucción del ciclo de inventarios. En efecto, la producción industrial ha avanzado con solidez en EEUU, Japón, Alemania y en las principales economías emergentes de Asia y Latinoamérica, consolidando la senda de recuperación que se inició en el segundo trimestre de 2009. El proceso de liquidación de inventarios que ha tenido lugar durante la parte final de 2008 y primer trimestre de 2009 ha permitido fijar un suelo en el ajuste del ciclo industrial, una vez que el comercio mundial comienza a cobrar cierto impulso y mejoran las expectativas de las empresas del sector manufacturero acerca del ciclo económico.

Si se confirman las señales de repunte de los pedidos industriales, no sólo es previsible que se reduzca el drenaje de los inventarios al PIB, sino que a medida que el ciclo de reconstrucción de éstos avance, las existencias aporten al crecimiento. Por este motivo, en el más corto plazo contemplamos crecimientos trimestrales positivos, que serán más intensos durante la segunda mitad de 2009, para después recuperar tasas de crecimiento más moderadas y por debajo del potencial en las principales economías. La debilidad del mercado laboral y el proceso de desapalancamiento de las familias en los países más endeudados supondrán el principal foco de riesgo para la sostenibilidad de la recuperación económica.

Bajo este contexto, pensamos que todavía es demasiado pronto para pensar en estrategias de salida. Éste es el mensaje común que se desprende de las reuniones de los principales bancos centrales del mundo. Hasta que no se consoliden los pilares de crecimiento difícilmente se adoptarán estrategias de retirada de estímulo, y mucho menos, de tensionamiento de la política monetaria. De esta manera, no esperamos que los bancos centrales eleven sus tipos de interés de referencia durante 2010, aunque no descartamos que, ante las señales de mejoría de los mercados financieros, adopten un sesgo menos permisivo en la inyección de liquidez al sistema durante los próximos meses.

Actualización de previsiones del Fondo Monetario Internacional: la recuperación está en marcha, pero será lenta

En línea con las señales positivas comentadas en el punto anterior, el Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI) ha revisado sus previsiones de crecimiento para la economía mundial, incidiendo en la idea de que la recuperación será lenta y moderada. El nuevo panel de previsiones apunta a un crecimiento del PIB mundial del 3,1% en 2010 (frente al 2,5% de la proyección de julio), apoyado por la recuperación del bloque emergente (5,1% en 2010), sobresaliendo en este sentido la aportación de la región asiática. Los planes de estímulo monetario y fiscales han sido claves para frenar la caída libre de la actividad, ahora es el turno del consumo privado y la inversión como puntos de apoyo a lo largo de 2010.

En este sentido, la restauración de los canales de crédito y del mercado laboral son dos ejes clave para la sostenibilidad de la recuperación de la actividad. En estos dos puntos el FMI continúa viendo focos de riesgo a corto plazo: el sistema financiero todavía no está reparado completamente y el ajuste de la capacidad productiva podría atrasar la recuperación del mercado laboral. Una combinación que sugiere un escenario con pocas presiones sobre la estabilidad de precios. En este punto, destacamos las proyecciones de inflación para 2010 que facilita el FMI: Área euro 0,8%; EEUU 1,7%; Japón -0,8% y Reino Unido 1,5%.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL FMI (TASAS DE CRECIMIENTO MEDIAS ANUALES)

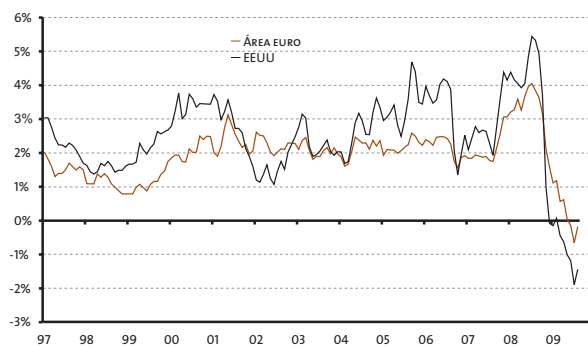
	DIFERENCIA FRENTE					
	PREVISIONES OCT 09				A JUL 09	
	2007	2008	2009	2010	2009	2010
PIB mundial	4,9	3,0	-1,1	3,1	0,3	0,6
Economías avanzadas	2,7	0,6	-3,4	1,3	0,4	0,7
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,7	1,5	-0,1	0,7
Área Euro	2,6	0,9	-4,2	0,3	0,6	0,6
Alemania	2,5	1,3	-5,3	0,3	0,9	0,9
Francia	1,9	0,7	-2,4	0,9	0,6	0,5
Italia	1,5	-1,0	-5,1	0,2	0,0	0,3
España	3,8	1,2	-3,8	-0,7	0,2	0,1
Japón	2,1	-0,6	-5,4	1,7	0,6	0,0
Reino Unido	3,1	0,7	-4,4	0,9	-0,2	0,7
Canadá	2,7	0,5	-2,5	2,1	-0,2	0,5
Otras economías avanzadas	4,6	1,6	-2,1	2,6	1,8	1,6
Emergentes	8,3	6,0	1,7	5,1	0,2	0,4
Europa emergente	5,8	2,9	-5,0	1,8	0,0	0,5
Rusia	8,1	5,6	-7,5	1,5	-1,0	0,0
China	11,4	9,0	8,5	9,0	1,0	0,5
India	9,2	7,3	5,4	6,4	0,0	-0,1
Oriente medio	5,8	5,9	2,0	4,2	0,0	0,5
América Latina y Caribe	5,6	4,2	-2,5	2,9	0,1	0,6
Brasil	5,4	5,1	-0,7	3,5	0,6	1,0
México	3,3	1,3	-7,3	3,3	0,0	0,3

Fuente: FMI (WEO, Octubre 2009).

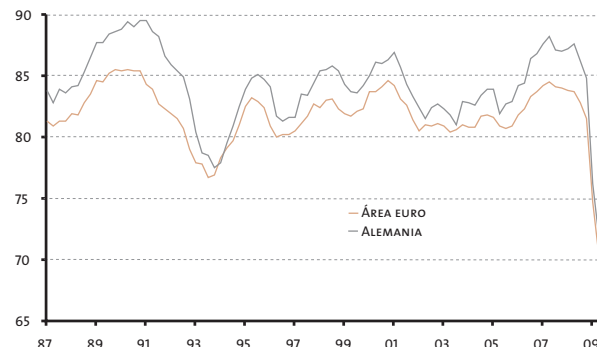
Los mínimos de inflación han quedado atrás

Tal y como se esperaba, en los últimos meses la inflación de las economías avanzadas se ha relajado de forma muy intensa hasta registrar tasas negativas en los principales países (EEUU, Área euro y Japón). Las reducidas presiones de la demanda y el efecto base de los componentes vinculados a materias primas (por los máximos registrados durante el año pasado) lo explican. No obstante, esperamos que la inflación comience a repuntar de forma global a partir del tercer trimestre de 2009. La causa del repunte previsto no debe interpretarse en clave de recuperación de la demanda ni vincularse a los estímulos monetarios introducidos en el sistema financiero, sino al efecto base de los componentes volátiles que a partir de entonces ejercerán presión alcista en la evolución de los índices de precios.

Ahora bien, al margen de la volatilidad que generen dichos efectos base en la evolución de los IPC, lo relevante es la evolución de la tasa subyacente, ya que en última instancia es la que determina la tendencia de la inflación a medio plazo y la que permite medir el pulso del ciclo interno de actividad. En este sentido, no vemos riesgos de repunte, al menos durante lo que resta de 2009 y 2010: la debilidad de la demanda interna limitará las tensiones inflacionistas en el núcleo estable de la inflación. La evolución de las UCP (utilización de la capacidad productiva), en zona de mínimos históricos en todas las economías del Área euro, apunta en esta dirección.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN
 EEUU Y ÁREA EURO


Fuente: Ecwin

 UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD
 PRODUCTIVA EN EL ÁREA EURO Y ALEMANIA


Fuente: Ecwin

ECONOMÍA INTERNACIONAL. PREVISIONES

	PIB			INFLACIÓN			TASA PARO			BALANZA CORRIENTE (%PIB)		
	2008	2009(p)	2010 (p)	2008	2009(p)	2010(p)	2008	2009 (p)	2010 (p)	2008	2009 (p)	2010 (p)
España	0,9	-3,6	-0,6	4,1	-0,3	0,9	11,3	18,1	20,7	-9,6	-5,8	-3,8
Francia	0,3	-2,9	0,3	2,8	0,1	1,0	7,9	9,5	10,3	-2,3	-1,2	-1,4
Italia	-1,0	-5,1	0,1	2,8	0,1	1,4	6,8	9,1	10,5	-3,4	-2,5	-2,3
Alemania	1,3	-5,9	0,5	2,6	0,3	0,9	7,4	8,0	10,7	6,4	-5,9	3,6
UME	0,6	-4,4	0,4	3,3	0,3	1,2	7,6	9,9	11,7	-0,7	N.D	-0,3
Reino Unido	0,7	-3,3	0,8	3,6	1,8	1,7	5,5	7,6	9,3	-1,7	-11,5	-1,9
EEUU	0,4	-2,6	2,1	3,8	-0,5	1,8	5,8	9,3	10,1	-5,9	-12,1	-2,2
Japón	-0,7	-6,2	1,4	1,4	-1,2	-0,6	4,0	5,4	6,1	3,2	1,9	2,0

 Fuente: Consensus Forecast Inc., Comisión Europea y elaboración propia
 (p) Previsiones AFI para España.

PREVISIONES AFI DE TIPOS DE INTERÉS Y CAMBIO

	OCT 09	DIC 09	MAR 10	JUN 10	SEP 10
Tipos oficiales					
Repo BCE	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Fondos Federales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipos interbancarios 3m					
EUR	0,74	0,75	1,05	1,30	1,40
USD	0,28	0,35	0,40	0,48	0,50
Tipos Interbancarios 12m					
EUR	1,23	1,25	1,40	1,55	1,80
USD	1,24	1,25	1,30	1,45	1,95
Tipos a 10 años					
Deuda Alemania	3,19	3,25	3,35	3,45	3,65
Deuda España	3,78	4,10	4,55	4,40	4,45
Deuda EE.UU.	3,38	3,35	3,80	4,00	4,20
Tipos de cambio					
USD/EUR	1,477	1,530	1,500	1,500	1,470
JPY/EUR	132,843	137,700	138,000	144,000	144,060
GBP/EUR	0,934	0,934	0,900	0,880	0,860

 (*) Para el cálculo de diferencias se anualiza la TIR
 Fuente: AFI

ECONOMÍA ESPAÑOLA. ACTUALIDAD

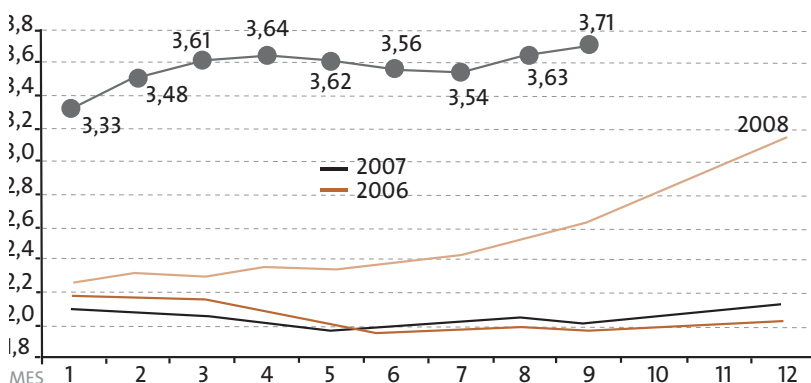
Se amortiguan los ritmos de destrucción de empleo pero las bases del mercado laboral se mantienen débiles

Diluido el impacto de la estacionalidad estival, el deterioro del mercado laboral en España ha vuelto a quedar de manifiesto con las cifras de agosto y septiembre. Si atendemos a los registros administrativos, el total de parados registrados en el INEM superó en septiembre los 3,7 millones de personas, lo que supone un incremento de 144 mil personas frente al trimestre anterior. Septiembre, aún cuando es un mes estacionalmente mejor, ha repetido el repunte del paro de agosto (unas 80.000 personas), sintomático de la todavía elevada debilidad de las bases del mercado laboral, un año y medio después de iniciarse su senda alcista.

Si se desagrega la cifra de parados por sectores, se observa que los servicios ha sido con diferencia el sector que más ha aportado al crecimiento del número de desempleados en el tercer trimestre (98.400 personas), seguido del colectivo "sin empleo previo" (29.484 personas), que concentra sobre todo a jóvenes y mujeres que se incorporan al mercado de trabajo. Por su parte, la industria y la construcción apenas vieron alterado su cifra total de parados. En lo que llevamos de 2009, de los casi 600 mil nuevos parados, un 60% ha provenido de los servicios.

En términos de empleo, la lectura es similar. Si bien es cierto que se han frenado los ritmos de destrucción respecto a meses anteriores (en septiembre la afiliación a la Seguridad Social ha disminuido en 66 mil personas, la mitad de lo que lo hizo en el mismo mes de 2008), éstos continúan siendo elevados si se tiene en cuenta la destrucción agregada de empleo desde inicios de la crisis. La tasa interanual de caída de la afiliación ha pasado de superar el 6,5% en los primeros meses de 2009 a situarse en el 5,7% en septiembre. Sin embargo, lo realmente destacado es que por primera vez desde mayo de 2005 el total de afiliados es inferior a los 18 millones.

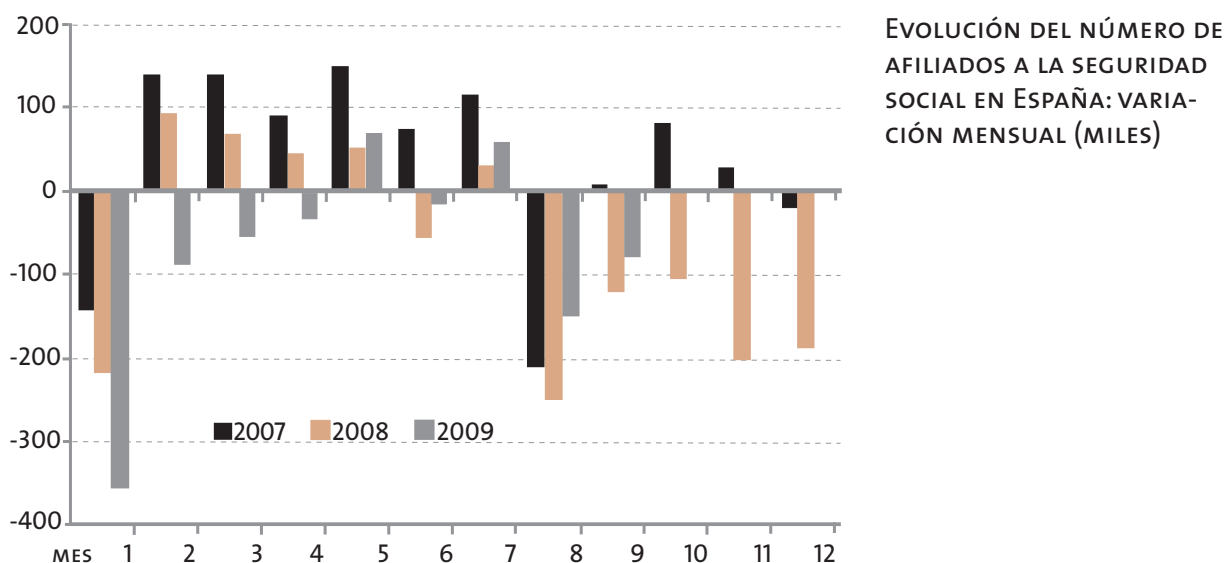
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE PARADOS REGISTRADOS EN EL INEM EN ESPAÑA (MILLONES DE PERSONAS)



Fuente: AFI a partir de INEM

Todos los sectores de actividad han contribuido a la corrección de la afiliación en el tercer trimestre, aunque a diferencia del incremento en el número de parados, el reparto no se concentra en los servicios. Construcción (-76.000) e industria (-33.000) suponen más del 65% de la reducción de los afiliados.

A la espera de conocer las cifras oficiales de ocupación y paro del tercer trimestre, proporcionadas por la EPA, los registros administrativos deducido el efecto de la estacionalidad apuntan a un menor incremento del paro y a una menor caída de la ocupación en relación al trimestre anterior. A expensas de la evolución de la población activa (es previsible que continúe ralentizando su crecimiento), preveamos un nuevo repunte de la tasa de paro hasta superar el 18%, aunque inferior al de la primera mitad de 2009.



Fuente: AFI a partir de INEM

El núcleo subyacente marca la hoja de ruta de la inflación en España. En septiembre crece un tímido 0,1% y devuelve la inflación general al -1%

La inflación en España durante el tercer trimestre de 2009 se ha reducido de forma más pronunciada que durante el trimestre anterior. En el mes de julio el IPC tocó suelo, al registrar una variación del -1,4% con respecto al mismo mes del año pasado. A partir de ese momento se moderó la caída (en agosto la inflación fue del -0,8%), si bien el dato de septiembre ha vuelto a saldarse con una corrección del 1%.

Si se analiza la evolución de los principales componentes del agregado, se observa que en el descenso del nivel general de precios ha jugado un papel fundamental el comportamiento de las partidas más volátiles: los alimentos sin elaborar y los productos energéticos. En este último caso, el efecto base que introduce la comparativa interanual del precio del petróleo explica el grueso del ajuste. El precio del barril de Brent en los meses centrales de 2008 superaba en media los 100 dólares frente a los algo menos de 70 dólares del mismo período de este año.

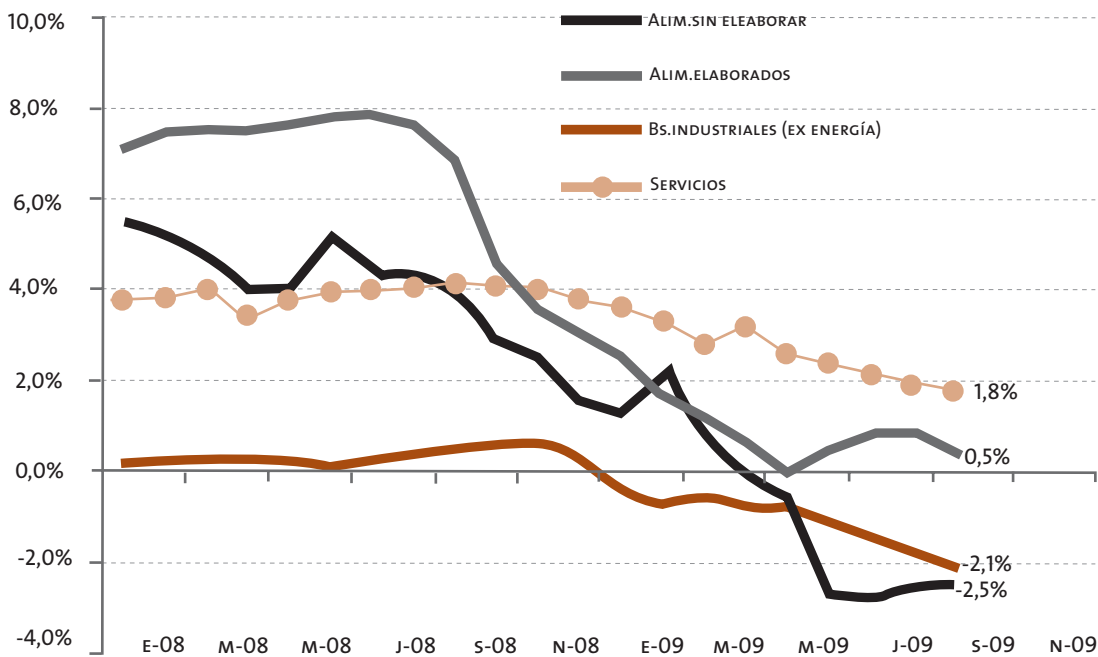
No obstante, lo más representativo de la caída de la inflación es el hundimiento de las tasas subyacentes. Hace tan sólo un año la inflación subyacente superaba el 3%; en septiembre de 2009 se

situaba en un tímido 0,1%, sintomático de la magnitud de la contracción de la demanda interna en España y su traslado a la evolución del componente estable de la inflación. Un escenario de tasas de inflación subyacentes próximas a cero o incluso negativas durante los próximos meses gana probabilidad en nuestras previsiones. Por partidas, los bienes industriales y los alimentos elaborados se configuraron como los responsables principales del comportamiento del núcleo subyacente, si bien es cierto que la moderación gradual pero persistente de los precios de los servicios (suponen casi un 50% del total) también está contribuyendo a la corrección, y su evolución resulta clave a la hora de pensar en inflaciones subyacentes “cero” de aquí a la primera mitad de 2010.

En relación con la media del Área euro, el diferencial de inflación de España (tanto para el índice general de precios como para el núcleo subyacente) se mantiene en niveles negativos, lo cual contrasta con su evolución histórica, sistemáticamente positiva y del orden del 1%. Este comportamiento responde tanto a la mayor sensibilidad de la inflación española a las variaciones en los precios de las materias primas, y en particular del petróleo, como al mayor deterioro relativo del consumo privado (con datos a cierre del segundo trimestre, el consumo privado en España caía a ritmos del 5% interanual, frente a tasas de caída ligeramente inferiores al 1% del Área euro).

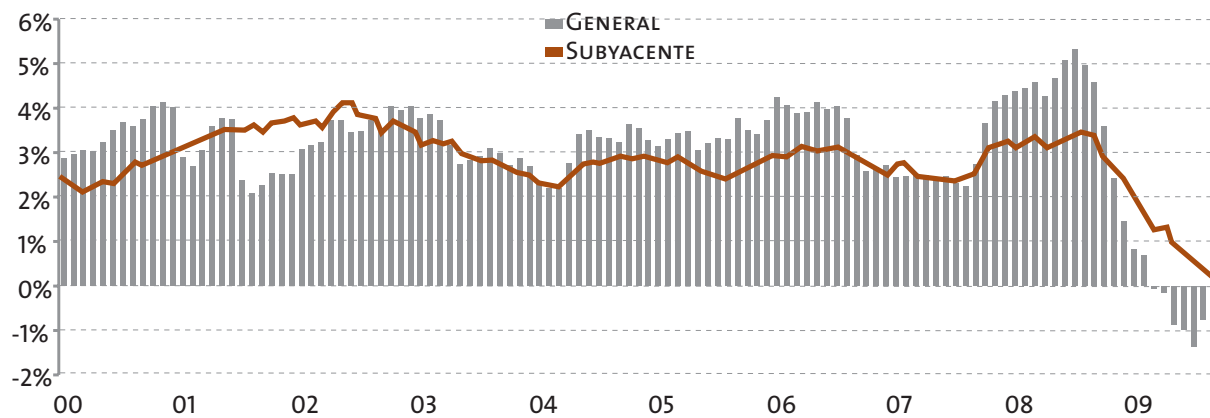
La acentuación de la caída de la inflación general en septiembre es previsible que no suponga un giro hacia una senda bajista en precios para lo que resta de 2009. El efecto base de la energía deberá acentuarse a partir de octubre devolviendo la tasa general a terreno positivo en diciembre (de mantenerse estable el precio del barril de petróleo en los niveles de septiembre, éstos serían un 50% superior a los de diciembre de 2008). Ello sin menoscabo de que las tasas subyacentes se mantengan en niveles muy deprimidos.

EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA (VARIACIÓN INTERANUAL)



Fuente: AFI a partir de INE

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE EN ESPAÑA



Fuente: AFI a partir de INE

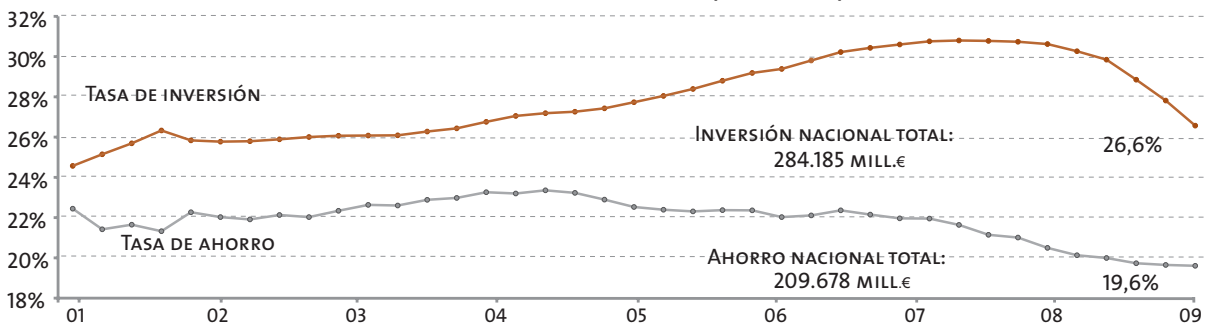
ECONOMÍA ESPAÑOLA. TENDENCIAS

La contracción de la inversión lidera el ajuste del déficit exterior en la primera mitad de 2009

Confirmada la corrección de las necesidades de financiación exterior de la economía española en el segundo trimestre de 2009 (han caído en 15.000 millones de euros en el trimestre, pasando de representar un 8,2% del PIB a cifrarse en el 7%), la clave está en analizar los factores que subyacen al ajuste, atendiendo al comportamiento de los principales sectores institucionales en términos de ahorro bruto e inversión.

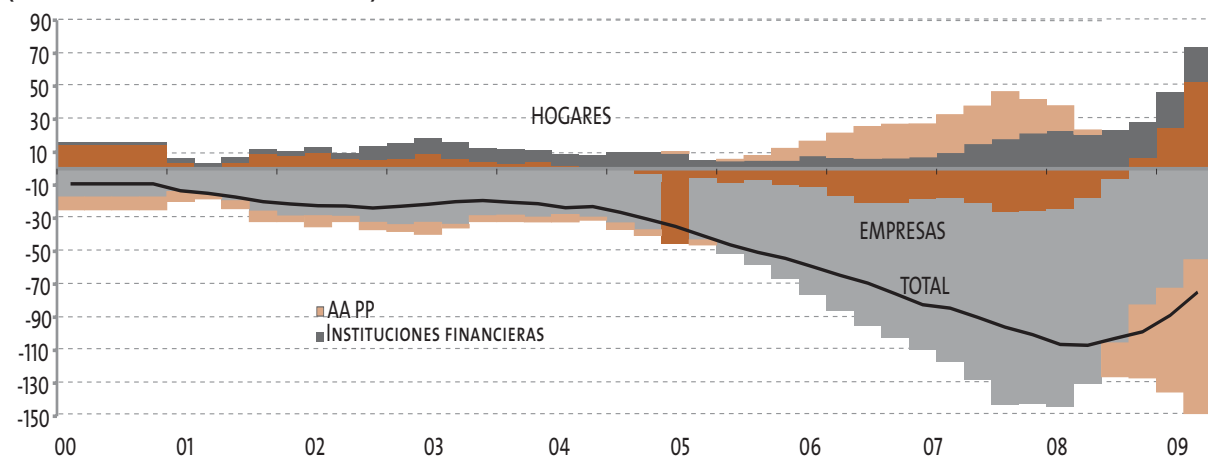
Las Cuentas no financieras han trasladado la caída de la inversión observada en las cifras del cuadro macro en la primera mitad del año a la perspectiva sectorial. La tasa de inversión para el conjunto de la economía ha pasado de superar el 30% en 2008 a situarse en el 26,6% en el segundo trimestre de éste, lo que traducido a unidades monetarias (284.000 millones de euros) supone una cesión interanual del 20%. Es en el deterioro de la inversión, y en concreto, la llevada a cabo por hogares y empresas, donde reside la palanca de minoración del déficit exterior, ya que tal y como se preveía, el deterioro de las finanzas públicas continúa lastrando la evolución del ahorro.

TASA DE AHORRO E INVERSIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (% DEL PIB)



Fuente: AFI a partir de INE

CAPACIDAD(+)/ NECESIDAD(-) DE FINANCIACIÓN POR SECTOR INSTITUCIONAL EN ESPAÑA (MILES DE MILLONES DE EUROS)



Fuente: AFI a partir de INE

La tasa de ahorro agregado ha logrado estabilizarse en niveles del 19,6% (frente a cotas del 21% de hace un año) gracias a la fuerte recuperación que está registrando el ahorro privado: la caída del ahorro público ha alcanzado los 30.300 millones de euros, un 2,8% del PIB. De los casi 210.000 millones de euros en que se cifra el ahorro bruto de la economía española en el segundo trimestre de 2009 (las cesiones más acusadas han tenido lugar en el trimestre anterior), un 60% se corresponde a ahorro de los hogares.

Llegado a este punto, es en la posición de los hogares donde cabe hacer especial hincapié. Su ahorro expresado en porcentaje de la renta bruta disponible del sector ha repuntado hasta el 17,5%, la ratio más elevada de los últimos veinte años. ¿Qué hay detrás de este repunte? En líneas generales, una caída del consumo final superior a la registrada por la renta bruta disponible (RBD). En este sentido, cabe hacer varias matizaciones:

- El grueso del deterioro de la renta disponible de los hogares ha tenido lugar entre el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009, coincidiendo con los mayores niveles de destrucción de empleo.
- Las prestaciones sociales recibidas y los menores impuestos pagados sobre la renta y el patrimonio están contribuyendo a amortiguar el impacto de la corrección de la remuneración de asalariados sobre la renta total. En todo caso, la cesión de la remuneración de asalariados está siendo inferior a la del empleo, debido a que los costes salariales, con datos a cierre del segundo trimestre, todavía crecen a tasas próximas al 4% interanual.

En los próximos meses, de confirmarse las previsiones de evolución del consumo privado (caídas, en términos reales, superiores al 5% interanual en lo que resta de 2009 y del orden del 2% en media en 2010) y de mercado laboral (se mantendrá la destrucción de empleo pero a ritmos inferiores a los vistos en los trimestres anteriores), no es descartable que la tasa de ahorro de los hogares pueda repuntar desde los muy elevados niveles actuales.

EVOLUCIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (INVERSIÓN) EN ESPAÑA POR SECTOR INSTITUCIONAL

INVERSIÓN	DIC 08		JUN 09		VAR JUN 09-DIC 08
	MILLONES EUROS	%PIB	MILLONES EUROS	%PIB	VAR JUN 09-DIC 08
Hogares	92.574	8,5%	80.599	7,5%	-11.975
Instituciones financieras	8.796	0,8%	10.919	1,0%	2.123
Empresas	170.963	15,7%	146.048	13,7%	-24.915
AAPP	41.642	3,8%	46.619	4,4%	4.977
TOTAL	313.975	28,8%	284.185	26,6%	-29.790
Privada	272.333	25,0%	237.566	22,2%	-34.767
Pública	41.642	3,8%	46.619	4,36%	4.977

Es previsible que la recomposición que está experimentando el ahorro agregado (aumento del ahorro privado y caída intensa del público) se mantenga en los próximos trimestres, sin menoscabo de que la tasa de ahorro para el conjunto de la economía pueda ceder desde los niveles actuales (19,6% del PIB). Ello es compatible con un déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas próximo al 11% del PIB a cierre de 2009.

En lo que respecta a la inversión, sus ritmos de corrección deberían empezar a remitir de aquí en adelante, pero el ajuste en el que se haya inmersa la inversión residencial y los efectos de arrastre que el cambio de ciclo todavía tendrán sobre la inversión empresarial, apuntan a reducciones de la tasa de inversión agregada hacia niveles más próximos a la media de la OCDE (del orden del 22% del PIB) en los dos próximos años.

ECONOMÍA ESPAÑOLA. PERSPECTIVAS

El crecimiento se mantendrá muy débil en los próximos años

La publicación de las cifras de PIB de España correspondientes al segundo trimestre de 2009 ha venido acompañada de una revisión de la serie histórica por parte del INE que, si bien altera la magnitud de las variaciones en determinadas partidas, no ha traído consigo cambios de relevancia en las tendencias que han caracterizado el comportamiento de la economía española en los últimos meses. Consumo e inversión son las partidas sobre las cuales descansa el ajuste de mayor intensidad, con cesiones que en junio de 2009 se han situado en el 5,9% y el 17%, respectivamente.

La revisión de la serie histórica no ha alterado nuestra senda de previsiones para los próximos trimestres: la economía española será una de las pocas del mundo que registre correcciones durante 2010. Los factores que justifican este pesimismo con respecto al devenir de otras economías son la debilidad del mercado laboral, el proceso de despalancamiento de los hogares y la extensión de la restricción crediticia durante 2010.

Es cierto que los ritmos de caída, de ahora en adelante, serán inferiores a los observados durante el primer semestre de 2009, que puede concluir con una cesión del PIB en el entorno del 3,6%. El ajuste del consumo privado es uno de los aspectos más destacados: la corrección podría situarse en el 5,5% para el conjunto del año superando con creces el deterioro observado en otras economías como EEUU, en donde apenas superará el 2% en este mismo año. El ajuste de la inversión es también una característica relevante en el caso español, como hemos analizado en el segundo apartado de este capítulo. La cesión de esta partida rondará el 16,3% (como referencia para contrastar esta caída, en EEUU la corrección de la inversión en 2009 será de un 12%).

Previsiones de crecimiento de la economía española para el período 2009-2012

CUADRO MARCO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	AFI (OCT09)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,6	-0,6
Consumo Final	4,5	4,0	4,1	0,9	-2,7	-0,9
Hogares	4,2	3,8	3,6	-0,6	-5,5	-2,2
AA.PP.	5,5	4,6	5,5	5,5	5,1	2,6
FBCF	7,0	7,2	4,7	-4,4	-16,3	-7,5
Bienes de equipo	9,2	9,9	9,0	-1,7	-27,9	-12,6
Construcción	6,1	6,0	3,2	-5,6	-11,7	-6,2
Vivienda	6,1	6,2	3,0	-10,3	-25,2	-15,1
Otra construcción	6,2	5,8	3,4	-0,4	1,2	0,1
Demanda Nacional(1)	5,3	5,5	4,4	-0,5	-6,8	-2,5
Exportaciones	2,5	6,7	6,7	-0,9	-14,1	-0,8
Importaciones	7,7	10,2	8,0	-4,8	-21,5	-8,4
Demanda externa(1)	-1,6	-1,5	-0,8	1,4	3,2	2,0
IPC	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,2	1,5
Empleo (EPA)	3,1	3,1	2,8	-0,5	-6,8	-2,9
Tasa de paro (EPA)	9,2	8,5	8,3	11,3	18,3	20,9
Saldo Presupuestario (%PIB)	1,1	1,8	2,2	-4,1	-11,0	-10,5
Saldo Balanza Corriente (%PIB)	-7,4	-8,9	-10,1	-9,6	-5,8	-3,2

(1) Aportación al crecimiento del PIB/ Fuente: AFI

Así, en 2010 prevemos una caída del 0,6% para el PIB con un consumo privado que cederá de nuevo con intensidad. El mercado inmobiliario será otro de los puntos de atención, y en este sentido, no esperamos contribuciones positivas de esta partida al crecimiento durante los próximos años: el elevado volumen de vivienda sin vender que existe en la actualidad (cifrado entre las 800.000 y las 900.000 viviendas) y la debilidad de la demanda motivan que la absorción de los inventarios sea muy lenta, y compatible con aportaciones del crecimiento sólo a partir de 2011.

En relación con el mercado laboral, cuya situación hemos analizado en el primer apartado de España, la tasa de paro podría incrementarse desde el 17,4% actual hasta niveles superiores al 20% durante 2010. El verdadero problema al que se enfrenta la economía española es el riesgo de entrar en una situación de desempleo estructural, de larga duración.

La combinación de todos estos factores nos lleva a plantear un escenario de crecimiento muy por debajo de su tendencia de medio plazo, y no prevemos ritmos de crecimiento superiores al 2% hasta al menos 2012.

El déficit público se verá muy presionado por la debilidad del crecimiento

La debilidad del ciclo a nivel mundial ha motivado que, durante 2009, el deterioro de las cuentas públicas sea generalizado y muy pronunciado, llevando a los estados a registrar niveles de déficit inauditos en la historia económica reciente. En el caso español, la fuerte caída de la demanda interna ha motivado un hundimiento muy severo de los ingresos públicos no financieros (hasta agosto la caída interanual se aproxima al 28%), al tiempo que los gastos no financieros se han incrementado debido al deterioro del mercado laboral, y también a los planes de estímulo adoptados por el Gobierno para contrarrestar la caída de la actividad privada (el gasto público crece a ritmos del 22% en el mismo período).

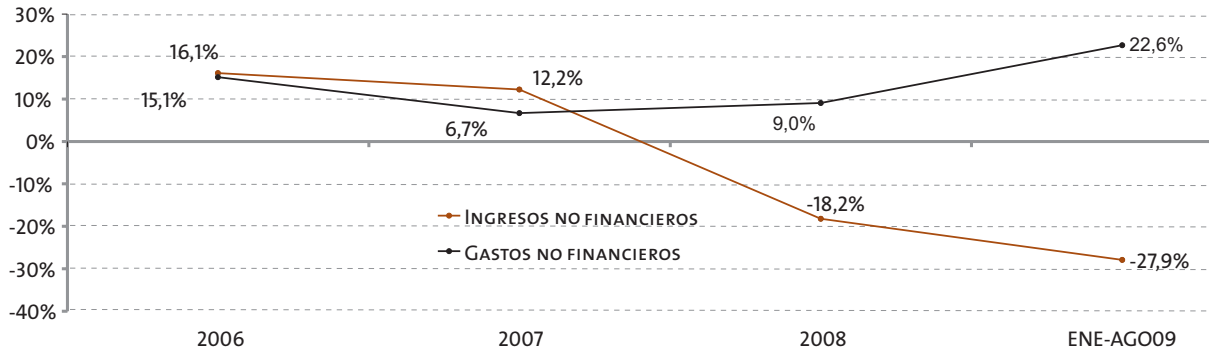
Para final de 2009 prevemos que el déficit del conjunto de administraciones públicas se sitúe en el umbral del 11%, y que en 2010 cierre en el 10,5%. Unos niveles que se alejan considerablemente de los ratios de economías como Alemania o Francia (con déficit previstos para 2010 del 6,5% y del 7% respectivamente), y que pueden motivar un mayor castigo en los mercados financieros a la deuda española, en la medida en la que, durante 2010, la capacidad de discriminación de los mercados a la hora de conceder financiación será mucho mayor que en 2009.

De cara al futuro, y al igual que sucede con el mercado laboral, el problema no reside tanto en el nivel de llegada como en la capacidad de corrección de tal desequilibrio. Consolidar las cuentas públicas en un escenario de crecimiento inferior al potencial durante un período de tiempo prolongado no será tarea fácil, y exigirá no sólo esfuerzos desde el punto de vista de los ingresos, sino también desde el punto de vista del gasto público. En este sentido, el impacto conjunto de las medidas presentadas por el Gobierno en su proyecto de Presupuestos Generales del Estado (fundamen-

talmente centradas en el incremento de la presión fiscal) apenas representa un punto porcentual del PIB (10.000 millones de euros), por lo que parece claro que la consolidación futura de las cuentas públicas pasa necesariamente por atajar el problema no sólo desde el punto de vista de la tributación, sino especialmente desde la reducción del gasto público, en línea con las llamadas efectuadas por distintos organismos internacionales entre los que destaca el BCE.

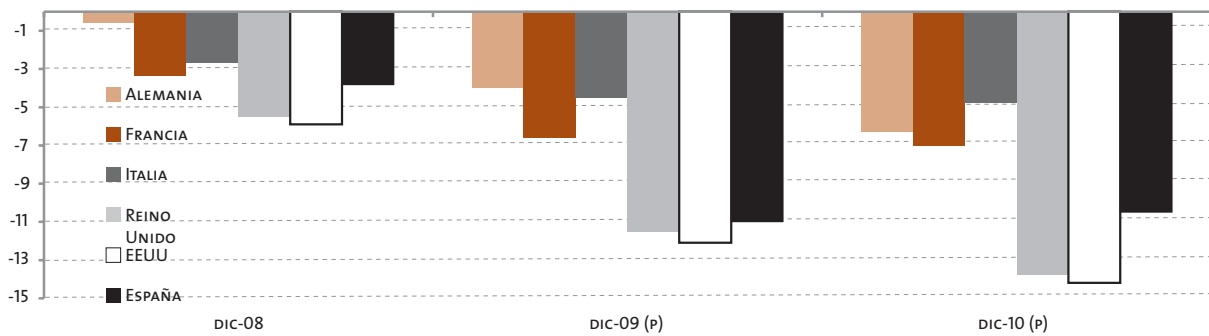
Con respecto a las dudas que esta situación genera desde la óptica de la sostenibilidad de la deuda y los riesgos para su refinanciación, hay dos aspectos que juegan a favor de España: en primer lugar, el Estado parte de unos niveles de endeudamiento relativamente reducidos, y en segundo lugar, la duración media de la cartera de deuda se sitúa todavía por encima de los 5,5 años. Fruto del incremento de las necesidades de financiación del Estado, el nivel de endeudamiento se situaría en el 58% a final de 2010, muy por debajo del correspondiente a economías como Alemania o Francia (que podrían registrar, a final de 2010, niveles de endeudamiento público superiores al 65% del PIB). En el segundo punto, el riesgo se concentra fundamentalmente en la fuerte emisión de letras del Tesoro que ha acometido España en los últimos meses, y cuya refinanciación puede coexistir con un incremento de los tipos de interés en el mercado que perjudique el balance público total (fruto del deterioro de la partida puramente financiera).

INGRESOS Y GASTOS DEL ESTADO. VARIACIÓN INTERANUAL



Fuente: IGAE

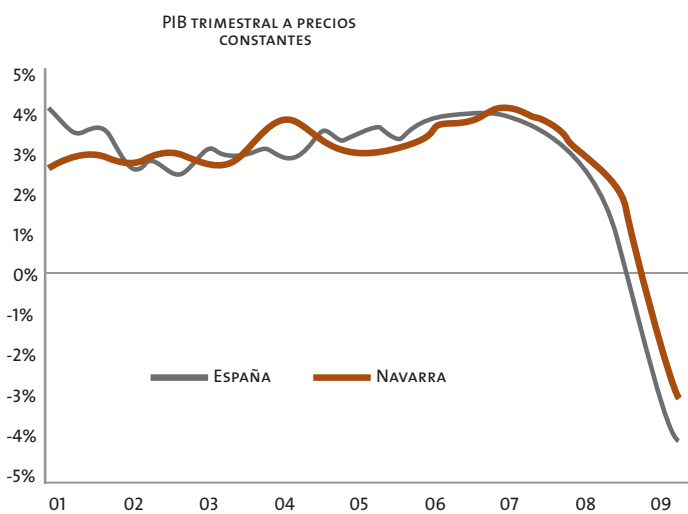
SALDO PÚBLICO COMO PORCENTAJE DEL PIB Y PREVISIONES DE LA CE



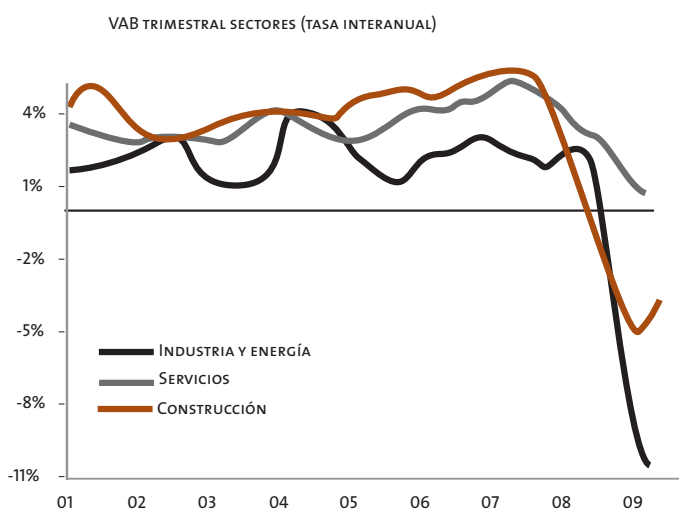
Fuente: Comisión Europea y AFI (España)

ECONOMÍA DE NAVARRA, ACTIVIDAD Y DEMANDA

Crecimiento económico



FUENTE: INSTITUTO DE ESTADÍSTICA DE NAVARRA E INE



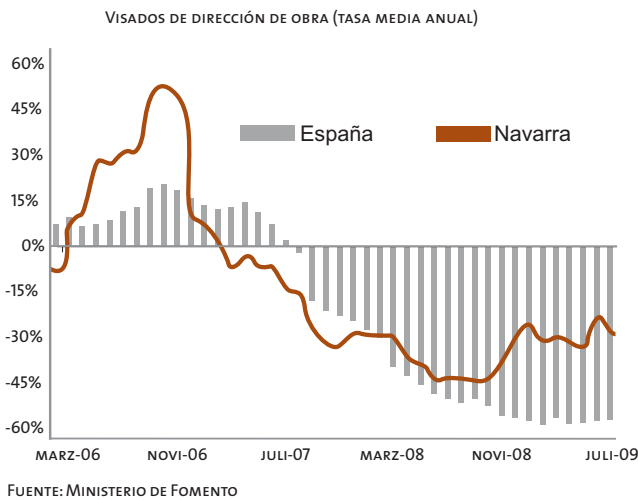
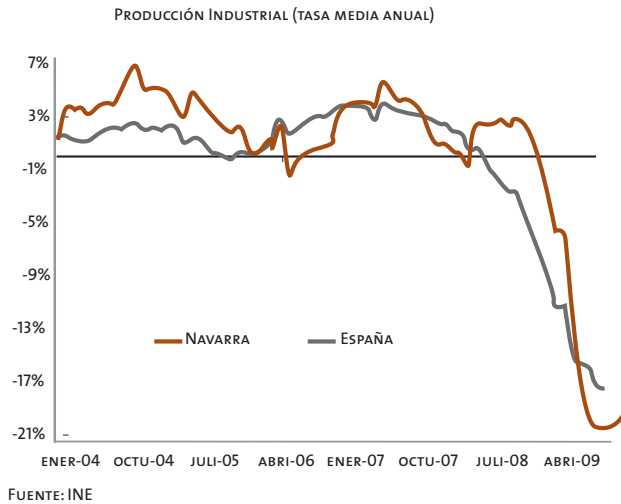
FUENTE: INSTITUTO DE ESTADÍSTICA DE NAVARRA

El deterioro económico nacional e internacional sigue mermando la actividad en la Comunidad Foral de Navarra. Según la Contabilidad Trimestral publicada por el Instituto de Estadística de Navarra, el crecimiento del PIB correspondiente al segundo trimestre de 2009 se situó en un -3,2% interanual, lo que supone una contracción de más de un punto con respecto al crecimiento del trimestre anterior. A pesar de que la economía regional ha seguido la misma tendencia que el agregado nacional, la pérdida de actividad económica ha sido menos pronunciada, registrando un diferencial de un punto respecto al PIB del conjunto de España (-4,2%).

Por el lado de la oferta, la industria y energía ha sido el sector más deteriorado por la mala situación económica y ha intensificado la disminución de trimestres anteriores hasta registrar una tasa interanual del -10,9% en el segundo trimestre. La construcción, por el contrario,

ha ralentizado ligeramente su ritmo de descenso con un -3,9%, tras el -5,1% del trimestre anterior. Por último, el sector servicios ha atenuado el crecimiento positivo de trimestres anteriores hasta un 0,4% interanual debido al retroceso de los servicios de mercado, ya que el valor añadido de los servicios de no mercado sigue aumentando.

Actividad



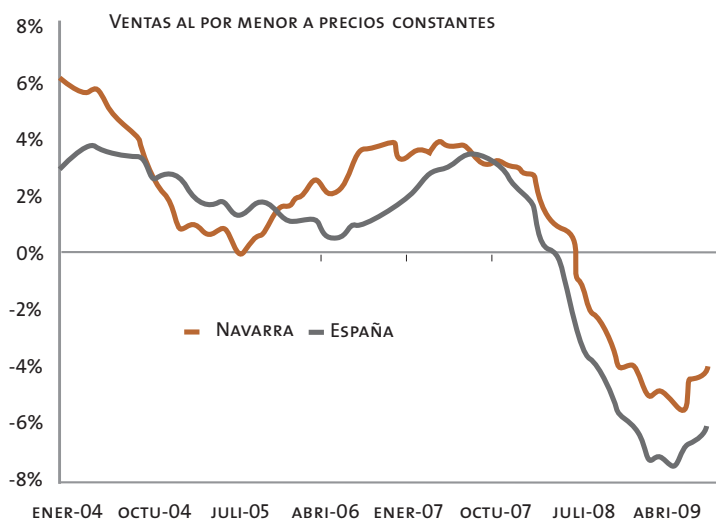
La actividad industrial en la Comunidad Foral de Navarra ha descendido en los últimos meses, dejándose notar en la evolución del Índice de Producción Industrial (IPI), el cual ha decrecido en un 20,5% de media anual en agosto. Todos los componentes han sufrido la pérdida de actividad, con tasas negativas de crecimiento. Si bien, los bienes de consumo duradero, los bienes de equipo y los bienes intermedios son los que han registrado los mayores descensos (-32,0%, -24,6% y -23,4%, respectivamente).

Los indicadores de la construcción de Navarra han mostrado un sector deteriorado por la crisis, aunque la evolución de los últimos meses muestra que la contracción parece moderarse, lo que está en línea con los resultados del VAB de la construcción del último trimestre disponible. En julio de 2009, los visados de dirección de obra han disminuido en un 30,5% de media anual, todavía con tasas negativas de crecimiento pero algo más moderadas que las registradas el año anterior (-42,9% en julio de 2008). En España, sin embargo, la evolución del indicador sigue siendo muy desfavorable para el sector y en julio ha alcanzado una media anual del -57,3%.

La licitación total por su parte, sigue mostrando una elevada volatilidad, pero ha dado un resultado positivo en julio de 83,2% de media anual, mientras que en el agregado nacional, la licitación ha crecido un 2,1% en el mismo periodo.

Consumo

Después de la fuerte contracción del consumo de las familias navarras, ante la incertidumbre económica, que se hizo evidente en el decrecimiento de las ventas al por menor a precios constantes superior al 5% de media anual, la evolución del indicador de demanda de los últimos meses empieza a mostrar signos de recuperación, ralentizando el ritmo de descenso hasta un -3,7% en agosto. Esta recuperación ha estado en línea con la evolución del agregado nacional, aunque con datos más alentadores en la Comunidad Foral de Navarra que mantiene desde finales de 2007 un diferencial positivo respecto al conjunto de España.

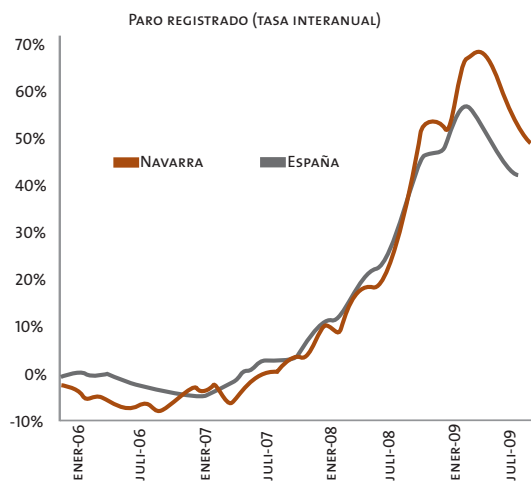


FUENTE: INE

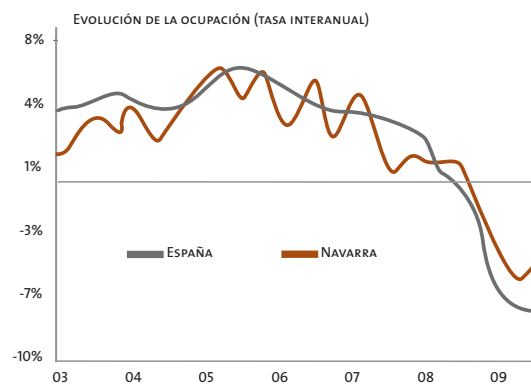
Mercado laboral

La Encuesta de Población Activa del INE del tercer trimestre de 2009 registra en la Comunidad Foral de Navarra un total de 276.400 ocupados, 13.900 menos que el mismo periodo del año 2008, lo que supone una variación interanual del -4,8%. A pesar de que se sigue destruyendo empleo en la región, el dato ha sido menos negativo al trimestre anterior y ha estado acompañado por una tasa de paro del 10,39%, casi dos puntos menos que el registrado en el segundo trimestre. Cabe destacar que por primera vez en todo el periodo de crisis económica se observa un descenso en la población activa, que ha sido de 4.000 efectivos frente al tercer trimestre de 2008, un -1,3% interanual. En España, por el contrario, se siguen incrementando el número de activos y la tasa de paro se ha situado en el 17,93%.

Los datos de afiliación a la Seguridad Social y de paro registrado en el SPEE siguen siendo muy negativos, aunque muestran un menor deterioro que la primera mitad de 2009. En septiembre, el volumen de afiliados a último día de mes ascendió a 267.556



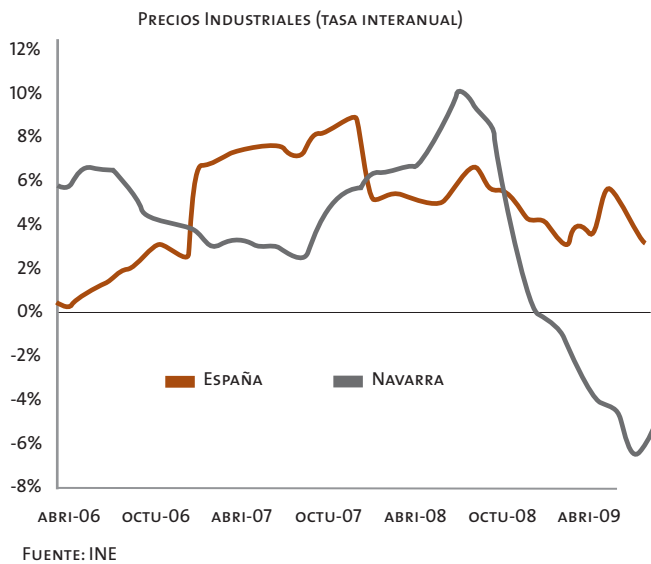
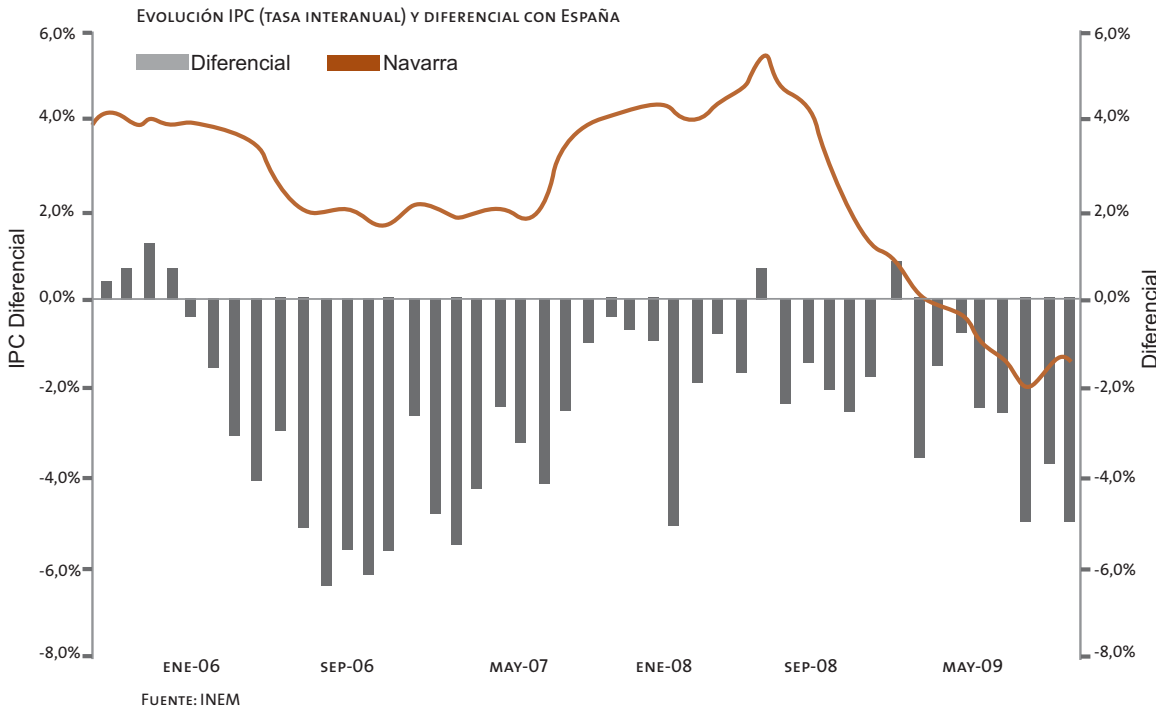
FUENTE: INEM



FUENTE: INE (EPA)

personas, lo que supone un descenso del 4,7% interanual. En el conjunto de España el ritmo de destrucción de empleo sigue siendo elevado, alcanzado una tasa interanual del -5,5%. La evolución del paro registrado por su parte, mantiene la tendencia descendente que dio inicio en junio y ralentiza la tasa de crecimiento hasta un 49,5%, registrando un total de 37.353 personas en paro.

Precios

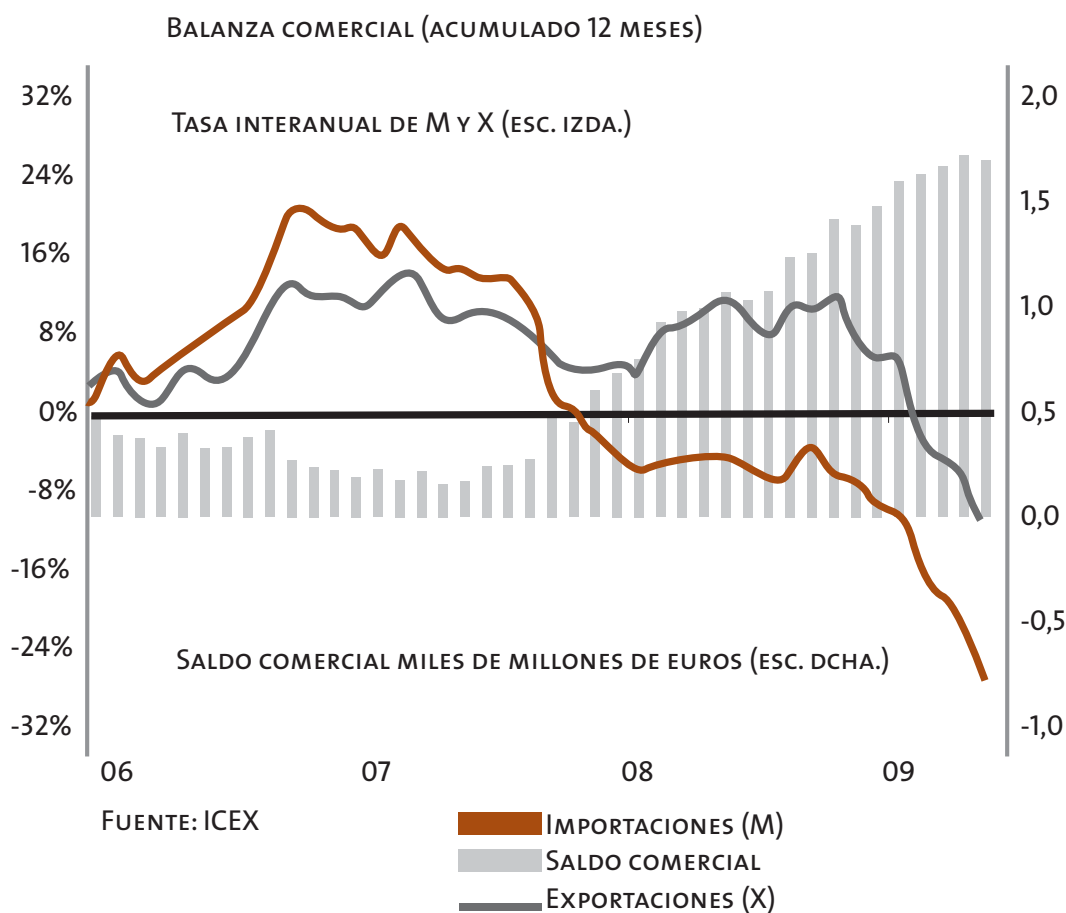


El Índice de Precios de Consumo (IPC) en Navarra mantiene una tasa interanual negativa, registrando en septiembre una inflación del -1,5%. Los grupos más deflacionistas siguen siendo “Transporte” y “Vivienda”, con una variación interanual del -7,0% y -4,6%, respectivamente. Por el contrario, “Bebidas, alcohol y tabaco” y “Enseñanza” han sido los grupos más inflacionistas, sobre todo el primero que ha alcanzado un crecimiento interanual del 12,9%. El diferencial de precios con la media española se ha mantenido tradicionalmente a favor de la región y la bajada de precios iniciada a principios de 2009 ha cobrado mayor intensidad en la Comunidad Foral de Navarra, lo que ha llevado a incrementar el diferencial de precios hasta los -0,5 puntos en septiembre.

El diferencial de precios con la media española se ha mantenido tradicionalmente a favor de la región y la bajada de precios iniciada a principios de 2009 ha cobrado mayor intensidad en la Comunidad Foral de Navarra, lo que ha llevado a incrementar el diferencial de precios hasta los -0,5 puntos en septiembre.

Al contrario de lo observado en la media nacional, la evolución del Índice de Precios Industriales (IPRI) en Navarra ha seguido un comportamiento positivo, aunque los últimos datos parecen mostrar una cierta ralentización del crecimiento. Así, en agosto de 2009, la tasa interanual del indicador se ha situado en el 3,0%, mientras que en el conjunto de España los precios industriales se han contraído en un 5,5%. Todos los componentes han registrado un avance positivo, excepto los precios de bienes de consumo no duradero que han disminuido en un 0,8% respecto al año anterior. Los precios energéticos y los precios de bienes de consumo duradero han sido los más dinámicos.

Sector Exterior



Los flujos de comercio exterior de bienes de la Comunidad Foral de Navarra han experimentado un fuerte retroceso en los últimos meses por la crisis económica y la ralentización de la demanda interna. Así, las exportaciones disminuyeron en un 12,9% interanual en el acumulado 12 meses hasta julio y el descenso de las importaciones ha sido aún más acentuado alcanzando en el mismo periodo una tasa interanual del -27,6%. El mayor retroceso de las importaciones frente a las ventas al exterior ha hecho incrementar el superávit comercial en la región hasta los 1.699 millones de euros.

**INDICADORES MACROECONÓMICOS BÁSICOS.
PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS.**

INDICADORES MACROECONÓMICOS BÁSICOS - NACIONAL

Indicadores de actividad y demanda España

INDICADORES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA EN ESPAÑA

	ENE-09	FEB-09	MAR-09	ABR-09	MAY-09	JUN-09	JUL-09	AGO-09	SEP-09
CONTABILIDAD NACIONAL									
PIB		-3,2%			-4,2%				
Consumo		-2,2%			-3,0%				
Privado		-5,1%			-5,9%				
Público		6,4%			5,1%				
FBCF		-15,2%			17,0%				
Variación existencias		0,0%			0,0%				
Demanda interna(1)		-6,2			-7,4				
Exportaciones bienes y servicios		-17,6%			-15,7%				
Importaciones bienes y servicios		-22,9%			-22,3%				
Demanda externa(1)		3,0			3,2				
CONSUMO (variación interanual)									
Ventas al por menor (variación interanual)	5,0%	-10,8%	-6,1%	-6,8%	-6,6%	-0,8%	-2,5%	-3,0%	
ACTIVIDAD									
Producción industrial (variación interanual)	-21,1%	-22,4%	-24,2%	-19,4%	-20,5%	-16,0%	-18,0%	-13,1%	
PMI manufacturas	31,5	31,8	32,9	34,6	39,8	42,8	47,2	47,3	45,8
PMI servicios	31,8	31,7	34,1	42,3	39,1	41,2	40,8	45,3	46,4
MERCADO LABORAL									
Ocupados (EPA)		-6,4%			-7,2%				
Tasa de paro (EPA)		17,4%			17,9%				
PRECIOS									
Inflación (IPCA)(variación interanual)	0,8%	0,7%	-0,1%	-0,2%	-0,9%	-1,0%	-1,4%	-0,8%	-1,0%
Diferencial inflación UEM-12 (IPCA)	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,7
Precios producción industrial (variación interanual)	-0,5%	-1,1%	-2,5%	-3,4%	-4,4%	-4,9%	-6,7%	-5,5%	
Precio medio vivienda(variación interanual)		-6,8%			-8,3%				
SECTOR EXTERIOR									
Balanza corriente (2)	-98,3	-98,4	-93,3	-88,6	-83,6	-78,6	-72,9		
Balanza comercial(2)	-83,2	-81,1	-75,3	-71,1	-66,6	-61,4	-56,8		
Exportaciones de bienes (variación interanual)	-35,1%	-26,0%	-31,5%	-35,1%	-34,2%	-28,9%	-29,5%		
Importaciones de bienes (variación interanual)	-35,1%	-26,0%	-31,5%	-35,1%	-34,2%	-28,9%	-29,5%		

(1) Aportación al crecimiento del PIB

(2) Acumulado 12 meses en miles de EUR

Fuente: INE, Eurostat, Banco de España, INEM,ISS

INDICADORES MACROECONÓMICOS BÁSICOS-EEUU

Indicadores de actividad y demanda. EEUU

INDICADORES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EEUU

	ENE-09	FEB-09	MAR-09	ABR-09	MAY-09	JUN-09	JUL-09	AGO-09	SEP-09
CONTABILIDAD NACIONAL									
PIB			-3,3%			-3,8%			
Consumo			-0,8%			-0,8%			
Privado			-1,5%			-1,7%			
Público			1,7%			2,5%			
FBCF			-25,2%			-28,1%			
Variación existencias(1)			-0,9			-0,9			
Demanda interna(1)			-4,7			-5,0			
Exportaciones bienes y servicios			-11,6%			-15,0%			
Importaciones bienes y servicios			-16,2%			-18,5%			
Demanda externa(1)			1,2			1,1			
CONSUMO									
Ventas al por menor (nominales)	-10,4%	-9,3%	-10,8%	-11,3%	-11,0%	-9,9%	-9,5%	-6,0%	
Ventas de turismos	-38,0%	-38,2%	-33,5%	-36,8%	-38,1%	-33,7%	-11,7%	-17,4%	
Confianza consumidor	37,4	25,3	26,9	40,8	54,8	49,3	47,4	54,5	53,1
ACTIVIDAD									
Producción industrial	-10,9%	-11,3%	-12,5%	-12,5%	-13,2%	-13,3%	-12,4%	-10,7%	
ISM manufacturero	35,6	35,8	36,3	40,1	42,8	44,8	48,9	52,9	52,6
ISM no-manufacturero	44,2	40,2	44,1	45,2	42,4	49,8	46,1	51,3	55,1
MERCADO LABORAL									
Empleos (no-agrícolas)	-2,7%	-3,1%	-3,5%	-3,8%	-3,9%	-4,1%	-4,2%	-4,3%	-4,2%
Tasa de paro	7,6%	8,1%	8,5%	8,9%	9,4%	9,5%	9,4%	9,7%	9,8%
PRECIOS									
Inflación	-0,2%	0,1%	-0,4%	-0,6%	-1,0%	-1,2%	-1,9%	-1,4%	
Precios producción industrial	-1,3%	-1,7%	-3,5%	-3,3%	-4,7%	-4,3%	-6,4%	-4,3%	
MERCADO INMOBILIARIO									
Precio medio vivienda			-3,4%			-4,0%			
SECTOR EXTERIOR									
Balanza corriente(2)			-631			-542			
Balanza comercial(2)	-671	-636	-606	-573	-539	-506	-473	-443	

(1) Aportación al crecimiento del PIB

(2) Acumulado 12 meses en millones de USD

Fuente: Federal Reserve, Institute for Supply Management (ISM), US Department of Commerce, Bureau of Labour Statistics.

INDICADORES MACROECONÓMICOS BÁSICOS - ÁREA EURO

Indicadores de actividad y demanda. Área Euro.

CUADRO RESUMEN DE INDICADORES EN ÁREA EURO

CONTABILIDAD NACIONAL	ENE-09	FEB-09	MAR-09	ABR-09	MAY-09	JUN-09	JUL-09	AGO-09	SEP-09
PIB			-4,9%			-4,8%			
Consumo			-0,4%			0,0%			
Privado			-1,4%			-0,9%			
Público			2,6%			2,5%			
FBCF			-12,5%			-14,5%			
Demanda interna(1)			-3,1%			-3,2%			
Exportaciones BB y svS			-16,8%			-17,7%			
Importaciones BB y svS			-12,8%			-14,4%			
Demanda externa(1)			-2,1%			-1,8%			
INDICADORES DE CONSUMO									
Ventas al por menor (real)	-2,7%	-3,0%	-2,4%	-2,0%	-3,0%	-2,2%	-2,4%	-2,4%	
Matriculación de vehículos	-19,6%	-12,4%	-6,7%	-4,1%	6,0%	11,9%	7,4%	3,9%	
Confianza consumidor	67,2	65,3	64,6	67,3	70,2	73,2	76,0	80,8	
INDICADORES DE ACTIVIDAD									
Producción industrial	-16,0%	-19,1%	-19,4%	-20,2%	-17,6%	-16,7%	-16,1%		
PMI manufacturas	34,5	33,5	33,9	36,7	40,7	42,4	46,0	48,2	49,0
PMI servicios	42,2	39,2	40,1	43,1	44,8	44,5	45,6	49,9	50,6
Confianza construcción	-30,4	-31,7	-31,8	-33,6	-33,7	-33,2	-32,9	-31,6	-30,5
MERCADO LABORAL									
Tasa de paro	8,5%	8,8%	9,0%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	
Desempleados (variación interanual)	18,0%	22,0%	26,0%	26,6%	26,5%	26,6%	26,8%	27,5%	
PRECIOS									
Inflación (IPCA)	1,1%	1,2%	0,6%	0,6%	0,0%	-0,1%	-0,7%	-0,2%	-0,3%
Precios de producción	-0,8%	-1,9%	-3,2%	-4,8%	-5,9%	-6,5%	-8,4%	-7,5%	
SECTOR EXTERIOR									
Balanza corriente(2)	-114,030	-128,823	-127,868	-130,853	-124,101	-121,541	-108,687		
Balanza comercial(2)	-40,358	-44,146	-41,404	-40,482	-35,387	-28,311	-14,757		
Exportaciones de bienes	-23,3%	-23,4%	-19,2%	-24,0%	-22,1%	-21,7%	-20,1%		
Importaciones de bienes	-20,3%	-20,8%	-20,6%	-24,6%	-25,3%	-26,2%	-28,7%		

(1) Aportación al crecimiento del PIB

(2) Acumulado 12 meses en millones de EUR

Fuente: BCE, Eurostat, NTC Research.

INDICADORES MACROECONÓMICOS BÁSICOS - INTERNACIONAL

Indicadores de actividad y demanda. Japón

INDICADORES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA. JAPÓN

	ENE-09	FEB-09	MAR-09	ABR-09	MAY-09	JUN-09	JUL-09	AGO-09	SEP-09
CONTABILIDAD NACIONAL									
PIB			-8,4%		-7,2%				
Consumo			-1,9%		-0,6%				
Privado			-2,7%		-1,0%				
Público			0,6%		0,9%				
FBCF			-14,1%		-15,2%				
Construcción			0,1%		-9,4%				
Otra inversión			0,0%		0,0%				
Variación existencias(1)			0,4		-0,3				
Demanda interna(1)			0,8		0,7				
Exportaciones BB y svS			-36,2%		-29,2%				
Importaciones BB y svS			-15,3%		-17,1%				
Demanda externa(1)			0,3		0,0				
CONSUMO									
Ventas al por menor (real)	-2,0%	-2,6%	-2,5%	-3,6%	-2,9%	-2,5%	-2,8%	-2,5%	-1,7%
Conf. Consumidor (Tokio)	28	28	29	32	35	38	39	40	42
ACTIVIDAD									
Producción Industrial	-21,8%	-30,0%	-36,9%	-35,1%	-30,7%	-27,6	-24,5%	-22,7%	-18,7%
TANKAN									
MERCADO LABORAL									
Ocupados	-1,0%	0,5%	-0,4%	-1,4%	-1,7%	-2,1%	-2,3%	-2,1%	-1,7%
Desempleo	16,5%	8,2%	12,6%	25,0%	26,0%	28,5%	31,4%	40,8%	32,6%
Tasa de paro	4,3%	4,1%	4,4%	4,8%	5,0%	5,2%	5,4%	5,7%	5,5%
PRECIOS									
Inflación (IPC Tokio)	0,8%	0,5%	0,5%	0,2%	-0,1%	-0,8%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
Inflación (IPC Nacional)									
Precios prod. Industrial	0,9%	-0,9%	-1,9%	-2,5%	-3,9%	-5,5%	-6,7%	-8,5%	-8,5%
Precio medio vivienda	0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
SECTOR EXTERIOR									
Balanza corriente(2)	16.425	14.745	13.872	12.962	12.248	11.414	11.8792	11.442	11.730
Balanza comercial(2)	736.159	877.642	1.252.304	1.270.304	1.276.871	1.127.775	855.098	457.551	235.429
Exportaciones de bienes	-34,7%	-44,7%	-45,5%	-43,8%	-38,8%	-40,0%	-37,6%	-37,7%	-36,3%
Importaciones de bienes	-25,1%	-29,4%	-39,8%	38,1%	-35,0%	-40,5%	-43,9%	-41,0%	-42,0%

(1) Aportación al crecimiento del PIB

(2) Acumulado 12 meses en millones de EUR

Fuente: Bank of Japan, Ministry of Economy, Trade and Industry (METI), Ministry of Finance y Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecoms.

PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS

Tipos de interés

TIPOS DE REFERENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES

		NIVEL %	FECHA	VARIACIÓN
Área Euro	Instr. Marginal de Crédito	1,75	7/5/09	-50 P.B.
	Tipo Repo	1,00	7/5/09	-25 P.B.
	Instr. Marginal de Depósito	0,25	7/5/09	0 P.B.
Dinamarca	Discount Rate	1,00	28/8/09	-10 P.B.
	Lending rate	1,25	25/9/09	-10 P.B.
Reino Unido	Base Rate	0,50	5/3/09	-50 P.B.
Suecia	Repo	1,00	18/2/2009	-100 P.B.
Noruega	Préstamo o/n	2,25	18/6/09	-25 P.B.
	Deposit rate	1,25	18/6/09	-25 P.B.
Polonia	Reference Rate	3,50	25/6/09	-25 P.B.
EE.UU.	Nivel Obj. Fondos Federales	0,00	16/12/09	-25 P.B.
	Primary Credit	0,25	16/12/08	-100 P.B.
Canadá	Operating Band	0-0,5	21/4/09	-25 P.B.
	Bank Rate	0,50	21/4/09	-25 P.B.
	Target Rate	0,25	21/4/09	-25 P.B.
Japón	O/n Call Rate Target	0,10	19/12/08	-20 P.B.
Suiza	Rango Objetivo LIBOR	0,0%-0,75%	11/12/08	-25 P.B.
Australia	Overnight Cash	3,25	6/10/09	25 P.B.
Nueva Zelanda	Official Cash Rate	2,50	30/4/09	-50 P.B.

Fuente: Reuters.

Evolución reciente del Euribor (media mensual)

DATOS MENSUALES	ABR-09	MAY-09	JUN-09	JUL-09	AGO-09	SEP-09	OCT-09	NOV-09
EONIA	0,843	0,782	0,698	0,358	0,347	0,355	0,359	0,329
Semana	0,900	0,789	0,818	0,391	0,348	0,343	0,351	0,357
2 semanas	0,925	0,819	0,851	0,444	0,385	0,369	0,365	0,369
3 semanas	0,963	0,845	0,878	0,511	0,431	0,401	0,385	0,386
1 mes	1,012	0,884	0,913	0,610	0,508	0,455	0,430	0,427
2 meses	1,230	1,093	1,049	0,791	0,694	0,620	0,579	0,576
3 meses	1,422	1,282	1,228	0,975	0,860	0,772	0,738	0,719
4 meses	1,501	1,354	1,305	1,058	0,952	0,874	0,831	0,814
5 meses	1,546	1,415	1,377	1,136	1,034	0,955	0,914	0,902
6 meses	1,608	1,480	1,436	1,213	1,115	1,042	1,017	1,002
7 meses	1,644	1,515	1,471	1,249	1,155	1,085	1,060	1,047
8 meses	1,669	1,547	1,507	1,285	1,197	1,125	1,101	1,089
9 meses	1,692	1,575	1,538	1,329	1,239	1,165	1,143	1,131
10 meses	1,721	1,598	1,563	1,361	1,274	1,200	1,181	1,166
11 meses	1,745	1,621	1,586	1,387	1,306	1,232	1,212	1,201
12 meses	1,771	1,644	1,610	1,412	1,334	1,261	1,243	1,237

Nota: El último mes, calculado con los datos disponibles hasta la fecha.

Fuente: Reuters y elaboración propia.

PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS

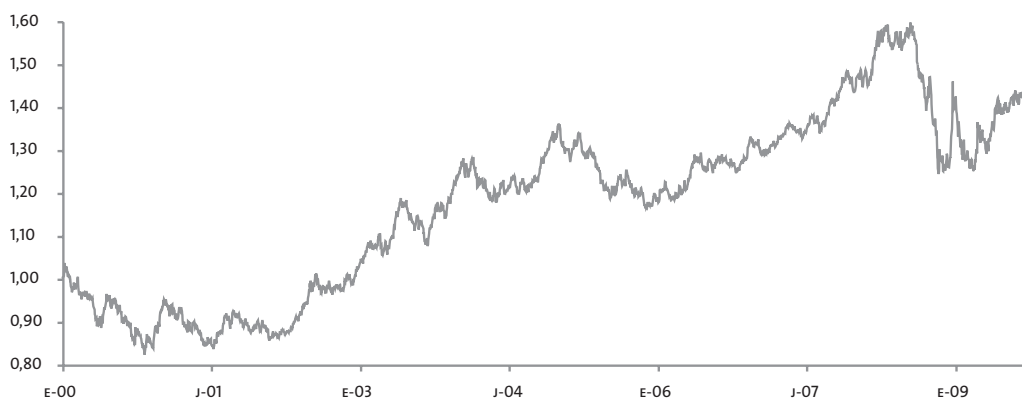
Mercados bursátiles

13 OCT	ÍNDICE	ÚLTIMO	VAR.SEM	% EN EL AÑO	VOLATILIDAD ⁽¹⁾	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Europa											
España	IBEX 35	11.839	0,67%	29,62%	23,7%	-39,8%	7,3%	31,8%	18,0%	17,2%	28,6%
Francia	CAC40	3.845	3,14%	21,53%	23,7%	-43,7%	1,5%	17,5%	23,1%	8,1%	15,7%
Italia	MIB30	24.126	3,87%	21,56%	21,7%	-48,9%	-6,5%	17,5%	13,4%	15,5%	13,0%
Europa	EuroStoxx 50	2.920	2,97%	20,65%	23,1%	-45,0%	6,9%	15,1%	21,3%	7,3%	15,3%
América											
EEUU	DOW	9.886	2,98%	16,20%	19,1%	-36,7%	7,8%	16,3%	-1,1%	3,7%	25,3%
	NASDAQ	2.146	3,76%	41,27%	29,0%	-43,6%	11,5%	9,5%	1,1%	8,6%	50,3%
	SP500	1.075	3,33%	23,05%	20,3%	-41,2%	4,8%	13,6%	2,7%	9,5%	26,1%
Argentina	MERVAL	2.169	5,65%	99,88%	36,2%	-50,1%	4,1%	35,5%	10,3%	29,6%	105,7%
México	MEXBOL	30.040	2,83%	33,49%	38,2%	-24,2%	12,2%	48,6%	36,8%	49,0%	42,5%
Brasil	BOVESPA	64.071	2,73%	72,63%	32,9%	-42,1%	44,1%	32,9%	28,0%	17,6%	97,2%
Asia											
Japón	NIKKEI	10.016	3,35%	13,06%	25,2%	-42,1%	-11,1%	6,9%	40,2%	7,6%	24,5%

(1) Calculado desde enero de 1999, con datos diarios, en log.

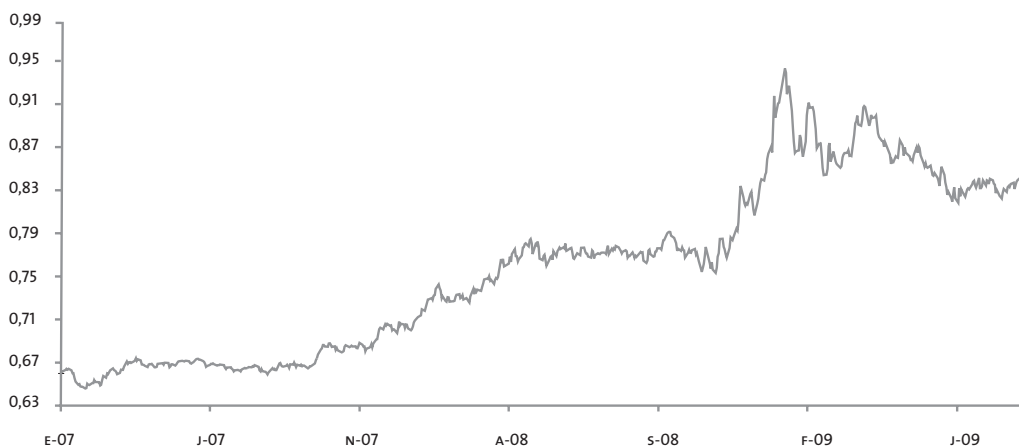
Fuente: Reuters y elaboración propia.

EVOLUCIÓN USD/EUR



FUENTE: BLOOMBERG

EVOLUCIÓN GBP/EUR



FUENTE: BLOOMBERG

PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS

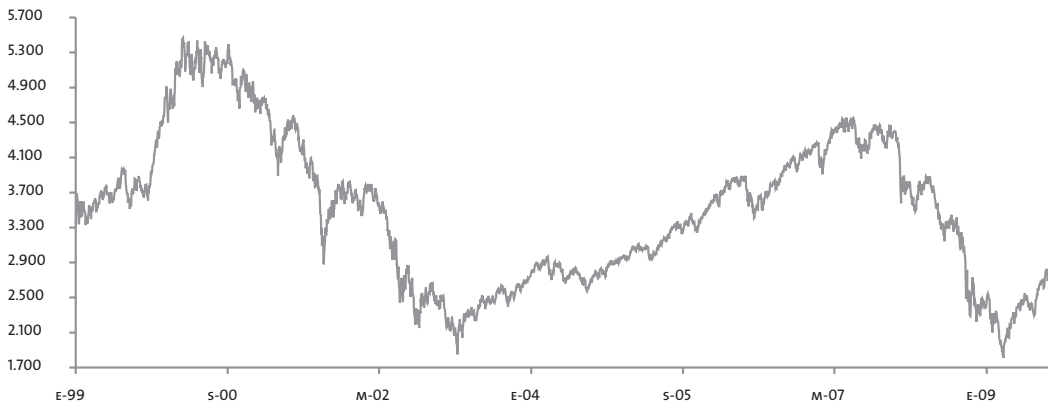
Tipos de cambio

COTIZACIONES OFICIALES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (FIXING A ÚLTIMO DÍA DEL MES)

		FEB-09	MAR-09	ABR-09	MAY-09	JUN-09	JUL-09	AGO-09	SEP-09	OCT-09
Australia	AUD	1,9891	1,9216	1,8146	1,7671	1,7359	1,7060	1,7087	1,6596	1,6289
Canadá	CAD	1,5985	1,6685	1,5786	1,5501	1,6275	1,5234	1,5793	1,5709	1,5248
Suiza	CHF	1,4841	1,5152	1,5066	1,5128	1,5265	1,5317	1,5168	1,5078	1,5175
Chipre	CYP	0,5853	0,5853	0,5853	0,5853	0,5853	0,5853	0,5853	0,5853	0,5853
Eslovaquia	CZK	28,090	27,388	26,701	26,825	25,882	25,573	25,376	25,164	25,821
Dinamarca	DKK	7,4504	7,4482	7,4484	7,4453	7,4470	7,4461	7,4431	7,4443	7,4442
Estonia	EEK	15,647	15,647	15,647	15,647	15,647	15,647	15,647	15,647	15,647
Reino Unido	GBP	0,8931	0,9308	0,8934	0,8729	0,8521	0,8556	0,8814	0,9093	0,9333
Grecia	GRD	340,75	340,75	340,75	340,75	340,75	340,75	340,75	340,75	340,75
Hungría	HUF	300,46	308,18	289,73	282,48	271,55	266,53	271,85	269,70	269,45
Japón	JPY	123,23	131,17	130,34	135,22	135,22	135,33	133,10	131,07	132,99
Noruega	NOK	8,8860	8,8900	8,7245	8,8785	9,0180	8,7150	8,6070	8,4600	8,3275
Nueva Zelanda	NZD	2,5275	2,3288	2,3378	2,2135	2,1656	2,1578	2,0973	2,0287	2,0106
Polonia	PLN	4,7030	4,6885	4,3993	4,4762	4,4520	4,1590	4,1040	4,2295	4,2540
Suecia	SEK	11,4524	10,9400	10,6915	10,8125	10,336	10,8125	10,219	10,232	10,298
EEUU	USD	1,2644	1,3308	1,3275	1,4098	1,4134	1,4138	1,4272	1,4643	1,4765

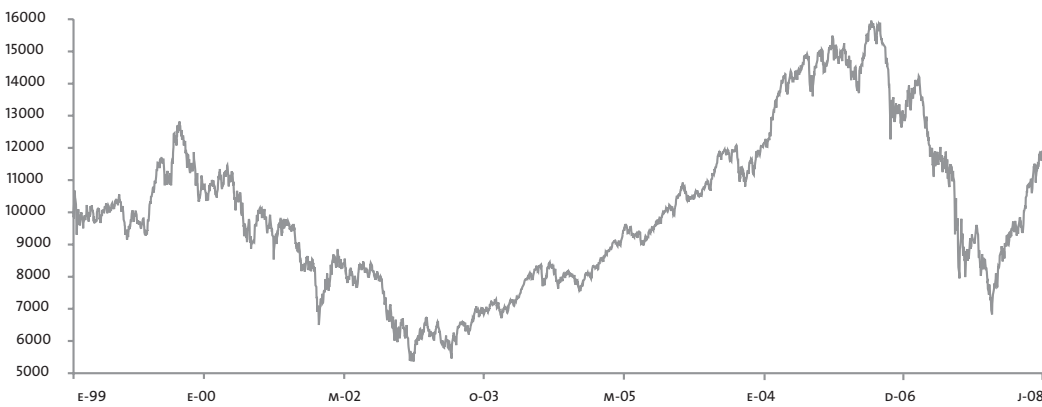
Fuente: Bloomberg.

EVOLUCIÓN EUROStoxx 50



FUENTE: BLOOMBERG

EVOLUCIÓN IBEX35



FUENTE: BLOOMBERG

