

Informe Mensual



SANIDAD Y SALUD: ¿CÓMO CUADRAR EL CÍRCULO?

Los determinantes del gasto sanitario: mucho más que envejecimiento demográfico Pág. 18

Aunque la demografía pesa, la tecnología y otros factores también condicionan el gasto sanitario

Política farmacéutica: una regulación que provoca jaqueca Pág. 24

Una política que pretenda ser efectiva a medio plazo necesita algo más que la simple intervención vía precios

Inversiones saludables: el sector de la salud en los mercados bursátiles Pág. 45

La visión financiera de un sector en auge

¿Qué medidas pueden contribuir a la sostenibilidad del sistema sanitario? Pág. 66

Claves para conseguir una utilización más racional de los servicios de salud

Previsiones

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

	2009	2010	2011	2009		2010			
				III	IV	I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
Producto interior bruto					Previsiones				
Estados Unidos	-2,6	2,7	2,2	-2,7	0,2	2,4	3,0	3,1	2,4
Japón	-5,2	2,8	1,4	-4,8	-1,4	4,4	2,4	2,7	1,9
Reino Unido	-4,9	1,6	2,4	-5,3	-3,1	-0,2	1,6	2,8	2,4
Zona del euro	-4,0	1,5	1,7	-4,0	-2,0	0,8	1,9	1,7	1,8
<i>Alemania</i>	-4,6	3,1	1,9	-4,4	-2,0	2,0	3,7	3,3	3,4
<i>Francia</i>	-2,2	1,5	1,7	-0,4	0,4	1,3	1,7	1,7	1,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	-0,3	1,6	1,2	-1,6	1,5	2,4	1,8	1,2	0,9
Japón	-1,4	-0,8	-0,2	-2,3	-2,0	-1,1	-0,9	-0,6	-0,4
Reino Unido	2,2	3,1	2,5	1,5	2,1	3,3	3,4	3,1	2,6
Zona del euro	0,3	1,5	1,6	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,7	1,7
<i>Alemania</i>	0,3	1,1	1,4	-0,2	0,4	0,8	1,1	1,2	1,3
<i>Francia</i>	0,1	1,5	1,5	-0,4	0,4	1,4	1,6	1,5	1,6
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
Agregados macroeconómicos					Previsiones				
Consumo de los hogares	-4,3	0,4	0,7	-4,2	-2,6	-0,3	2,0	-0,1	0,1
Consumo de las AAPP	3,2	-0,2	-1,0	2,7	0,2	-0,2	0,4	-0,5	-0,6
Formación bruta de capital fijo	-16,0	-6,6	-0,7	-16,4	-14,0	-10,5	-7,0	-5,1	-3,7
<i>Bienes de equipo</i>	-24,8	3,7	6,3	-25,5	-16,9	-4,8	8,7	6,0	5,0
<i>Construcción</i>	-11,9	-10,0	-3,9	-11,7	-11,9	-11,4	-11,4	-9,5	-7,6
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-6,4	-1,4	0,0	-6,5	-5,3	-2,8	-0,5	-1,3	-0,9
Exportación de bienes y servicios	-11,6	10,3	5,7	-11,0	-2,1	8,8	10,5	10,9	10,9
Importación de bienes y servicios	-17,8	5,2	2,9	-17,2	-9,2	2,0	8,1	4,9	5,9
Producto interior bruto	-3,7	-0,3	0,7	-3,9	-3,0	-1,3	-0,1	0,0	0,2
Otras variables									
Empleo	-6,6	-2,4	-0,4	-7,2	-6,0	-3,7	-2,5	-1,9	-1,3
Tasa de paro (% población activa)	18,0	19,8	20,0	17,9	18,8	20,0	20,1	19,8	19,9
Índice de precios de consumo	-0,3	1,7	1,4	-1,1	0,1	1,1	1,6	1,9	2,2
Costes laborales unitarios	1,0	-1,0	-0,5	0,3	0,0	-0,7	-1,0		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-5,5	-5,1	-4,2	-4,0	-4,7	-6,0	-5,0		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	-4,6	-3,7	-3,7	-4,4	-5,3	-4,3		
Saldo público (% PIB)	-11,1	-9,6	-6,5						
MERCADOS FINANCIEROS									
Tipos de interés internacionales					Previsiones				
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Bonos EEUU 10 años	3,2	3,1	2,8	3,5	3,4	3,7	3,5	2,8	2,5
Bonos alemanes 10 años	3,3	2,7	2,7	3,3	3,2	3,2	2,8	2,4	2,4
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,39	1,33	1,33	1,43	1,48	1,38	1,27	1,29	1,37

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Previsiones FMI
 - 8 Estados Unidos
 - 11 Japón
 - 13 China
 - 14 Brasil
 - 15 México
 - 17 Materias primas
- 18 *Los determinantes del gasto sanitario: mucho más que envejecimiento demográfico*
- 21 Unión Europea
 - 21 Zona del euro
 - 24 *Política farmacéutica: una regulación que provoca jaqueca*
 - 27 Alemania
 - 29 Francia
 - 30 Italia
 - 32 Reino Unido
 - 33 Europa emergente
- 36 Mercados financieros
 - 36 Mercados monetarios y de capital
- 45 *Inversiones saludables: el sector de la salud en los mercados bursátiles*
- 49 Coyuntura española
 - 49 Actividad económica
 - 53 Mercado de trabajo
 - 56 Precios
 - 60 Sector exterior
 - 63 Sector público
- 66 *¿Qué medidas pueden contribuir a la sostenibilidad del sistema sanitario?*
- 70 Ahorro y financiación

Sanidad y salud: ¿cómo cuadrar el círculo?

Los sistemas sanitarios de los países desarrollados afrontan unos costes crecientes y una demanda en alza tanto en cantidad como en exigencias de calidad. Como la provisión de sanidad y salud es responsabilidad principalmente del sector público en la mayoría de países, las tensiones presupuestarias que provoca el sector, especialmente en épocas de restricción del gasto, son fácilmente imaginables. ¿Es posible alcanzar la excelencia en los sistemas nacionales de salud sin desbordar el presupuesto?

Desde la perspectiva de la demanda, frenar el ascendente coste de la misma no es fácil. En el conjunto de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, el crecimiento del gasto público en sanidad per cápita en los diez últimos años hasta 2007 fue de un 4,3% en media anual. Entre 1980 y 2007, la partida de sanidad en los presupuestos públicos pasó del 10,9% al 16,1%. En términos de producto interior bruto, el gasto sanitario total alcanzó el 9,0% en 2008.

¿Por qué crece el gasto sanitario? Según el mismo organismo internacional, el principal responsable es precisamente el aumento del nivel de vida de los ciudadanos: a mayor renta, mayor demanda de servicios sanitarios. La mejor educación, la mayor concienciación sobre los beneficios de una buena salud y una mejor información sobre tratamientos, terapias y oferta sanitaria conducen a demandar más servicios sanitarios. En la medida en que cabe esperar que a medio plazo los niveles de renta per cápita sigan ascendiendo, no va a ser este factor el que contribuya a contener el gasto de los servicios públicos de salud.

El segundo responsable del crecimiento del gasto es la incorporación de nuevas tecnologías médicas. Se observa que la prestación media tiende a incorporar pruebas o tratamientos con tecnologías innovadoras que suelen ser más caras que las existentes y que se prescriben para mejorar y asegurar una prestación adecuada al paciente, si bien no siempre está justificada su utilización. Se trata éste de un punto delicado, que exige una evaluación económica precisa de las nuevas tecnologías y una modulación de la intensidad con que éstas son facilitadas a los pacientes.

Entre el resto de factores que explican el creciente gasto sanitario se encuentra el demográfico. Contrariamente a lo que se podría suponer, el envejecimiento de la población tiene un efecto muy moderado sobre el aumento del gasto sanitario. Los estudios señalan que los años «ganados» en esperanza de vida son años en salud, que pueden exigir gastos de servicios sociales relacionados con la dependencia, pero no puramente asistenciales, los cuales siguen concentrándose en el periodo previo al fallecimiento. En cualquier caso, tampoco por esta vía cabe esperar una contención de la demanda sanitaria.

Visto que esta demanda sanitaria tiene una fuerte inercia de crecimiento, ¿cómo afrontar el problema presupuestario? En la medida en que no es socialmente aceptable recortar la cobertura o limitar las prestaciones de los sistemas nacionales de salud, las alternativas son proporcionar más recursos –financiados por mayores impuestos–, mejorar la productividad del sector –introducir mayor competencia, implantar nuevos modelos asistenciales– o introducir sistemas de copago por acto médico o por prestación farmacéutica que contribuyan a racionalizar el consumo sanitario. Es preciso debatir y reflexionar sobre estas cuestiones si se pretende preservar y mejorar uno de los logros más significativos de nuestro estado de bienestar.

RESUMEN EJECUTIVO

Estados Unidos y Japón confirman una ralentización de su ritmo de crecimiento.

Las medidas a su alcance para estimular la economía son ahora más limitadas.

El esperado nuevo plan de compra de deuda pública de la Fed hunde al dólar frente a las principales divisas.

Tras los estímulos monetarios y fiscales ¿guerra de divisas?

La recuperación del ritmo de crecimiento global, tanto en los países desarrollados como en los emergentes, había infundido optimismo en las perspectivas económicas de 2010 y 2011. Sin embargo, en los últimos meses se ha confirmado un cambio de tendencia en el ritmo de recuperación de Estados Unidos y Japón que también podría afectar al resto de economías.

En Estados Unidos, el paulatino agotamiento de los estímulos fiscales ha puesto de manifiesto que el consumo de los hogares y la inversión todavía no están preparados para tomar las riendas del crecimiento. Algo parecido sucede en Japón, a pesar de que recientemente se ha implementado un nuevo paquete de estímulos. El problema es que ahora la capacidad de impulsar la economía con nuevas medidas, ya sean fiscales o recortando los tipos de interés, está prácticamente agotada. Ello hace que los recursos al alcance de los distintos gobiernos sean más limitados. En cambio, las grandes potencias, con la notable excepción de la zona del euro, parecen ceder a la tentación de influir sobre sus monedas para proteger su sector exterior y preservar así su ritmo de crecimiento.

¿Giro proteccionista al estilo de lo sucedido en los años treinta del siglo pasado? De momento no, pero para evitar que ese episodio se vuelva a repetir, los ministros de finanzas del G-20 reunidos en Corea para preparar la cumbre de noviembre han acordado luchar contra las distintas formas de proteccionismo y fomentar un sistema de tipos de cambio que se base en las reglas del mercado.

Los primeros indicios de un posible giro proteccionista han hecho que la prensa airee el fantasma de la guerra de divisas, aunque esta vez los mecanismos a través de los que se interviene sobre el tipo de cambio son más sutiles. Uno de los principales protagonistas son los Estados Unidos, que ya ha anunciado que implementará un segundo paquete de compra de deuda pública a principios de noviembre, como estímulo monetario para relanzar la actividad. El mero anuncio ha bastado para provocar una importante depreciación del dólar estadounidense contra las principales divisas y un ligero aumento de las expectativas de inflación.

La justificación de la medida es doble. En primer lugar, por la tendencia bajista del ritmo de avance de su producto interior bruto (PIB). En el tercer trimestre, creció un 0,5% respecto al trimestre anterior, un registro inferior a los de finales de 2009 y principios de 2010. Lo que también mantiene en vilo a las autoridades estadounidenses es la persistente disminución de la inflación, con un índice de precios de consumo (IPC) subyacente, excluyendo alimentos y energía, que creció un 0,8% en septiembre, el menor ritmo de avance de los precios desde febrero de 1961.

El gobierno japonés, por su parte, ha sido uno de los primeros en reaccionar a la antigua usanza, es decir, interviniendo directamente en el mercado de divisas. Su economía también está sumida en un delicado proceso de desaceleración: el consumo privado se ha estancado y las exportaciones están sufriendo la apreciación del yen y la desaceleración económica de los principales socios comerciales. Ante este escenario, el Ministerio de Finanzas japonés ordenó al Banco de Japón vender yenes contra dóla-

res, para contrarrestar la fortaleza de la moneda nipona. Sin embargo, el impacto en los mercados fue temporal y, de momento, no ha conseguido frenar la tendencia bajista del dólar frente al yen.

Los países emergentes también sufren tensiones monetarias. Atraen capitales que salen de los bajos tipos de interés de las economías avanzadas y que encuentran en las emergentes en expansión una colocación atractiva. Así, Brasil se ha visto obligado a frenar la apreciación de su moneda, casi un 40% respecto al dólar desde principios de 2009. En las últimas semanas, dicha tendencia se ha acentuado. Para frenarla, Guido Mantega, el ministro brasileño de Hacienda, ha subido dos veces en menos de un mes el impuesto que grava las entradas de capital extranjero en renta fija. Adicionalmente, el banco central de Brasil ha intensificado la compra de dólares y el Gobierno ha declarado que estudia implementar nuevas medidas para contener el alza del real. Caso distinto es el de Suiza, cuya moneda se constituye a menudo en refugio en momentos de turbulencia y que ahora también ha intervenido en el mercado de divisas. Aunque sin mucho éxito, puesto que la apreciación del franco suizo se ha mantenido.

Sin embargo, el epicentro de la convulsión está en China y su divisa. En su reciente viaje a Europa, el primer ministro chino Wen Jiabao, argumentó que una mayor apreciación del renminbi podría deteriorar los ajustados márgenes con los que operan las empresas chinas y ello deterioraría la competitividad y la capacidad de crecimiento del gigante asiático. Sin embargo, la elevada acumulación de reservas internacionales por parte de China resta fuerza al argumento del primer ministro, ya que pone en evidencia que el tipo de cambio actual no responde a las condiciones económicas estructurales del país.

Mantener el renminbi devaluado favorece el avance de las exportaciones chinas, lo que explica en buena medida el fuerte cre-

cimiento de su PIB, que en el tercer trimestre se situó en el 9,6% en términos interanuales. De todas formas, esta política no está exenta de riesgos. Las tensiones inflacionistas y la posibilidad de una burbuja inmobiliaria siguen siendo las mayores preocupaciones. Por otra parte, el crecimiento del crédito sigue sin mostrar la corrección deseada por el Gobierno chino y por ello ha subido el tipo de interés de referencia 25 puntos básicos hasta el 5,56% y ha vuelto a aumentar el coeficiente de caja para los seis mayores bancos del país.

De momento, la eurozona se está manteniendo al margen del viraje proteccionista de las principales potencias económicas. A pesar de la fuerte apreciación del euro respecto al dólar, un 11,9% desde junio, la recuperación para el conjunto de la zona del euro marcha a buen ritmo, aunque también se aprecian ciertos síntomas de ralentización. Sin embargo, el avance dista de ser homogéneo entre países. Cabe destacar especialmente el vigor de la economía alemana, que esta vez sí está ejerciendo de locomotora de la región. En agosto, su producción industrial siguió avanzando a buen ritmo, la evolución del índice de los gestores de compras PMI ha sido buena durante todo el tercer trimestre y la tasa de paro continúa mostrando una tendencia descendente que la sitúa en el nivel más bajo desde la reunificación. El Gobierno germano prevé ahora un crecimiento del PIB del 3,4% en 2010, el mejor registro desde la reunificación.

El Banco Central Europeo observa con satisfacción la progresiva mejora de los mercados de deuda soberana de los países periféricos, a la vez que constata la creciente evidencia de la normalización del mercado interbancario. El euríbor a tres meses, que se encontraba por debajo del 1% desde julio de 2009, superó el nivel del tipo de referencia. La mejoría de la liquidez y la relajación de las tensiones en el mercado interbancario también se ven reflejadas en la evolución del euríbor a doce meses, que en el mes de octubre llegó a superar el 1,50%.

Japón interviene en el mercado de divisas y Brasil sube el gravamen a las entradas de capital extranjero.

China sigue defendiendo un tipo de cambio devaluado.

La eurozona se mantiene al margen gracias a la mejora de las perspectivas de crecimiento.

En España, la recuperación económica pierde pulso en el tercer trimestre.

En España, la recuperación económica, que se acentuó en la primera mitad del ejercicio y anotó dos trimestres consecutivos de crecimiento, se ha ralentizado en el tercer trimestre. Los indicadores disponibles apuntan a un retroceso del consumo privado y de la inversión pública, después del anticipo del consumo registrado en el segundo trimestre ante la subida de los tipos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en julio. La contrapartida de esta anticipación, junto con la progresiva retirada de los estímulos económicos, ha motivado un cierto reflujo en el tercer trimestre.

A pesar de los signos de deterioro económico en dicho periodo, hay señales de un fondo de mayor dinamismo económico. Así, en agosto las nuevas sociedades mercantiles creadas fueron un 4,0% más que un año antes, con un sustancial aumento del capital medio suscrito. También merece la pena destacar la evolución del sector inmobiliario. El importante descenso del precio de la vivienda, los bajos tipos de interés y la perspectiva de la eliminación de la desgravación por compra de vivienda a partir de 2011 para algunos contribuyentes está animando las transacciones en los últimos meses, que se elevaron el 29,6% interanual en agosto.

De todas formas, la mejoría de la actividad económica continúa siendo insuficiente para acabar con el deterioro del mercado de trabajo. En septiembre, el número medio mensual de afiliados en alta laboral a la Seguridad Social retrocedió en casi 45.000 personas respecto al mes anterior, una caída del empleo superior a lo esperado. En el conjunto del tercer trimestre, la encuesta de población activa recogió un descenso del empleo del 1,7% respecto al mismo periodo del año anterior (descenso del 2,5% en el segundo trimestre) y una mejora de la tasa de paro, explicada básicamente por los factores estacionales. En definitiva, los datos confirman que la situación del empleo sigue empeorando, aunque con mu-

cha menor intensidad que en periodos precedentes, y lo mismo sucede con los datos del desempleo.

Ante esta situación de debilidad de la demanda, la evolución de la inflación puede resultar un poco engañosa. Después de tomarse un respiro en el mes de agosto, la variación interanual del IPC volvió a tomar la senda alcista en el mes de septiembre, con una variación interanual del 2,1%. De todas formas, el alza de la inflación es debida al incremento de los precios de los carburantes y los combustibles y no a una mayor pujanza de la demanda. Estos factores son, sin embargo, transitorios y para 2011 la debilidad de la demanda y el efecto escalón del IVA a partir de julio tenderán a reducir la tasa de inflación.

Una de las claves de la futura evolución de la economía española es el cumplimiento de los objetivos de ajuste de los presupuestos del sector público. Los datos disponibles arrojan un notable recorte del déficit del Estado en lo que llevamos de año, gracias a la mejora de la recaudación impositiva y a la contención del gasto. Los presupuestos para 2011, actualmente en discusión en las Cortes, plantean un déficit del sector público del 6%, un objetivo ambicioso que es preciso alcanzar para que la economía española pueda mantener el necesario flujo de financiación procedente de los mercados internacionales.

Por otra parte, el gabinete resultante de la importante remodelación del Gobierno de España en octubre tiene ante sí el reto de dar un nuevo impulso a la reforma del sistema de pensiones y a la revisión de la negociación colectiva. Todo ello debe servir para devolver la confianza a la economía española, tanto de los propios agentes económicos, como de los inversores foráneos. Se trata de actuaciones determinantes que permitirán desvanecer la incertidumbre que todavía planea sobre el futuro inmediato.

29 de octubre de 2010

El deterioro del mercado de trabajo es menos intenso.

La remodelación del Gobierno podría dar un impulso a la reforma del sistema de pensiones y de la negociación colectiva.

CRONOLOGÍA

2009

- noviembre 27** El Gobierno presenta el anteproyecto de **Ley de Economía Sostenible**.
- diciembre 1** Entra en vigor el **Tratado de Lisboa**, que reforma determinados aspectos de la Unión Europea.

2010

- enero 29** El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de austeridad presupuestaria** y plantea alargar la **edad de jubilación** a los 67 años.
- febrero 9** Acuerdo para el empleo y la **negociación colectiva 2010, 2011 y 2012** entre representantes de los empresarios y los sindicatos.
- abril 7** El Gobierno presenta el **Plan extraordinario de Infraestructuras** que movilizará 17.000 millones de euros en los próximos dos años.
9 El Gobierno aprueba un **nuevo paquete de medidas para impulsar la actividad económica**.
10 Los ministros de finanzas de la eurozona anuncian las **condiciones de la ayuda a Grecia**.
12 El Gobierno propone un **nuevo plan de reformas del mercado laboral** para su discusión en el marco del diálogo social.
- mayo 2** Los países de la zona euro aprueban la **ayuda financiera a Grecia**, que ascenderá a 110.000 millones de euros.
10 La Unión Europea adopta un **Mecanismo Europeo de Estabilización** dotado con 750.000 millones de euros, con participación del Fondo Monetario Internacional.
20 El Gobierno aprueba un Decreto-ley por el que se adoptan **medidas extraordinarias para adelantar la reducción prevista del déficit público**.
- junio 17** El Consejo Europeo decide publicar los **tests de estrés** de los principales bancos europeos, la aplicación de un **nuevo impuesto a los bancos** y la mejora de las **normas de disciplina presupuestaria y macroeconómica**.
22 El Congreso de los Diputados **convalida el Decreto-ley de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo** propuesto por el Gobierno.
26 Un año después de la creación del FROB, el Banco de España considera prácticamente concluido el proceso de **reestructuración de las cajas de ahorros** en España.
27 El **G-20** decide reducir a la mitad los déficits de las economías avanzadas en 2013.
- julio 1** **Aumenta el tipo de gravamen del IVA** general, del 16% al 18%, y del reducido, del 7% al 8%.
9 El Gobierno aprueba la **reforma de la Ley de Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros**.
22 El Ministerio de Fomento concreta el **recorte de la inversión en obra pública**.
23 El Comité de Supervisores Bancarios Europeos publica los resultados de las **pruebas de resistencia** de los bancos europeos.
- septiembre 9** El Congreso de los Diputados aprueba la **reforma laboral**.
24 El Gobierno aprueba el proyecto de **Presupuestos Generales del Estado para 2011**, que suponen un intenso ajuste destinado a reducir el déficit público.
29 Jornada de **huelga general**, convocada en contra de la reforma laboral.
- octubre 20** Amplia remodelación del **Gobierno de España**.

AGENDA

Noviembre

- 2** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
5 Índice de producción industrial (septiembre).
11 Avance del PIB (tercer trimestre).
12 IPC (octubre).
Avance del PIB de la UE (tercer trimestre).
16 IPC armonizado de la UE (octubre).
17 Contabilidad Nacional Trimestral (tercer trimestre).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
23 Comercio exterior (septiembre).
Ingresos y pagos del Estado (octubre).
25 Precios industriales (noviembre).
29 Ventas minoristas (octubre).
Avance IPCA (noviembre).
30 Balanza de pagos (septiembre).

Diciembre

- 2** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
Índice de producción industrial de la UE (octubre).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
3 Índice de producción industrial (octubre).
14 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
15 IPC (noviembre).
16 Coste laboral (tercer trimestre).
Inflación de la UE (noviembre).
21 Ingresos y gastos del Estado (noviembre).
Comercio exterior (octubre).
23 Precios industriales (diciembre).
29 Ventas minoristas (noviembre).
30 Balanza de pagos (octubre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

El FMI espera un crecimiento global del 4,2% para 2011.

La demanda privada no acaba de tomar el relevo de los estímulos fiscales en las economías avanzadas.

Previsiones del FMI: un 2011 complicado

En su informe de perspectivas de la economía mundial de octubre, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó sus previsiones de julio con un tono bajista. El crecimiento de 2010 se mantuvo en un robusto 4,8%, gracias al tirón de las economías emergentes, pero se constata la debilidad de la recuperación, especialmente en las economías avanzadas, que debería perder fuerza durante 2011, año para el que se espera un crecimiento global del 4,2%.

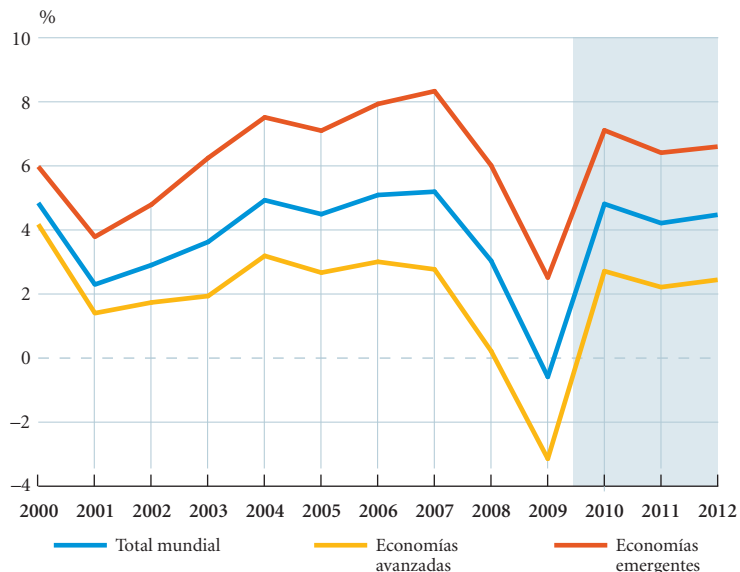
Según el FMI, la sostenibilidad de la recuperación necesita de un reequilibrado interno y externo que se está dando de forma limitada. En el reequilibrado interno,

el FMI constata que la demanda privada en las economías avanzadas no acaba de tomar el relevo de los estímulos gubernamentales, mientras que, en cuanto al externo, subraya la necesidad de reducir los abultados superávits comerciales en aquellos países, como China, donde el crecimiento todavía depende en exceso de la demanda externa.

El Fondo espera que en las economías avanzadas la recuperación pierda fuerza en 2011, con unos precios que también ralentizan su avance. Estados Unidos ve sus expectativas reducidas con un crecimiento esperado del 2,6% para 2010 y del 2,3% para 2011, aquejado por la debilidad de sus mercados laboral e inmobiliario. En contraste, la zona del euro ve sus perspec-

LA SALIDA DE LA RECESIÓN

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: 2010, 2011 y 2012 son previsiones.
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

tivas mejoradas, sin que por ello pueda hablarse de recuperación robusta, con un avance esperado del 1,7% y del 1,5% para 2010 y para 2011, respectivamente.

La principal corrección al alza dentro de la zona del euro se da en Alemania, para la que se espera un avance del 3,3% en 2010 gracias a su pujanza exportadora. Este impulso debería remitir sensiblemente en 2011, con un crecimiento esperado del 2,0%. El caso de Japón es similar, con un avance esperado del 2,7% en 2010 que, según el fondo, se ralentizará en 2011 hasta el 1,5%. España, aunque mejora sus expectativas, llega con retraso a la recuperación, con un retroceso esperado del 0,3% en 2010 para crecer un magro 0,7% en 2011. Las perspectivas para las economías emergentes siguen siendo robustas, especialmente en Asia Oriental, donde destaca el crecimiento chino que, según el

FMI, alcanzará un 10,5% en 2010 y un 9,6% en 2011.

La falta del equilibrio externo e interno hace que los riesgos de este escenario central sean a la baja. El FMI recomienda, en primer lugar, que las políticas monetarias de los bancos centrales deben continuar siendo expansivas allí donde flojee la demanda. En segundo lugar, debe continuarse con la recapitalización de los bancos. En tercer lugar, los gobiernos deben encarar la consolidación fiscal, más en el sentido de ofrecer planes creíbles de reducción del déficit a medio plazo que no con retiradas inmediatas de los estímulos fiscales, si se lo pueden permitir. Finalmente, las economías emergentes deben reequilibrar sus grandes superávits comerciales apoyando a sus demandas internas, ya sea en el consumo o en la inversión, según el caso.

El crecimiento de Estados Unidos para 2011 se revisa a la baja, quedando en el 2,3%, mientras que para la zona del euro y España se espera un 1,5% y un 0,7%, respectivamente.

Los riesgos son a la baja. Se aconsejan políticas monetarias expansivas y encarar la consolidación fiscal evitando retiradas drásticas de los estímulos.

PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje (*)

	PIB		Precios al consumo		Tasa de paro (**)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Estados Unidos	2,6	2,3	1,4	1,0	9,4	8,3
Japón	2,7	1,5	-1,0	-0,3	5,1	5,0
China	10,5	9,6	3,1	2,4	4,1	4,0
Alemania	3,3	2,0	1,3	1,4	7,1	7,1
Francia	1,6	1,6	1,6	1,6	9,8	9,8
Italia	1,0	1,0	1,6	1,7	8,7	8,6
Reino Unido	1,7	2,0	3,1	2,5	8,3	7,9
España	-0,3	0,7	1,5	1,1	19,9	19,3
Zona del euro	1,7	1,5	1,6	1,5	10,1	10,0
Economías avanzadas	2,7	2,2	1,4	1,3	8,3	8,1
Países en desarrollo	7,1	6,4	6,2	5,2	...	...
<i>América Latina</i>	5,7	4,0	6,1	5,8	...	...
<i>Europa del Este y Central</i>	3,7	3,1	5,2	4,1	...	...
<i>Asia emergente</i>	9,4	8,4	6,1	4,2	...	...
Total mundial	4,8	4,2	3,7	3,1	...	...
Comercio mundial en volumen (***)	11,4	7,0				

NOTAS: (*) Previsiones de octubre 2010.

(**) Porcentaje de población activa.

(***) Bienes y servicios.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

El consumo privado se ve atenazado por el paro y la crisis de la vivienda...

...pero muestra un fondo de resistencia que aleja el escenario de recaída.

Estados Unidos: falta crecimiento

La economía estadounidense está inmersa en una recuperación precaria. El consumo privado, un 70% del producto interior bruto (PIB), no puede ofrecer un crecimiento robusto que coja el testigo de los estímulos gubernamentales, atenazado por el endeudamiento de las familias, la debilidad del mercado de la vivienda y el mercado de trabajo. Por su parte, los estímulos públicos se ven limitados por un déficit que llega al 11% del PIB. Así, el peso del crecimiento debe recaer sobre la inversión en equipo y en el sector exterior. Sin embargo, los últimos datos disponibles no auguran que estos dos elementos vayan a tomar pronto el testigo.

Al cierre de este informe, el Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos ha informado de que el PIB del tercer trimestre creció un 0,5% intertrimestral (3,1% interanual). Las cuentas nacionales muestran una clara desaceleración respecto a la situación de principios de año. La principal causa de la ralentización está en la ra-

lentización de la fuerza de la inversión y en el continuado empeoramiento del sector exterior. Sin embargo, la hipótesis de una recaída queda algo más lejos a la vista del fondo de resistencia del consumo, que en el tercer trimestre creció un 0,6% intertrimestral. Una causa de ello es que, mientras que en el segundo trimestre la práctica totalidad de los incrementos de renta disponible de los hogares había ido a parar al ahorro, en el tercero todo fue a parar al consumo. En el debe está, sin embargo, la debilidad del Índice de Confianza del Consumidor del Conference Board de septiembre, que se situó en su nivel más bajo desde febrero de este año y viene a subrayar que el consumo seguirá siendo la asignatura pendiente a lo largo de 2011.

Con la dificultad del consumo privado de mantener un crecimiento robusto, la inversión en equipo pasa a ser un actor principal de la reactivación. La buena marcha de las empresas no financieras ha venido siendo un puntal de la economía estadounidense y, en este sentido, la inversión

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	0,0	-2,6	-2,7	0,2	2,4	3,0	-	3,1	-
Ventas al por menor	-1,0	-6,3	-7,1	1,9	5,7	6,9	5,6	4,1	7,3
Confianza del consumidor (1)	58,0	45,2	51,8	51,0	51,7	58,2	51,0	53,2	48,5
Producción industrial	-3,3	-9,3	-8,6	-3,8	2,7	7,3	7,5	6,4	5,4
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	51,4	54,6	58,2	58,8	55,5	56,3	54,4
Viviendas iniciadas	-32,9	-38,4	-32,0	-14,8	16,5	12,2	-6,3	3,9	4,1
Tasa de paro (2)	5,8	9,3	9,6	10,0	9,7	9,7	9,5	9,6	9,6
Precios de consumo	3,8	-0,4	-1,6	1,4	2,4	1,8	1,2	1,1	1,1
Balanza comercial (3)	-698,8	-374,9	-414,5	-374,9	-398,9	-450,1	-459,6	-474,9	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	2,8	0,7	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	74,5	77,7	75,3	72,8	74,8	77,6	76,7	75,9	75,0

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

en equipo había tenido un comportamiento marcadamente alcista en la primera mitad del año, con ritmos de crecimiento superiores al 5,0% en términos intertrimestrales. Avances que, sin embargo, es difícil que se mantengan en lo que queda de 2010 y a lo largo de 2011, a la vista del enfriamiento de las perspectivas empresariales.

Así, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management está en claro retroceso. El índice de manufacturas ha pasado de los 60,4 puntos de abril al nivel de los 54,4 puntos de septiembre y, por su parte, el índice de servicios, que engloba a cuatro quintas partes del empleo privado, bajó entre mayo y septiembre de 61,1 hasta el nivel de los 52,8 puntos, consistente en crecimientos muy modestos. Coherente con esta dinámica, la industria interrumpió en septiembre su modesta recuperación cuando llevaba recobrados dos tercios de lo perdido durante su peor crisis desde 1982. La utilización de la capacidad productiva también retrocedió, quedando

en el 74,7% del total, tres puntos porcentuales por debajo de lo que sería su tendencia secular.

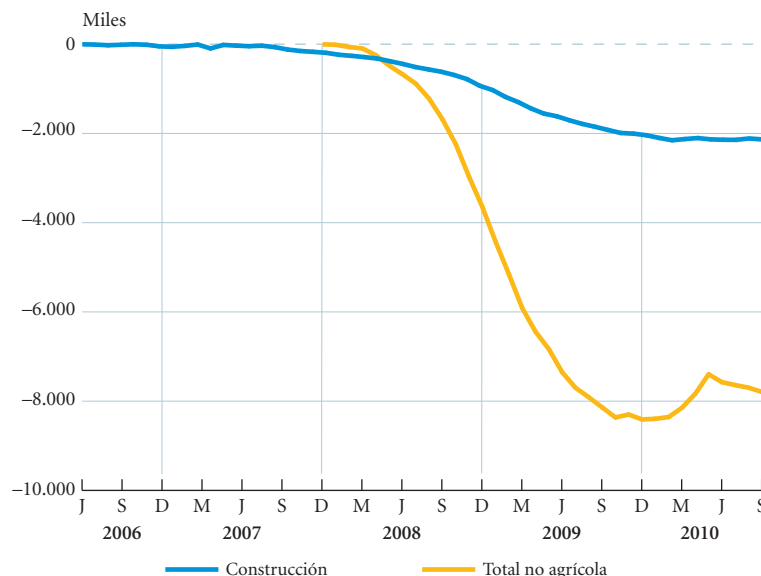
El crecimiento económico seguirá, empero, lastrado por la inversión residencial, cuyas perspectivas siguen siendo sombrías. El sector, que en el trienio 2004-2006 representó un 18% del crecimiento de la economía, ha sufrido su mayor corrección desde el fin de la Segunda Guerra Mundial. Las viviendas iniciadas llevan 23 meses estancadas en torno a las 600.000 viviendas, en términos anuales, un nivel sólo ligeramente superior a un tercio de la media histórica. Las ventas de inmuebles, después del final de los incentivos a la compra de primeras viviendas, retrocedieron más de lo esperado mientras que, en el apartado de precios, el índice Case-Shiller tiene una recuperación anémica, después de perder un 30% entre abril de 2006 y abril de 2009. Existen motivos para pensar que, actualmente, los riesgos de una recaída son mayores que la inminencia de la recuperación. En primer lugar,

Los empresarios pierden su optimismo y la industria interrumpe su recuperación.

La vivienda no se recupera, lastrada por una sobreoferta que se alimenta de las ejecuciones de hipotecas por impago.

ESTADOS UNIDOS: DOS PÉRDIDAS DE EMPLEO RELACIONADAS

Pérdidas de empleos total no agrícola y de la construcción (*)



NOTA: (*) Pérdidas desde el último máximo de empleo (construcción, abril 2006; total empleos, diciembre 2007).

FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

El paro del 9,6% ve su mejora comprometida por la proporción de parados de alta duración y la de trabajadores desanimados.

siguen existiendo cerca de dos millones de hipotecas morosas o en proceso de ejecución, que alimentarán la sobreoferta de inmuebles a pesar de la baja intensidad de la construcción y, en segundo lugar, la persistencia del elevado desempleo dificultará que haya mejoras significativas en la morosidad y en las ventas.

La relación entre la construcción y el mercado laboral funciona en ambas direcciones. Si la primera se ve afectada por la debilidad del segundo, éste, a su vez, ve su recuperación comprometida por los excesos pasados del mercado inmobiliario. Desde abril de 2006, la construcción lleva perdidos 2,1 millones de puestos de trabajo, una cuarta parte de los 8,4 millones de empleos perdidos durante la crisis. La naturaleza del empleo de la construcción hace difícil su reconversión en otros tipos de empleos. Ello contribuye a que la proporción de parados de alta duración supere el 40%, doblando la ratio de 1982, que era el máximo histórico previo del indicador. Por todo ello no es de extrañar que en este año de recuperación la

creación de empleo esté siendo anémica, como muestran los 64.000 empleos privados creados en septiembre, con una construcción que volvió a ceder 21.000 puestos de trabajo. Todo ello, añadido al importante número de trabajadores desanimados o trabajando a tiempo parcial de forma involuntaria, hará difícil ver descensos sustanciales de la tasa de desempleo, que en septiembre se situó en el 9,6%.

La moderación de la inflación sigue siendo coherente con la baja utilización de la capacidad productiva. En septiembre, el índice general de precios al consumo (IPC) se mantuvo estable respecto al mes previo, en términos desestacionalizados, con una variación interanual que quedó en un moderado 1,1%. Más significativo fue el estancamiento del IPC subyacente, el general sin alimentos ni energía, cuyo incremento del 0,8% interanual supone el menor ritmo de avance de los precios desde febrero de 1961. Una baja inflación dificulta la vida de los hogares altamente endeudados al no reducir el montante de la deu-

El IPC sube un 1,1% y el subyacente un 0,8%, el ritmo más bajo desde 1961.

ESTADOS UNIDOS: LOS PRECIOS, UNA MODERACIÓN SUBYACENTE

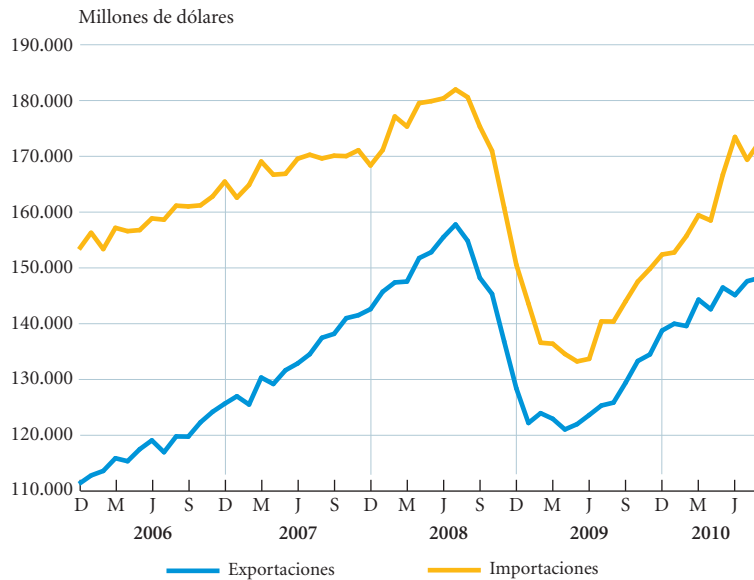
Variación interanual del índice de precios al consumo subyacente (*)



NOTA: (*) El índice subyacente excluye alimentos y energía.
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: UNAS EXPORTACIONES QUE SE DESACELERAN

Variación mensual de las exportaciones e importaciones excluyendo el petróleo



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

da en términos reales. Para evitar una caída de los precios, la Fed tiene prevista una segunda expansión cuantitativa, comprando más deuda pública, aunque el alcance de la medida es incierto.

En el sector exterior, el déficit comercial de bienes y servicios de agosto volvió a aumentar hasta los 46.347 millones de dólares, ya cerca de los niveles anteriores a la crisis. Cercanía que fue mayor en el caso del déficit comercial que excluye el petróleo y sus derivados y que difumina la tendencia de corrección del desequilibrio comercial estadounidense que venía dándose antes de la crisis. En los últimos meses domina el vigor de las importaciones, en especial la de los países de Extremo Oriente. Más crucial para la marcha de la economía estadounidense son las exportaciones, sector que debería tomar el testigo del crecimiento y que, sin embargo, muestra una leve tendencia de desaceleración a pesar de la relativa debilidad del dólar, que hace difícil vislumbrar que actúen

como un consistente motor de la actividad en los próximos meses.

Japón: sin exportaciones no se crece

La economía japonesa se desacelera con un consumo privado que se estanca y unas exportaciones que se ralentizan. Si a principios de año, las exportaciones se vieron favorecidas por las compras de capital de China y de Estados Unidos, componente más volátil que el conjunto de exportaciones, la subida del yen y la desaceleración económica de los principales socios comerciales están asfixiando a un motor que ha sido responsable de la práctica totalidad del crecimiento de los últimos nueve años.

Ante esta situación, no es extraño que para reactivar la demanda interna se anunciase en octubre un nuevo plan de estímulo fiscal de 5 billones de yenes, un 1,0% de la economía. La liberalidad del gobierno de

La corrección del déficit exterior pierde fuerza mientras las exportaciones se desaceleran.

El crecimiento de Japón se ralentiza con un consumo que se estanca y unas exportaciones que se ralentizan.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	-1,2	-5,2	-4,8	-1,4	4,4	2,4	-	...	-
Ventas al por menor	0,3	-2,3	-1,9	-0,7	3,8	3,7	3,8	4,3	...
Producción industrial	-3,4	-21,8	-20,5	-5,1	27,1	21,1	15,8	13,5	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-2,8	-40,8	-33,0	-24,0	-14,0	1,0	-	8,0	-
Viviendas iniciadas	2,5	-27,6	-35,9	-20,7	-6,7	-1,1	4,3	20,4	...
Tasa de paro (2)	4,0	5,1	5,4	5,2	4,9	5,2	5,2	5,1	...
Precios de consumo	1,4	-1,4	-2,2	-2,0	-1,1	-0,9	-0,9	-1,0	...
Balanza comercial (3)	4,2	4,0	1,8	4,0	6,7	7,4	7,8	7,8	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	86,6	98,6	97,0	99,6	101,1	102,8	107,5	109,6	110,2

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

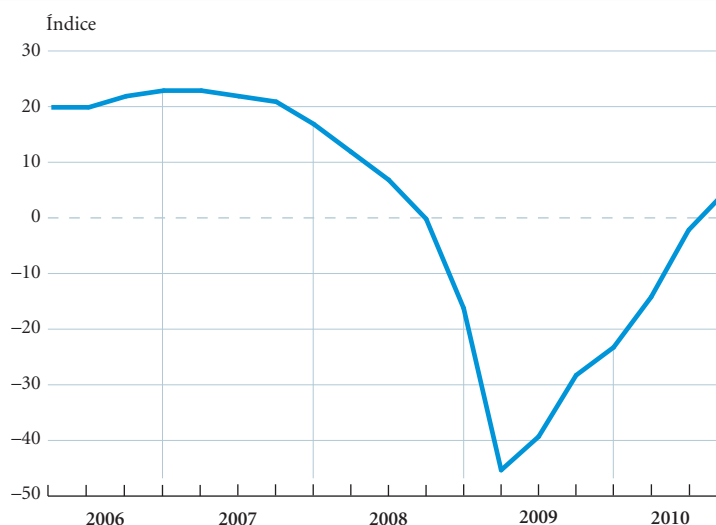
El Gobierno propone un nuevo estímulo de tintes modestos.

Naoto Kan, fiel defensor de la disciplina fiscal, es menor de lo que parece ya que el estímulo viene a compensar partidas no gastadas del presupuesto de 2009 e ingresos fiscales mayores de lo esperado.

La debilidad del crecimiento nipón queda reflejada en el índice de producción industrial, que en agosto sufrió su tercer descenso consecutivo, quedando un 13,7% por debajo de los niveles precrisis. Menos clara

JAPÓN: LOS EMPRESARIOS MEJORAN PERSPECTIVAS DENTRO DE LA CAUTELA

Tankan grandes empresas manufactureras



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón y elaboración propia.

es la lectura del índice Tankan de sentimiento empresarial que publica el Banco de Japón, que en el tercer trimestre mostró una mejora para las grandes empresas manufactureras, alcanzando los 8,0 puntos por primera vez desde el primer trimestre de 2008, aunque las cautelas se manifestaron en el componente de expectativas, que descendió hasta quedar en negativo. En el haber, las perspectivas de la inversión siguieron mejorando en agosto, con unos pedidos de maquinaria que avanzaron, si se descuentan los efectos de los contratos singulares.

En precios, la debilidad de la demanda siguió alimentando las tendencias deflacionistas que, según el Banco de Japón, deberían prolongarse hasta los inicios de 2012. Así, el IPC de abril descendió un 1,1% interanual mientras que el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, cedió un 1,5% interanual. En este contexto deflacionista, el Banco de Japón dejó atrás su tradicional cautela y en octubre anunció la compra de deuda pública por valor de 5 billones de yenes (un 1,0% del PIB), cantidad pequeña, empero, si se la compara con el montante de la monetización de deuda efectuada por la Fed estadounidense durante la crisis.

China: los riesgos de sobrecalentamiento, cada vez más cerca

El PIB de China creció un 9,6% el tercer trimestre del año, exhibiendo una desaceleración moderada, en línea con las previsiones del consenso (9,5%) y con los deseos del ejecutivo, conector de los riesgos de sobrecalentamiento que sobrevuelan el país.

Las tensiones inflacionistas y la posibilidad de una burbuja inmobiliaria acaparan la atención de las autoridades chinas. La inflación marcó un nuevo máximo en septiembre, del 3,6% interanual. Sin embargo, el precio de los alimentos, que prevemos se moderará en los próximos meses, explica esta trayectoria. Por su parte, el precio de la vivienda se situó en el 9,1% interanual en septiembre, por debajo del 9,3% de agosto. Y aunque las ventas del sector han vuelto a acelerar su crecimiento, después de varios meses de ralentización, todavía es pronto para dar la voz de alarma.

Por su parte, el crecimiento del crédito sigue sin mostrar la corrección deseada a pesar de las medidas promovidas por el Gobierno chino. A fin de no sobrepasar los 7,5 billones de renminbi (RMB) anuales

China avanza un 9,6% en el tercer trimestre, exhibiendo una desaceleración moderada.

Las posibles burbujas en el sector inmobiliario siguen estando en el punto de mira.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010		2010		
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	9,6	9,1	9,6	11,3	11,9	10,3	-	9,6	-
Producción industrial	12,6	12,5	12,3	17,9	19,8	16,0	13,4	13,9	13,3
Producción eléctrica	6,7	6,7	8,0	24,3	22,6	17,8	12,9	13,4	8,9
Precios de consumo (*)	5,9	-0,7	-1,3	0,6	2,2	2,9	3,3	3,5	3,6
Balanza comercial (**)	298	197	250	197	149	156	174	179	183
Tipo de interés de referencia (***)	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,56
Renminbi por dólar (*)	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7

NOTAS: (*) Promedio.

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

(***) Porcentaje a final de periodo.

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

Superávit comercial y una mejora en las entradas de capital agrandan de nuevo las reservas internacionales.

para 2010 fijados por el Banco Central, la concesión de nuevos créditos en los próximos meses deberá situarse, en promedio, en los 400.000 millones de RMB mensuales, claramente por debajo de los 700.000 millones de promedio hasta la fecha, y de los 593.000 millones otorgados en septiembre.

En este contexto se enmarca la subida en octubre en 0,25 puntos básicos del tipo de interés de referencia, hasta el 5,56%, y el nuevo aumento en el coeficiente de caja para seis de los mayores bancos del país. Este ajuste pretende frenar el crecimiento del crédito y, de esta manera, también ayudará a contener los precios en el sector inmobiliario.

Asimismo, desde el exterior sigue instándose al gigante asiático a una mayor apreciación de su moneda respecto al dólar, aludiendo a la necesidad de reducir los desequilibrios globales. En particular, y a pesar de la leve caída en septiembre, el superávit de la balanza comercial alcanzó los 16.873 millones de dólares. Dicha fortaleza comercial y el aumento de las entradas de capital, en parte esperando la futura apreciación del RMB, continúan alimentando el crecimiento de las reservas internacionales.

Con todo, también podríamos ver la «inesperada» subida en el tipo de interés como una señal de cambio en la política monetaria hacia un mayor uso de instrumentos de mercado, y por tanto, como el primer paso hacia una liberalización de los flujos de capitales y hacia la flexibilización de su moneda. Como siempre, dada la gradualidad que caracteriza a las políticas llevadas a cabo por las autoridades chinas, deberemos esperar un tiempo para descubrir sus verdaderas intenciones.

Brasil: Tobin y Dilma vuelven a la carga

Brasil continúa luchando en pro de su moneda, un real inmerso como pocos en la «guerra de divisas» (en palabras de su propio ministro de Finanzas, Guido Mantega) en la que se han visto implicados recientemente varios países a fin de promover la competitividad de sus exportaciones (o de frenar su deterioro). Paralelamente, Dilma Rousseff, candidata del partido del gobierno a tomar el relevo de Lula, prepara el último asalto a una presidencia que se le escapó por poco en la primera vuelta. Cuando todo apuntaba hacia una contun-

Brasil eleva el gravamen a las entradas de capital en renta fija por segunda vez en un mes, hasta el 6%.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	5,1	-0,2	-1,3	4,4	9,0	8,7	-	...	-
Producción industrial	2,9	-7,2	-8,6	6,2	17,3	14,2	9,9	8,5	...
Confianza del consumidor (*)	140,4	138,3	141,9	154,2	158,1	154,6	155,2	162,3	...
Tasa de paro São Paulo (**)	13,0	12,8	13,1	11,8	12,3	13,2	12,6	...	...
Precios de consumo	5,7	4,9	4,4	4,2	4,9	5,1	4,6	4,5	4,7
Balanza comercial (***)	24,8	25,3	26,4	25,3	23,2	19,3	17,7	17,1	16,9
Tipo de interés SELIC (%)	11,25	11,25	8,75	8,75	8,75	10,25	10,75	10,75	10,75
Reales por dólar (*)	1,8	2,3	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

dente victoria, la implicación de uno de sus máximos colaboradores en un caso de corrupción desvió votos hacia Marina Silva, ex ministra de Lula y actual candidata del partido de los verdes, obligando a Dilma y a José Serra a enfrentarse de nuevo en las urnas el 31 de octubre.

A principios de 2009 y dándose muy contadas treguas, el real encarriló una senda alcista que le ha llevado a apreciarse casi un 40% respecto al dólar. En las últimas semanas, dicha tendencia se ha acentuado: en septiembre, la pujanza del real dejó atrás la barrera psicológica de los 1,7 BRL/\$ y, desde entonces, se ha revalorizado más de un 6% respecto al billete verde.

La persistencia de las presiones alcistas sobre la moneda carioca llevó a Guido Mantega a subir el impuesto que grava las entradas de capital extranjero en renta fija dos veces en menos de un mes. A principios de octubre el IOF o impuesto sobre operaciones financieras se modificó al alza, hasta el 4% (el gravamen a las entradas de capital en renta variable a corto plazo se mantuvo en el 2%), y, el 18 de octubre, subió de nuevo hasta el 6%. En la última intervención también se incrementó el impuesto que grava los márgenes de operaciones en derivados del 0,38% hasta el 6%. El objetivo de ambas disposiciones no es otro que reducir el apetito de inversores extranjeros con afán especulador y frenar, con ello, la apreciación del real y el deterioro resultante de la balanza por cuenta corriente.

Aunque dichas medidas pueden conllevar un alivio a corto plazo, el FMI ya alertó de su poca eficacia un año atrás, cuando Brasil reintrodujo el IOF. Así pues, con la economía brasileña creciendo por encima del 7% en 2010 y en torno al 5% en 2011 y dada la abundancia de liquidez global en busca de alta rentabilidad en mercados emergentes, es muy probable que las presiones persistan. Ello resultará inconve-

niente tanto para el sector exportador como para la industria, cuya producción se ha estancado en los últimos meses a pesar de que las ventas siguen sorprendiendo por su arranque.

En definitiva, el primer punto de la agenda del nuevo presidente (o, con toda probabilidad, presidenta) está servido.

México: cambio de motor

La mayoría de indicadores apuntan hacia la moderación del ritmo de avance de la economía global, y sobre todo de las economías más avanzadas, en los próximos meses. Es un dato que no puede ser obviado en México, bajo ningún concepto, dada la dependencia de la recuperación azteca de su exportación, fundamentalmente, hacia Estados Unidos y, por lo tanto, de la buena marcha de la actividad económica al norte de Río Grande.

Con todo, el FMI ha revisado al alza la previsión de crecimiento este año, no sólo para México sino para toda la región Latinoamericana, y los últimos indicadores económicos apuntan hacia un cambio de motor en el proceso de recuperación azteca: en agosto, las ventas al por menor sorprendieron marcadamente al alza con un avance interanual del 4,4% en tanto que la confianza interna sigue avanzando hacia niveles precrisis (véase gráfico siguiente). Ello apunta maneras de convertirse en el arranque de un gasto interno prolongadamente amedrentado por los estragos de la recesión.

Aunque la actividad industrial, espoleada por la demanda externa, sigue sustentando el crecimiento económico en México, el renovado fervor del gasto interno es una gran noticia. En un entorno de moderación de la demanda externa y de ajuste fiscal, la demanda privada ofrece la posibilidad de mantener un ritmo de crecimiento del PIB alrededor del 3,8% en 2011.

El real sigue inmerso en una senda alcista y, desde principios de 2009, se ha apreciado un 37%.

El FMI revisa al alza el crecimiento de México en 2010 pero con perspectivas de moderación.

Las ventas al por menor sorprenden al alza e ilustran un cambio de tercio en los motores del crecimiento.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	1,5	-6,6	-6,2	-2,3	4,3	7,7	-	...	-
Producción industrial	-0,9	-7,0	-6,6	-2,0	5,7	7,6	6,0	7,9	...
Confianza del consumidor (*)	92,2	80,5	83,0	78,4	81,5	84,9	87,4	88,7	91,6
Índice avanzado de actividad (*)	118,0	110,4	110,9	113,4	114,2	116,7	117,3	117,8	...
Tasa de paro general (**)	4,0	5,5	6,3	5,3	5,4	5,2	5,7	5,4	5,7
Precios de consumo	-11,8	0,0	5,1	4,0	4,8	4,0	3,6	3,7	3,7
Balanza comercial (***)	-17,3	-4,6	-12,9	-4,6	-1,9	-2,4	-2,2	-2,3	-2,0
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,50	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	10,6	14,2	13,5	13,1	12,3	12,8	12,6	13,2	12,6

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

La excesiva dependencia petrolera de las arcas fiscales sigue imponiendo riesgos a largo plazo.

En tanto que, ante un escenario de baja inflación y expectativas bien ancladas, la política monetaria dispone de cierto margen de maniobra, la consolidación fiscal en México es ciertamente necesaria, dados los riesgos a medio plazo que sigue impo-

niendo la excesiva dependencia petrolera de las arcas públicas. Además, a pesar de haber invocado a la excepcionalidad para incurrir un déficit durante la crisis, la ley de responsabilidad fiscal mexicana exige que el Gobierno mantenga un presupuesto

LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR REPUNTA EN MÉXICO

Índice de confianza del consumidor



FUENTES: INEGI y elaboración propia.

equilibrado (excluyendo gastos de inversión de PEMEX) por lo que el Gobierno se ha visto obligado a especificar un plan de ajuste que plantea eliminar el déficit en 2012.

Todo apunta a que dicho plan es factible. Sin embargo, eliminar la dependencia fiscal del petróleo sigue siendo una prioridad en México y el principal escollo estructural al que se enfrenta el crecimiento a medio y a largo plazo de la segunda potencia latinoamericana.

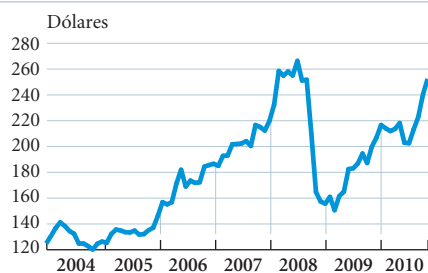
Metales y alimentos suben más que el petróleo

El precio del petróleo sigue manteniendo una evolución estable con un leve sesgo alcista que queda por debajo de la barra de los 85 dólares. Así, entre el 20 de septiembre y el 20 de octubre el precio del crudo subió un 4,3% para situarse en los 82,93 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes), lo que supone un incremento del 6,6% en lo que llevamos de año.

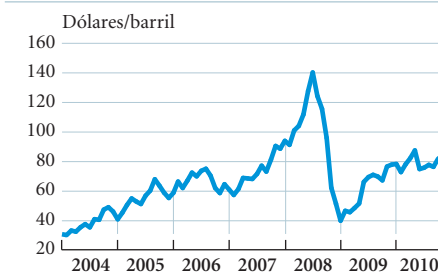
El petróleo sigue con alzas moderadas y acaricia los 83 dólares por barril.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

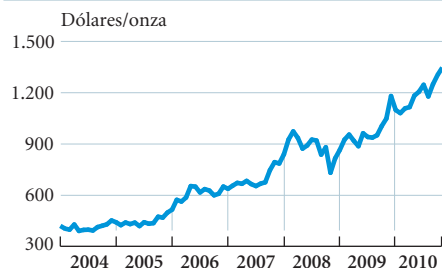
Índice «The Economist»



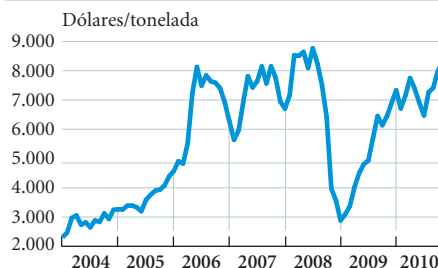
Petróleo *Brent*



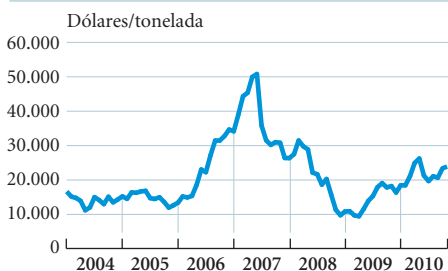
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 20 de octubre).

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

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

El resto de materias primas sube con más fuerza por la demanda de los países emergentes y problemas de oferta.

La expansión de las economías emergentes seguirá dando apoyo al precio del petróleo en lo que queda de 2010 y la primera mitad de 2011. Pero, con las economías avanzadas ancladas en crecimientos bajos y las existencias en niveles altos, no se esperan grandes cambios en la demanda global, por lo que el crudo debería tener alzas moderadas. Las mayores variaciones deberían obedecer a las oscilaciones del dólar.

El resto de materias primas sigue apreciándose con más decisión que el crudo por la conjunción de una demanda creciente en las economías emergentes –el

cobre y el acero en China– con problemas diversos en la oferta, ya sea la obsolescencia de las factorías de acero en China, minas viejas de cobre en Chile o problemas de explotaciones ilegales de estaño en Indonesia. En el caso de los alimentos, la sequía de Ucrania y las malas cosechas de maíz en Estados Unidos también tiran de los precios al alza. Así, entre el 20 de septiembre y el 20 de octubre, el índice *The Economist* ganó un 8,4% y acumula un avance del 22,7% en tres meses. Por su parte, el oro volvió a marcar máximos y seguirá en ese nivel que muchos consideran sostenible a medio plazo.

Los determinantes del gasto sanitario: mucho más que envejecimiento demográfico

España tendrá 52 millones de habitantes en 2060, de los cuales aproximadamente un tercio tendrá más de 65 años y un 14% más de 80 años. Las cifras actuales rondan el 17% y el 5%, respectivamente. En términos absolutos, en cincuenta años los españoles mayores de 65 años habrán pasado de 8 a 17 millones de personas, y los mayores de ochenta años serán 8 millones, frente a los 2 millones actuales. Estas cifras, que se derivan de las proyecciones de población de Eurostat, son una buena noticia. Dibujan un país que sigue prosperando en términos de esperanza de vida, un indicador fundamental de desarrollo humano. Sin embargo, este buen dato irrefutable puede suscitar una legítima preocupación sobre la evolución futura del gasto sanitario del país.

Todos entendemos de forma intuitiva que, en promedio, el gasto sanitario por persona es más elevado a mayor edad. De hecho, los datos avalan esta presunción: en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) el gasto sanitario per cápita del grupo de mayores de 65 años es al menos cuatro veces superior al del grupo de menores de dicha edad. Por tanto, si un país se envejece, cabe esperar que su gasto sanitario total aumente. Sin embargo, la cuestión no puede despacharse de forma tan simple. En primer lugar, porque además del envejecimiento propiamente dicho importan las condiciones de salud en las que se viven los años adicionales que proporcionan la mayor longevidad. Pero también porque existen otros factores que determinan el gasto sanitario de un país que no están estrictamente vinculados con la evolución demográfica, en particular el crecimiento de la renta y el desarrollo de nuevas tecnologías médicas.

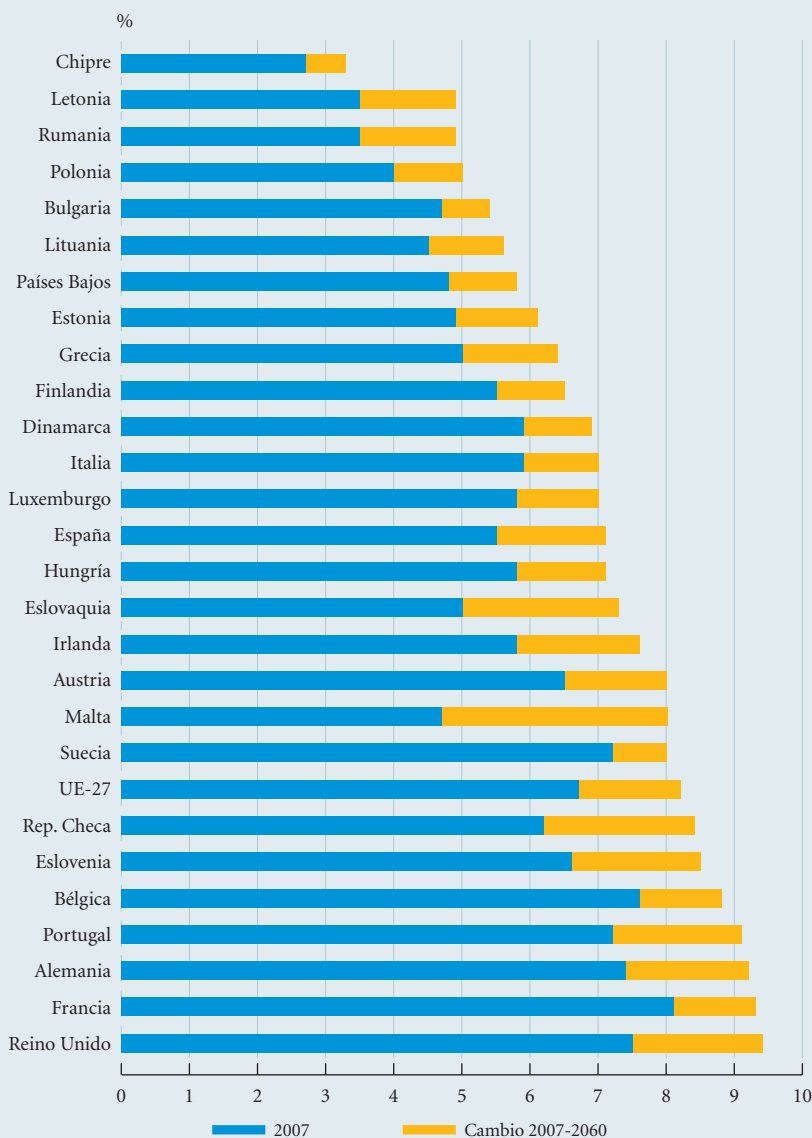
Por lo que se refiere al impacto de la longevidad creciente, debemos plantearnos qué calidad de salud podemos esperar de los años adicionales de vida que se disfrutarán en 2060. En términos generales, se pueden esperar tres situaciones diferentes. La primera, que en la literatura se denomina de «compresión de la morbilidad», defiende que las personas tenderán a vivir no sólo más años sino con más salud, es decir, que los años vividos en enfermedad se reducirán. La hipótesis contraria («expansión de la morbilidad») también se ha formulado: viviremos más años con peores condiciones de salud. Finalmente, una posición intermedia apuesta por un equilibrio entre vivir

más y vivir mejor (en términos de salud), es decir, que algunos años «ganados» por la mayor esperanza de vida se vivirán en salud y el resto, no. La evidencia empírica disponible, aunque no es totalmente concluyente, apunta a que un escenario en el que los años «ganados» en términos de esperanza de vida son años en salud se corresponde a la evolución reciente en la OCDE. Ello tiene, como consecuencia sobre el gasto de salud por habitante, un efecto neutral, ya que los años de peor salud se mantienen constantes.

Finalmente, otro grupo de factores son los no estrictamente demográficos. Bajo esta categoría se considera usualmente la relación del gasto sanitario con el nivel de renta y con el desarrollo de la tecnología médica. En el prime-

PRESIÓN AL ALZA DE LOS GASTOS SANITARIOS EN LAS PRÓXIMAS DÉCADAS

Gasto público en sanidad en % del PIB



FUENTES: Comisión Europea y Comité de Política Económica de la Unión Europea.

ro de estos casos, la literatura empírica existente sobre la relación entre renta y gasto sanitario en la Unión Europea (UE) tiende a apuntar a que el gasto sanitario crece, en promedio de largo plazo, por encima del aumento de la renta. Por lo que se refiere a la tecnología, la evidencia sugiere que la aceleración de los costes de los nuevos desarrollos y tratamientos médicos es un determinante clave del aumento del gasto sanitario. Ello se debe, de acuerdo con la interpretación más habitual, a que la propia disponibilidad de nuevos tratamientos (usualmente más caros que los existentes, en gran medida debido a los altos costes de investigación y desarrollo que implican) genera su propia demanda. También pueden tener su importancia aspectos institucionales de los distintos sistemas nacionales de salud, como por ejemplo el reparto de funciones público-privadas o el sistema de incentivos de proveedores y prescriptores médicos.

¿Cuál es el peso de cada uno de los determinantes del gasto sanitario comentados anteriormente? Según estimaciones de la OCDE, en el periodo 1981-2002, el aumento anual del gasto sanitario (expresado en términos per cápita), en el promedio de sus países miembros, fue del 3,6% anual. Los efectos puramente demográficos (envejecimiento y cambio del estatus de salud por mayor longevidad) explican 0,3 puntos porcentuales, los efectos del aumento de la renta, 2,3 puntos porcentuales y los del cambio en las tecnologías médicas, un punto porcentual.

La cuestión relevante es plantearse cómo pueden evolucionar en el futuro estos determinantes, demográficos y no demográficos, del gasto sanitario en España y los países de su entorno. Un reciente estudio de la UE ofrece algunas pistas al respecto.⁽¹⁾ De acuerdo con dichas proyecciones, el gasto sanitario en la Unión en su conjunto pasaría de niveles equivalentes al 6,7% del producto interior bruto (PIB) en 2007 al 8,2% en 2060. Con todo, este resultado agregado se deriva de evoluciones nacionales dispares. En términos generales, los nuevos Estados miembros de la UE, los provenientes de Europa del Este, sufrirán de mayores aumentos en el gasto sanitario, fruto de la combinación de unas tendencias demográficas de envejecimiento acelerado y de un punto de partida relativamente más bajo.

El caso español tiende a asemejarse a esta dinámica de Europa del Este debido a la tendencia de envejecimiento rápido y a los niveles de gasto sanitario relativamente reducidos de partida. El gasto sanitario, que representaba un 5,5% del PIB en 2007, se cifrará en el 7,2% en 2060. Este aumento se alcanza en tres etapas claramente distintas. Hasta 2020 la presión demográfica y de otros factores es relativamente contenida. Así, en 2020, y siempre de acuerdo con las proyecciones comunitarias, el gasto sanitario se situaría en el 5,9% del PIB. Las siguientes dos décadas serán las de más presión sobre el gasto sanitario: en 2040 éste alcanzará el 6,8% del PIB. Después seguirían dos décadas de aumento más contenido, de manera que en 2050 el gasto sanitario ascendería hasta el 7,1% del PIB, sumando sólo una décima porcentual adicional hasta 2060.

Aunque este ejercicio esté sujeto a elevada incertidumbre, tiene la virtud de anunciar cuándo las tendencias actuales, de mantenerse, van a generar mayores presiones sobre el gasto sanitario. Dado que la evolución temporal esbozada para España es similar a la que se espera para el conjunto de la Unión, sabemos que, si preocupa la contención del gasto sanitario, se deberá actuar con prontitud para evitar llegar al periodo crítico 2030-2040 sin margen de maniobra. Sobre todo, porque mejoras relativamente moderadas en las situaciones iniciales van a conllevar grandes cambios en la trayectoria de largo plazo. Si, como decía el pensador chino Lao Tse, el camino de 1.000 kilómetros empieza con un primer paso, conviene empezar estos primeros andares sin perder de vista un futuro que se antoja lejano en términos personales pero realmente cercano en tiempo histórico.

(1) Comisión Europea (2009): «2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», European Economy, 2.

*Este recuadro ha sido elaborado por Àlex Ruiz
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: punto de inflexión

La economía del conjunto de la eurozona se encuentra en un punto de inflexión. Tras el fuerte avance del producto interior bruto (PIB) registrado en el segundo trimestre, un 1% intertrimestral, todo apunta a que este ritmo de crecimiento no se podrá mantener en los próximos trimestres. Ahora, toda la atención se centra en si la desaceleración será suave o si rápidamente se volverán a registrar tasas de crecimiento débiles como las que se habían anotado durante los trimestres anteriores.

Las tensiones del proceso de desaceleración se deben a la elevada dispersión de la evolución de las distintas economías que

integran la eurozona. Por un lado, destaca la trayectoria de Alemania. En agosto, la producción industrial siguió avanzando a buen ritmo; la evolución del índice de los gestores de compras PMI ha sido buena durante todo el tercer trimestre; y la tasa de paro continúa mostrando una tendencia descendente y se sitúa en el nivel más bajo desde la reunificación.

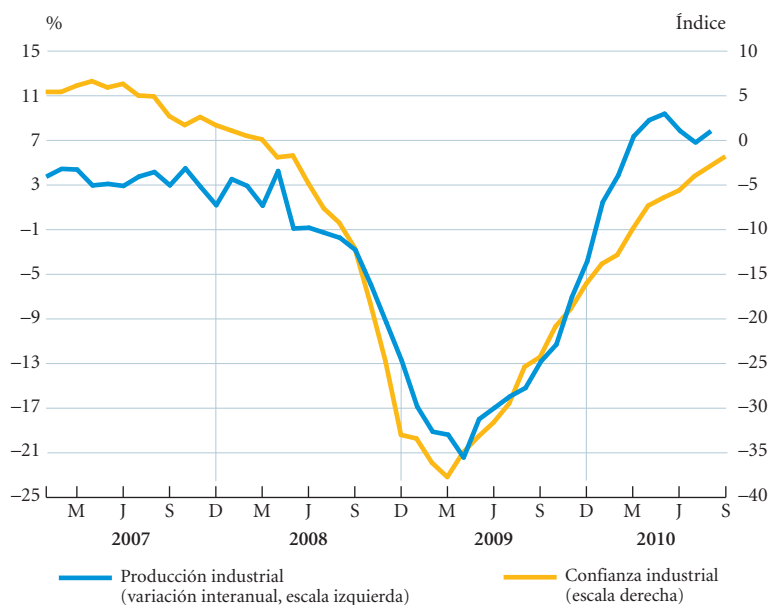
En el lado opuesto encontramos a Grecia, Irlanda y Portugal. Debido al importante deterioro de sus finanzas públicas, estos países se han visto obligados a llevar a cabo programas de contención del gasto y de la inversión pública. Los planes de austeridad fiscal de Grecia, de momento, están siendo efectivos y todo apunta a que la eco-

Alemania lidera el proceso de recuperación de la eurozona.

Grecia, Irlanda y Portugal se quedan en la cola.

LA ACTIVIDAD MEJORA A BUEN RITMO

Indicadores de oferta



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

La inversión podría sorprender en el tercer trimestre.

nomía helena cumplirá con el objetivo de reducción del déficit público para este año. El caso de Portugal es similar. El gobierno irlandés, en cambio, ha tenido que volver a inyectar más capital en el sector financiero y ello ha hecho que las nuevas previsiones de déficit público para este año se hayan disparado hasta valores superiores al 30% del PIB. En cualquier caso, el riesgo que acecha a estas economías es que el saneamiento del sector público no consiga generar suficiente confianza ni a inversores ni a los propios consumidores de cada país. Ello, junto a la disminución del gasto y la inversión pública, reduciría la capacidad de crecimiento de estas economías y las podría forzar a incrementar el ajuste fiscal.

Afortunadamente para el conjunto de la eurozona, en el corto plazo la evolución de la economía se parecerá más a la de Alemania que a la del grupo de países periféricos. Al menos, eso es lo que apuntan los distintos indicadores para los que ya se tienen datos del tercer trimestre. Por el lado

de la oferta, cabe destacar la buena evolución de la producción industrial. Después de un mes de julio algo flojo en el que sólo avanzó un 0,1% intermensual, en el mes de agosto el incremento fue del 1,0%, lo que deja la tasa de variación interanual en el 8,2%. La evolución de los pedidos industriales y de los distintos índices de confianza también está siendo buena y todos ellos siguen mostrando una tendencia claramente alcista. Merece la pena destacar la recuperación que está registrando la utilización de la capacidad productiva. Durante la recesión sufrió un fuerte descenso que la llevó a alcanzar un mínimo histórico del 69,6%, pero tan sólo un año después ha conseguido remontar hasta el 77,4% y se encuentra a sólo cuatro puntos porcentuales del promedio histórico. Ello sugiere que la recuperación de la inversión que experimentó la eurozona en el segundo trimestre podría mantenerse en los próximos periodos.

La fotografía de la demanda no es tan halagüeña. Las ventas minoristas siguen pre-

El consumo sigue dando señales de debilidad.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	0,3	-4,0	-4,0	-2,0	0,8	1,9	-	...	-
Ventas al por menor	-0,7	-2,3	-2,3	-1,0	0,5	0,6	1,4	0,8	...
Confianza del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-21,4	-17,0	-16,8	-16,7	-14,0	-11,4	-11,0
Producción industrial	-1,7	...	-14,4	-7,4	4,6	9,0	7,1	8,2	...
Sentimiento económico (1)	93,5	80,8	84,1	91,9	96,6	99,3	101,1	102,3	103,2
Tasa de paro (2)	7,5	9,4	9,7	9,9	9,9	10,1	10,1	10,1	...
Precios de consumo	3,3	0,3	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,7	1,6	1,8
Balanza comercial (3)	-1,2	-15,1	-6,4	13,8	26,6	22,5	12,8	11,3	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,6	1,2	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	110,6	111,7	112,1	113,8	108,8	103,2	102,5	102,1	102,5

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Cambio ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

sentando una tendencia alcista muy débil. Tras un mes de julio en que el avance fue muy modesto, del 0,1% intermensual, en el mes de agosto retrocedieron un 0,4%. La evolución del índice de confianza del consumidor fue algo más positiva en los meses de julio y agosto, pero desde entonces se encuentra estancado. Tampoco la inflación da señales de que la demanda se esté reactivando. Es cierto que el componente subyacente de la variación interanual del índice de precios de consumo ha dejado de descender y ya lleva tres meses en el 1,0%, pero éste es un nivel muy bajo. El índice general se situó en el 1,8% en el mes de octubre, y tras unos meses oscilando alrededor del 1,5% parece que se podría mantener en valores cercanos al 2% en el corto plazo, pero ello es debido al comportamiento de los precios de la energía y poco tiene que ver con un mayor vigor de la demanda.

La respuesta que dará el Banco Central Europeo ante este escenario vuelve a ser

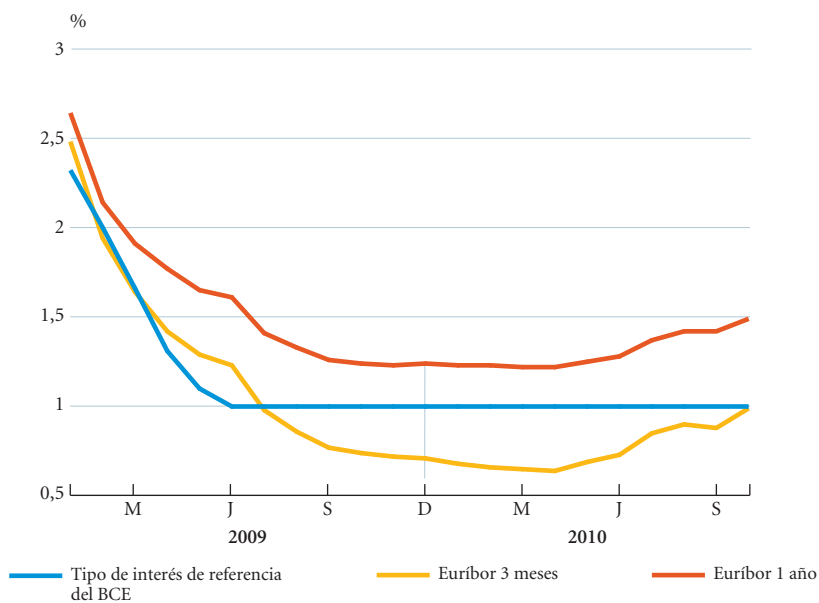
clave. Por un lado se podrían intensificar las presiones para que empiece a subir el tipo de interés de referencia. Un buen ejemplo de ello han sido las declaraciones del gobernador del Bundesbank y candidato a relevar al actual presidente Trichet el año que viene, Axel Weber. De todas formas, la reciente apreciación del euro respecto al billete verde recomienda, como mínimo, cautela. El tipo de cambio real efectivo se ha mantenido estable en los últimos meses, pero el BCE debería vigilar de cerca los efectos sobre el mercado de divisas de las políticas que países como los Estados Unidos, Brasil o Japón están llevando a cabo.

Por otro lado, el BCE se encuentra con un buen número de países cuyo proceso de recuperación es todavía muy débil y a los que una subida del tipo de interés les podría hacer mucho daño. De acuerdo con nuestro escenario de previsiones, la máxima autoridad monetaria europea no empezará a subir el tipo de interés hasta el úl-

La guerra de divisas debe mantener al BCE en alerta.

LA NORMALIZACIÓN DEL INTERBANCARIO FACILITA LA POLÍTICA DEL BCE

Tipos de interés interbancarios y del BCE



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

La normalización del mercado interbancario aleja la necesidad de una política monetaria no ortodoxa.

timo trimestre del año que viene. No será hasta entonces que el consumo de los hogares y la inversión privada podrán empezar a liderar un proceso de recuperación más robusto. De todas formas, no creemos que durante este tiempo el BCE vuelva a impulsar un programa de expansión cuantitativa de su balance como el que parece que llevará a cabo la Fed. Las condiciones de financiación en Europa están mejorando a buen ritmo. Una muestra de ello es la mejoría del mercado interbancario. El euríbor a tres meses, que se encontraba por debajo del 1% desde julio de 2009, volvió a normalizar el diferencial con el tipo de referencia. La mejoría de la liquidez y la relajación de las tensiones en

el mercado interbancario también se ven reflejadas en la evolución del euríbor a doce meses, que en el mes de octubre llegó a superar el 1,50%.

En definitiva, la evolución de la economía de la eurozona continúa sumida en un proceso de elevada incertidumbre, que recientemente ha repuntado debido a la guerra de divisas a la que algunos países han dado aliento. En la reunión del G-20 se ha acordado que el tipo de cambio debe fijarse siguiendo criterios de mercado. Si estos acuerdos se mantienen, todo apunta a que la economía europea se encuentra en el camino correcto para que el proceso de recuperación siga a buen ritmo.

Política farmacéutica: una regulación que provoca jaqueca

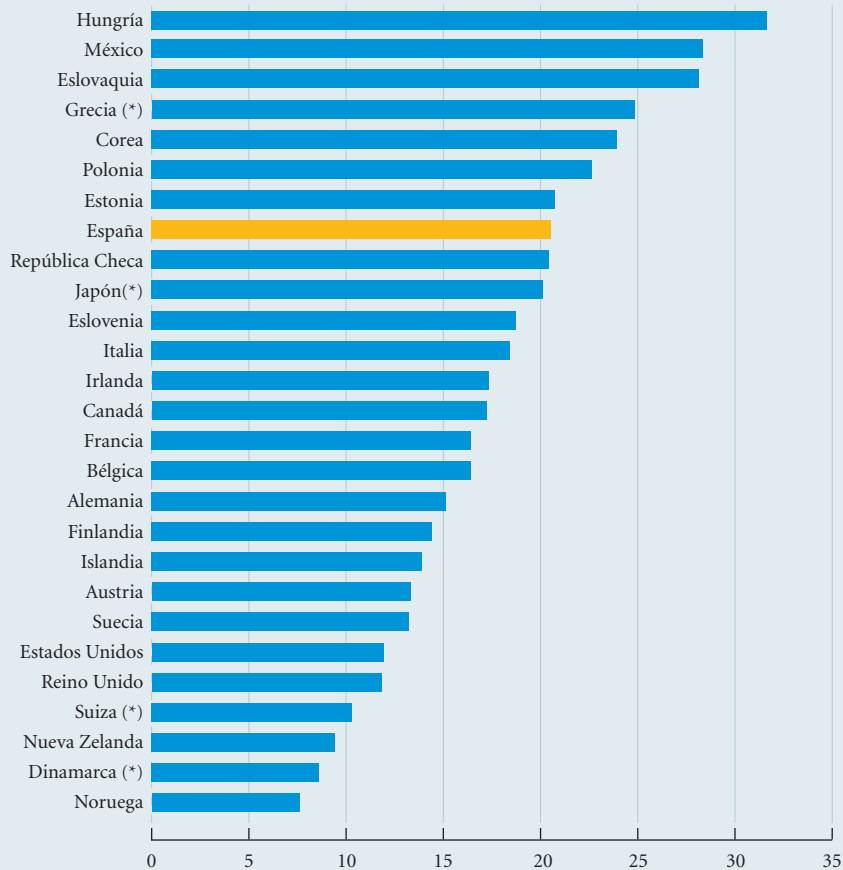
El gasto farmacéutico es uno de los determinantes más importantes del gasto total en sanidad en la mayoría de países desarrollados y su crecimiento sostenido a tasas superiores a las del PIB genera dolores de cabeza en momentos de crisis como el actual. Según datos de la OCDE para España, el gasto farmacéutico per cápita creció entre 2000 y 2008 a una tasa anual acumulada del 7,8%. Ante este hecho, el ejecutivo ha actuado recientemente imponiendo rebajas en los precios que paga por los medicamentos financiados por el Sistema Nacional de Salud. Nos encontramos, pues, ante un mercado en el que el Estado interviene directamente alterando los precios. El objeto de este recuadro es discutir los motivos que llevan a esta intervención, así como la forma en la que ésta se realiza.

Existen básicamente dos argumentos, íntimamente ligados, para justificar una intervención pública que facilite el acceso a los medicamentos a un precio asumible. El primero de ellos se basa en las preferencias de cada país por la equidad entre sus ciudadanos. Así, la subvención del precio de los medicamentos es una forma de redistribución de renta y contribuye a garantizar cierta igualdad de oportunidades. Estas mismas preferencias justifican también otras políticas sanitarias y laborales que complementan la política farmacéutica. El segundo argumento aduce que los consumidores no valoran adecuadamente los medicamentos. Ello bien puede ser porque no disponen de toda la información acerca de las consecuencias sobre su salud futura de incumplir el tratamiento farmacológico prescrito, bien porque no toman en cuenta los perjuicios que su decisión puede ocasionar al resto de la sociedad. Es decir, el coste económico de su menor productividad, el coste para el Estado de una posible complicación de su estado de salud o los efectos negativos sobre la salud de otros individuos con los que tenga contacto. No obstante, cabe pensar que la magnitud de estos costes sociales indirectos depende del conjunto de políticas sanitarias y laborales que existen en cada país, pues a mayor protección para el individuo mayor será el incentivo a no seguir el tratamiento y ver qué pasa.

En cualquier caso, los gobiernos deben contraponer el objetivo de un nivel de precios accesible con el de mantener los incentivos de las empresas farmacéuticas al desarrollo de nuevos productos que mejoren la prevención y la cura

EL PESO DEL GASTO FARMACÉUTICO

Gasto farmacéutico en porcentaje del gasto sanitario, 2008



NOTA: (*) Datos de 2007.

FUENTE: OCDE.

de enfermedades. En efecto, la industria farmacéutica tiene la particularidad de presentar unos costes en investigación muy elevados, e irrecuperables en caso de fracaso, junto con unos bajos costes medios de producción. Para que decidan invertir, las farmacéuticas deben tener la expectativa de que pueden vender sus productos con un margen suficientemente elevado como para recuperar los costes de la inversión y asegurarse cierto beneficio. Si éstas prevén una fuerte competencia una vez lancen sus productos al mercado, sus incentivos a invertir disminuyen en perjuicio de la sociedad. Para mantenerlos se recurre a las patentes, que protegen la investigación realizada por la empresa farmacéutica y le permiten comercializar el fármaco en régimen de monopolio durante un determinado periodo de tiempo.

Así pues, el problema para el sector público es complejo, pues debe subsidiar al sector pero de forma que se satisfagan tres objetivos. Por un lado, que las farmacéuticas reciban un precio suficientemente elevado; por otro, que los ciudadanos paguen un precio suficientemente bajo, y, finalmente, que todo ello se consiga manteniendo el rigor presupuestario. Veamos, pues, qué mecanismos utiliza el sector público para lograrlo.

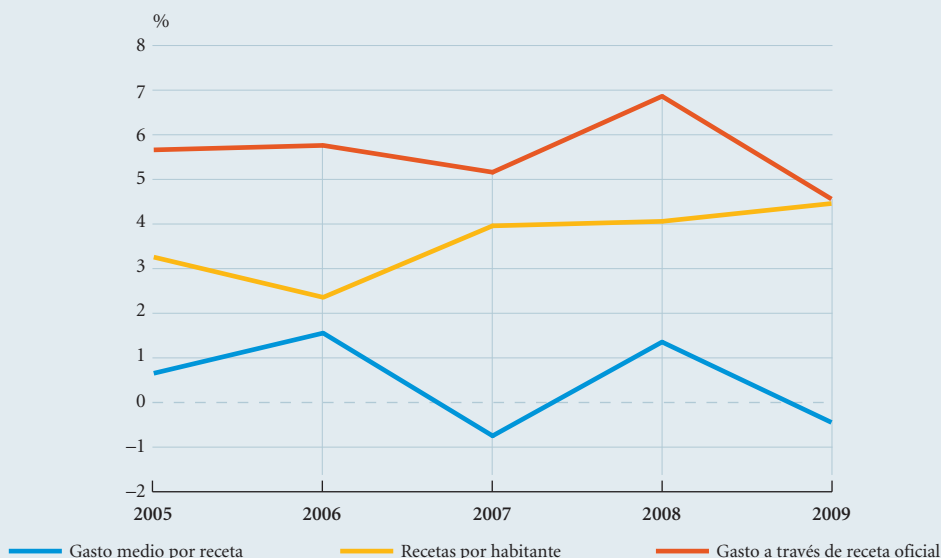
El marco regulatorio de la mayoría de los países de la OCDE sigue una estructura similar. La regulación establece qué medicamentos estarán cubiertos por financiación pública y si lo estarán total o parcialmente. Si la selección de medicamentos se hace atendiendo a criterios de coste-efectividad y teniendo en cuenta la existencia de alternativas terapéuticas, este sistema debería otorgar al organismo que confecciona las listas cierto poder para negociar el precio de los medicamentos bajo patente. El grado de cobertura debería actuar también como un elemento de presión adicional, pues cabría pensar que ante la posibilidad de elección entre distintos tratamientos, los consumidores expresarán mayores preferencias por aquéllos con mayor cobertura.

Una vez expirada la patente de un medicamento, la entrada de nuevos competidores con productos que utilizan el mismo principio activo (los llamados «genéricos») debería provocar que su precio se acercara a los costes medios de producción. Sin embargo, la existencia de ventajas para los fabricantes de medicamentos «de marca» –por ejemplo, una mayor facilidad para promocionar su producto entre el cuerpo médico, en quien el consumidor delega frecuentemente su decisión– puede obstaculizar este acercamiento. Para forzarlo, numerosos países han introducido sistemas de precios de referencia que fijan, para un conjunto de fármacos considerados equivalentes, una misma cantidad máxima para ser financiada por el sector público. Esta cantidad de referencia suele ser una media de los precios más bajos observados en el mercado. Las empresas pueden fijar un precio superior por su medicamento, pero deben confiar en la disposición del consumidor a pagar la diferencia.

¿Es suficiente este marco regulatorio para satisfacer los tres objetivos del sector público? La respuesta es que no siempre, y muestra de ello es el caso español. El principal problema es que la competencia entre farmacéuticas, que debería presionar a la baja los precios al consumidor, se ve dificultada por varios aspectos de la política sanitaria.⁽¹⁾

GASTO FARMACÉUTICO EN ESPAÑA: EL INCREMENTO DE RECETAS CONTRARRESTA LA CAÍDA DE PRECIOS

Crecimiento anual



FUENTE: Elaboración propia con datos del Ministerio de Sanidad y Consumo.

(1) Puig-Junoy, J. (2004) «Los medicamentos genéricos pagan el precio de ser referencia», *Administración Sanitaria*, n.º 2 (1), 2004.

En primer lugar, los beneficios de esta mayor competencia quedan limitados a importantes descuentos para las farmacias, puesto que la regulación que les es de aplicación les impide trasladarlos a los precios finales al consumidor. En segundo lugar, otro aspecto problemático es la facilidad que tienen las empresas farmacéuticas para eludir el propio sistema de precios de referencia. Por un lado, la falta de criterios claros de efectividad terapéutica en la regulación les permite obtener extensiones de sus patentes por innovaciones con escasa aportación terapéutica adicional. Por otro, la mayor promoción frente al cuerpo médico de sus productos bajo patente les permite sustituir parte del consumo que podría realizarse vía genéricos. Finalmente, para que la competencia sea realmente fructífera es necesaria una cierta sensibilidad de los consumidores a los precios de los medicamentos. Así, se argumenta también que el bajo porcentaje del copago en España da muy pocos incentivos a los ciudadanos a buscar el mejor precio y a controlar su gasto farmacéutico.

Por todo ello, los precios de los medicamentos en España parecen responder únicamente a bajadas directas de los precios de referencia por parte del Gobierno, bajadas cuyo efecto positivo sobre el gasto farmacéutico tiende a revertirse en el corto plazo debido a la sustitución por fármacos más caros comentada anteriormente. El Gobierno debe, pues, encontrar otra receta para combatir el dolor de cabeza que genera el gasto farmacéutico. Una receta que debe incluir mayores incentivos a médicos y a consumidores para tener en cuenta el coste de los medicamentos en sus decisiones, una mayor competencia vía precios entre farmacias y criterios claros de efectividad terapéutica en las decisiones de financiación. Sin estas modificaciones, cualquier intervención sobre los precios corre el riesgo de convertirse en un simple alivio pasajero de los síntomas.

*Este recuadro ha sido elaborado por Sandra Jódar Rosell
Oficina de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Alemania: ¿es la hora del consumo?

La economía germana registró, en el segundo trimestre del año, su mayor incremento desde la reunificación, superando las expectativas más optimistas. Desde entonces, han sido numerosas las revisiones al alza de las previsiones sobre el crecimiento esperado para este año, situándose la mayoría de ellas entre el 3,0% y el 3,5%. Dentro de este intervalo se encuentra la nueva previsión del Gobierno alemán, que eleva el crecimiento esperado de la economía cerca de dos puntos porcentuales, hasta el 3,4% interanual. Una cifra que se acercaría al crecimiento del 3,6% interanual de 2006, el mayor de los últimos veinte años.

De cumplirse estas previsiones, el producto interior bruto (PIB) real alemán de este

año se situaría solamente un 0,7% por debajo del máximo alcanzado en 2008. Así, a pesar de la fuerte contracción de la economía en 2009, la reactivación habría sido más rápida que en los anteriores periodos recesivos del país. Ello se refleja, como muestra el gráfico siguiente, en la evolución de la producción industrial alemana durante los últimos episodios importantes de recuperación económica. Desde abril de 2009 hasta el pasado mes de agosto, la actividad industrial creció un 18,6%, acercándose al nivel alcanzado antes del estallido de la crisis. Un incremento que superó en magnitud, gracias al impulso observado a partir de marzo de 2010, a los registrados en 1975 y 1993.

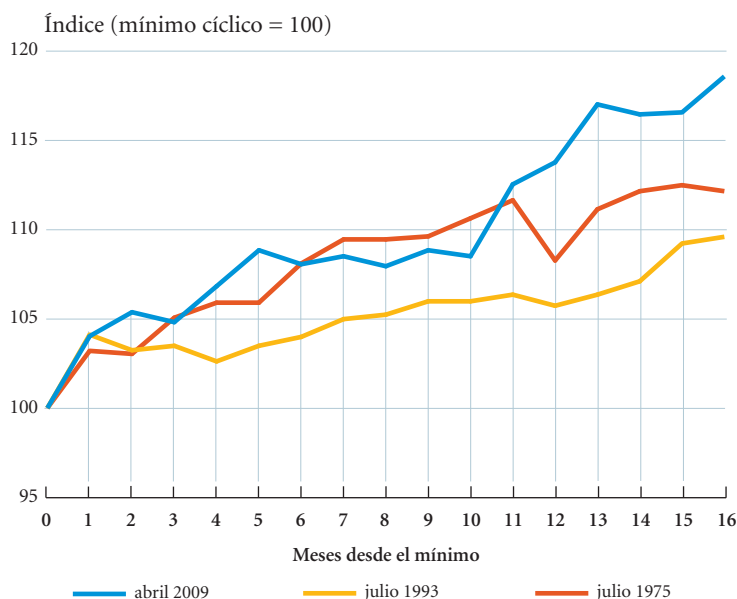
Los indicadores de oferta apuntan hacia nuevos incrementos de la actividad durante los próximos meses. Los pedidos indus-

El Gobierno alemán eleva su previsión del crecimiento hasta el 3,4% en 2010.

La actividad industrial sigue creciendo intensamente.

MAYOR IMPULSO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN LA RECUPERACIÓN ACTUAL

Producción industrial



FUENTES: Instituto de Estadística alemán y elaboración propia.

El sector exterior reducirá su contribución al crecimiento en el tercer trimestre.

triales, que suelen ser un buen indicador avanzado de la producción futura, avanzaron un 3,4% intermensual en agosto. Por su parte, el índice de actividad empresarial (IFO) repuntó de nuevo en octubre, tras dos meses de discretos aumentos, fruto del mejor comportamiento de su componente futuro.

A pesar de las buenas noticias que llegan por el lado de la oferta, las nuevas previsiones de la economía pronostican una lógica ralentización de la actividad en lo que queda de 2010, volviendo a niveles de crecimiento más acordes con una economía desarrollada. Los indicadores de demanda de mayor frecuencia apuntan hacia esta dirección. Las ventas minoristas se redujeron, en agosto, un 0,4% intermensual, dejando atrás cuatro meses consecutivos de crecimientos, mientras que las ventas de automóviles siguieron reduciéndose en septiembre.

Mayor dinamismo del consumo privado.

Por lo que se refiere al sector exterior, las exportaciones también perdieron fuerza en agosto, reduciéndose un 0,4% intermen-

sual. Este dato, junto al incremento en el mismo periodo de las importaciones, supuso una disminución, del 7,4%, del superávit de la balanza comercial en agosto respecto al mes anterior. Una cifra que, unida al leve aumento del superávit de julio, anticipa una contribución poco significativa de la demanda externa al crecimiento del PIB en el tercer trimestre.

Esta menor participación del sector exterior en el crecimiento de la economía germana contrasta con su importante papel durante el último ciclo expansivo. Entre el año 2000 y el 2007, cerca de tres cuartas partes del aumento total del PIB alemán fueron explicadas por la demanda externa, dejando en un segundo plano a otros componentes como el consumo privado. Esta dependencia del sector exterior, como se vio más tarde, agravó notablemente la recesión, al colapsarse el comercio internacional.

Parece, sin embargo, que la recuperación ha traído consigo cierto cambio en el pa-

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	0,7	-4,7	-4,4	-2,0	2,0	3,7	-	...	-
Ventas al por menor	0,0	-2,5	-2,6	-2,0	0,8	0,4	2,3	3,0	...
Producción industrial	-0,1	-15,4	-15,0	-8,0	6,0	12,3	11,2	11,0	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	89,8	93,5	96,5	101,7	106,2	106,7	106,8
Tasa de paro (**)	7,8	8,2	8,3	8,2	8,1	7,7	7,6	7,6	7,5
Precios de consumo	2,6	0,4	-0,3	0,4	0,7	1,0	1,2	1,0	1,3
Balanza comercial (***)	195,1	140,2	130,9	129,3	140,5	148,4	148,7	149,5	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

trón de crecimiento alemán, dándole un mayor protagonismo a la demanda interna, y en particular, al consumo. La disminución, desde junio del año pasado, de la tasa de desempleo hasta el 7,5%, y el menor ahorro de las familias alemanas han posibilitado este proceso. Por lo tanto, ante la menor contribución esperada del sector exterior, el dinamismo del consumo privado determinará la evolución del PIB en los próximos trimestres.

Por lo que se refiere a las cuentas públicas, el mayor crecimiento de la economía alemana permitió reducir los gastos del gobierno e incrementar sus ingresos, mejorando el déficit público acumulado entre enero y agosto. Como consecuencia, los principales institutos económicos alemanes han revisado cerca de un punto porcentual sus previsiones de déficit para este año, hasta el 3,8% del PIB (era del 3,0% en 2009). Además, se espera que el desequilibrio presupuestario se sitúe por debajo del 3% en 2011. Ante estas buenas noticias, el ministro de Finanzas, Wolfgang Schäuble, se plantea proponer reformas impositivas, según se había prometido durante la última campaña electoral.

Las fuertes protestas contra la reforma de pensiones enturbian la recuperación francesa

Desde su inicio en el segundo trimestre de 2009, la reactivación de la economía francesa se ha caracterizado por unas tasas de crecimiento suaves. De este modo, tras cinco trimestres de avances, el PIB galo del segundo trimestre de 2010 se encontraba todavía un 2% por debajo del pico alcanzado antes de la crisis. Todo apunta a que este ritmo de crecimiento relativamente moderado se mantendrá en el segundo semestre del año.

Los indicadores de oferta por lo general muestran una situación económica estable. A pesar de que la producción industrial se estancó en el mes de agosto, después de crecer un 0,8% en julio, la mayoría de variables de la actividad fueron más optimistas. Así, según el instituto de estadística francés INSEE, el número de pedidos industriales aumentó en agosto un 0,8%, situando la tasa de crecimiento interanual en el 10,8%. Otro factor positivo fue el hecho de que el número de empresas de nueva creación continuara su evolución al alza de forma que el total aumentó un 26% en

El déficit público se situará por debajo del 3% en 2011.

El Banco de Francia estima un crecimiento del PIB del 0,3% en el tercer trimestre de 2010.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	0,1	-2,5	-2,7	-0,5	1,2	1,7	-	...	-
Consumo de los hogares	-0,3	0,8	0,3	4,2	1,8	0,4	2,4	1,2	...
Producción industrial	-2,7	-12,1	-11,5	-4,6	5,1	7,3	5,6	3,2	...
Tasa de paro (*)	7,8	9,4	9,6	9,8	9,9	9,9	10,0	10,1	...
Precios de consumo	2,8	0,1	-0,4	0,4	1,3	1,6	1,7	1,4	1,6
Balanza comercial (**)	-50,2	-49,0	-45,4	-41,7	-42,3	-44,1	-47,6	-49,3	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Mejora la confianza industrial y del consumidor.

un año. Por lo que respecta al conjunto de indicadores de confianza industrial, éstos muestran también cierta mejoría. A partir de estos datos, el informe de coyuntura del Banco de Francia publicado el pasado 8 de octubre estima un crecimiento de la actividad del 0,3 en el tercer trimestre de 2010 con respecto al periodo anterior.

En esta línea, la ministra de Economía de Francia, Christine Lagarde, anunció que el proyecto de ley de presupuestos para el próximo año maneja unos incrementos del PIB del 1,5% en 2010 y del 2,0% en 2011. La ministra también destacó que el mercado laboral parece haberse estabilizado este año, aunque no descarta algún repunte esporádico del paro. Esta mejoría en los datos del empleo puede explicar en parte el ligero aumento del índice de confianza del consumidor en agosto y septiembre.

Por otro lado, los datos apuntan a que la demanda continuará avanzando a velocidad moderada. Se espera que el consumo de los hogares suba los próximos meses, aunque éste retrocedió en agosto situando la tasa de crecimiento interanual en el 1,2%. Por su parte, en septiembre, sorprendió el repunte del total de matriculaciones que aumentaron un 4,9% durante este mes, rompiendo la tendencia bajista de los últimos meses motivada por la reti-

rada de gran parte de las ayudas para la compra de automóviles.

En cuanto a la inversión, ésta tiende a crecer cuando el índice de utilización de la capacidad productiva sobrepasa su promedio de largo plazo (alrededor de los 80 puntos). Según el informe coyuntural del Banco de Francia, esta variable aumentó en septiembre hasta los 76,8 puntos, continuando así su recuperación, aunque a un ritmo menor. Por lo que respecta al sector exterior, el aumento de las exportaciones fue inferior al de las importaciones en el mes de agosto y ello contribuyó a aumentar el déficit comercial.

En definitiva, las perspectivas son que la actividad francesa prosiga su senda de recuperación paulatinamente a pesar de las fuertes protestas contra la reforma de pensiones, que han paralizado la marcha de algunos de los sectores claves de la economía como el energético.

Italia: los indicadores muestran una ralentización de la economía

La economía transalpina consolidó su recuperación en el segundo trimestre de 2010, con un crecimiento del 0,5% intertrimestral, dejando atrás cualquier duda respec-

La demanda interna avanza lentamente.

La economía italiana crecerá en 2010, tras dos años de recesión.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	-1,3	-5,1	-4,7	-2,8	0,5	1,3	-	...	-
Ventas al por menor	-0,3	-1,6	-1,9	-0,6	-0,3	-0,3	0,5	...	...
Producción industrial	-3,8	-18,2	-17,5	-9,1	3,4	8,1	5,4	9,2	...
Tasa de paro (*)	6,7	7,8	7,9	8,3	8,4	8,5	-	...	-
Precios de consumo	3,3	0,8	0,1	0,7	1,3	1,5	1,7	1,6	1,6
Balanza comercial (**)	-10,0	-10,2	-9,1	-6,6	-7,7	-12,7	-16,9	-18,5	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

to a una nueva recaída. Como consecuencia, el PIB italiano volverá a crecer en 2010, tras dos años consecutivos de contracción. Un incremento que, según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), será del 1,0%. Este dato conlleva, implícitamente, la ralentización de la senda de crecimiento durante la segunda mitad del año.

Hacia esta dirección apuntan los indicadores disponibles de la demanda, que, a pesar de la reducción estimada de la tasa de desempleo en el mes de agosto, muestran un debilitamiento del consumo en el tercer trimestre. Las ventas minoristas se estancaron en julio y agosto respecto al mes anterior, al mismo tiempo que las ventas de automóviles siguieron reduciéndose durante el tercer trimestre a raíz del fin de los incentivos fiscales. Además, el nuevo deterioro de la renta bruta disponible de los hogares durante la primera mitad del año, no invita a esperar grandes avances del consumo privado durante los próximos meses.

Por lo que respecta al comercio exterior, las exportaciones y las importaciones registraron en agosto su mayor crecimiento de los últimos quince años debido, en gran parte, al reducido valor que estas variables registraron un año atrás. Además,

en el caso de las exportaciones, con un crecimiento del 31,5% respecto al mismo mes de 2009, destaca la penetración de los productos italianos en los mercados emergentes, como el chino, donde las exportaciones de agosto crecieron un 60,9% interanual. No obstante, este buen comportamiento de las exportaciones no bastó para neutralizar el aumento de las importaciones, del 38,1% interanual, lo que deterioró el saldo comercial en este mes.

Por el lado de la oferta, la producción industrial italiana creció en agosto un 1,6% intermensual, situándose a niveles similares a los de 2008, aunque lejos de los máximos alcanzados antes de la crisis. El buen comportamiento de los pedidos industriales, que aumentaron un 7,3% intermensual también en agosto, permite anticipar nuevos aumentos de la actividad durante los próximos meses.

Ante las buenas perspectivas económicas, el Tesoro italiano mejoró sus previsiones sobre el déficit para los próximos años, que pasaría del 5,3% en 2009 a situarse en el 2,7% del PIB en 2012, fruto de la importante contracción del gasto público. Un dato que podría ser excesivamente optimista si se tiene en cuenta que las previsiones de crecimiento de la economía tran-

Las exportaciones a países emergentes crecen con fuerza.

El Tesoro italiano espera que el déficit se reduzca hasta el 2,7% en 2012.

El Gobierno británico detalla las medidas de contención del gasto público.

salpina superan, en más de medio punto, su media de crecimiento de los últimos quince años.

El Gobierno del Reino Unido se ajusta el cinturón

El Gobierno británico detalló el 20 de octubre el plan de austeridad, anunciado en su proyecto de presupuestos generales del pasado mes de junio, que busca reducir el déficit desde el 11% del PIB actual al 1,1% en 2015-2016. Para ello, el Gobierno disminuirá el gasto público en 81.000 millones de libras esterlinas en los próximos cuatro años. En el documento se especifica que este recorte se llevará a cabo en gran parte gracias a mejoras de eficiencia y a la reducción de algunas de las ayudas sociales. Sin embargo, los planes de contención no afectan a aquellas partidas que contribuyen al crecimiento a largo plazo, a saber, salud, educación e inversión de capital.

Entre las medidas para reducir el gasto destaca la reducción del empleo del sector público. Así, según las previsiones del

Office for Budget Responsibility, a partir de las cuales se lleva a cabo la elaboración de los presupuestos, el total de funcionarios se reducirá en 490.000 antes del ejercicio 2014-2015. Tal y como se estipuló en el proyecto de presupuestos, otro factor de ajuste importante es el recorte de 11.000 millones en subsidios a las familias con niños, la adquisición de vivienda o los pagos por invalidez. La congelación durante dos años de los salarios de los funcionarios que ganan más de 21.000 libras a partir de 2011-2012 también reducirá el gasto público en 3.300 millones.

Por la parte de los ingresos, además del incremento del IVA del 17,5% al 20% en enero de 2011, se confirma la introducción de una tasa bancaria, del 0,04% en 2011 y del 0,07% en 2012. Ésta se aplicará a entidades financieras que operen en el Reino Unido, ya sean nacionales o extranjeras, y cuyo pasivo supere 20.000 millones de libras sin incluir los depósitos minoristas y el capital *Tier 1*. Aunque la legislación que regula esta tasa no estará disponible hasta finales de 2010, el gobierno estima ingresar 2.500 millones al año con esta medida.

A partir de 2011 se aplicará una tasa bancaria para incrementar los ingresos del Gobierno.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	-0,1	-5,0	-5,4	-3,0	-0,3	1,7	-	...	-
Ventas al por menor	1,7	1,0	2,1	2,7	0,0	1,1	1,6	0,7	0,5
Producción industrial	-3,1	-10,1	-10,4	-5,9	0,3	1,7	2,1	4,2	...
Tasa de paro (1)	2,8	4,7	4,9	5,0	4,9	4,6	4,5	4,5	4,5
Precios de consumo	3,6	2,1	1,5	2,1	3,2	3,4	3,1	3,1	3,1
Balanza comercial (2)	-93,6	-86,8	-84,1	-82,4	-82,8	-85,0	-88,5	-90,5	...
Tipo de interés Líbor 3 meses (3)	5,5	1,2	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	97,6	73,9	83,7	79,1	80,4	78,2	81,5	82,3	81,3

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

(2) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de libras esterlinas.

(3) Promedio del periodo.

(4) Índice ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

FUENTES: OCDE, Banco de Inglaterra, ONS, Comisión Europea y elaboración propia.

Con estas reformas, el Gobierno británico espera aumentar la credibilidad en el cumplimiento de las finanzas públicas siguiendo los consejos de organismos internacionales. En efecto, el artículo de septiembre sobre la situación de la economía británica del FMI valora positivamente su esfuerzo de contención del gasto público. Dicho informe además remarca que el beneficio de reducir el gasto público para disminuir el riesgo de la deuda supera las pérdidas a corto plazo en términos de crecimiento.

Por lo que respecta a la economía británica, las variables de oferta mostraron un comportamiento errático. Mientras la producción industrial aumentó un 0,2% en el mes de agosto, situando su incremento interanual en el 4,2%, las encuestas de confianza industrial experimentaron una ligera bajada en septiembre.

Por otro lado, los indicadores de demanda fueron bastante débiles. Así, tanto el consumo de las familias como la confianza del consumidor retrocedieron en agosto y septiembre. Ello coincide con el freno en el proceso de recuperación del mercado de trabajo ya que el total de parados aumentó en septiembre por segundo mes consecutivo.

Este estancamiento del consumo contrasta con la evolución de los precios. Aunque la inflación en septiembre se mantuvo estable en el 3,1%, este nivel fue superior al promedio de la Unión Europea, cuya tasa se situó en el 2,2%, y superó nuevamente al valor esperado. Además, fueron principalmente el vestido y los alimentos los elementos que ejercieron presión al alza este mes, y no el componente energético. Por tanto, la inflación continúa estando a niveles algo incómodos para la gestión de política monetaria del Banco de Inglaterra por lo que no se descarta una subida

de los tipos de interés antes de lo que quizás sería aconsejable dada la desaceleración de la reactivación de la actividad económica.

Europa emergente: expansión económica con ajuste presupuestario

Tras un excelente primer semestre de 2010, en el que la región se benefició apreciablemente del tirón del ciclo global de expansión industrial, preocupaba que a lo largo de la segunda mitad del ejercicio dicha fuente de actividad perdiese vigor. No en vano, el ciclo de acumulación de existencias tiende a perder dinamismo en la zona del euro y otras economías avanzadas y se temía que este desarrollo fuese la antesala de una ralentización manufacturera generalizada. Los datos de actividad del tercer trimestre permiten alejar estos sombríos pronósticos. La producción industrial se ha acelerado en prácticamente todos los países de Europa emergente hasta agosto, registrando ritmos de crecimiento notables. La buena evolución de los pedidos industriales y el mantenimiento de la confianza de los empresarios en niveles elevados prácticamente garantizan que este tirón se mantendrá en lo que resta de año. Las exportaciones, por su parte, tendieron a acelerarse hasta agosto en todas las economías de la zona.

La consolidación de la recuperación es un factor que aliviará el ajuste fiscal que, en mayor o menor medida, estos países están realizando. Cabe recordar que en Europa emergente, coexisten tres situaciones diferenciadas en materia de saneamiento de las finanzas públicas. Hungría y Rumania han tenido que asumir ajustes presupuestarios bruscos y de calado en 2010 para evitar que su déficit público se disparase más allá de lo que sus compromisos internacionales exigían. Otros, como Eslova-

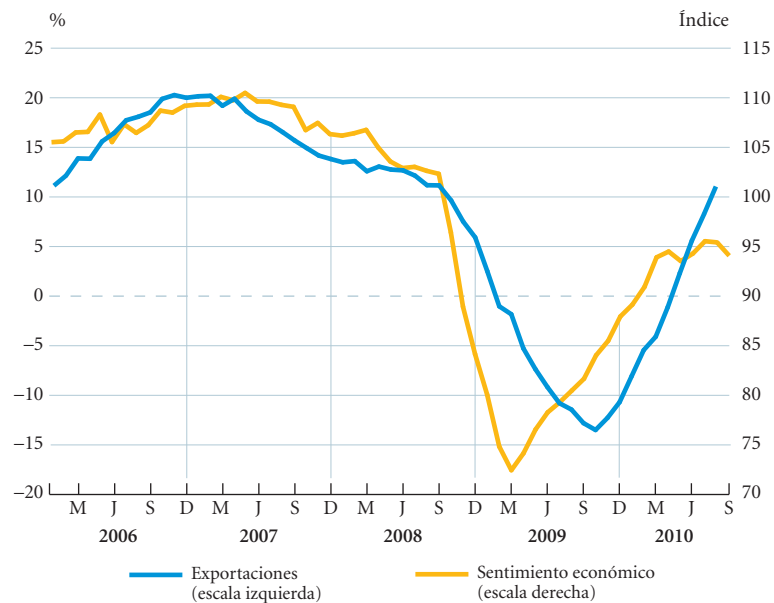
Frena la recuperación del mercado laboral británico.

En Europa emergente, los buenos datos de actividad en el tercer trimestre alivian la preocupación sobre el ciclo.

El tono de la actividad facilita los necesarios procesos de ajuste fiscal.

EUROPA EMERGENTE: LAS EXPORTACIONES APOYAN LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

Indicador de sentimiento económico y variación interanual de las exportaciones (*)



NOTA: (*) Promedio del saldo acumulado de 12 meses de las exportaciones y de los indicadores de sentimiento económico de Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania.

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

Mientras Hungría opta por impuestos específicos sectoriales, Eslovaquia recorta el gasto y sube la imposición indirecta.

quia y la República Checa, se benefician de unos menores desequilibrios macroeconómicos, de manera que han podido diferir el ajuste a 2011 y aprovechar 2010 para consolidar la recuperación. Finalmente, una tercera situación es la de Polonia, que al experimentar un ciclo económico más benigno que el del resto de la región ha podido postergar hasta 2012 medidas realmente sustantivas de control de las finanzas públicas.

Ahora que se van conociendo los detalles de los proyectos de presupuesto para 2011 se constatan las diferentes vías que se están siguiendo. El caso húngaro y eslovaco puede servir para ejemplificar dichas alternativas. En Hungría parece que se va a optar por un aumento de los ingresos fiscales vía impuestos específicos a sectores (junto al ya conocido sobre la banca, en octubre se anunciaron nuevas tasas sobre energía, telecomunicaciones y cadenas

de comercio minorista) y la congelación de ciertas transferencias, como los pagos del presupuesto público al pilar privado obligatorio del sistema de pensiones. Ambas líneas de ajuste equivalen aproximadamente a un 1,9% del PIB.

Un ajuste de similar intensidad, pero de características mucho más ortodoxas, es el que sigue el Gobierno eslovaco. Para alcanzar un ajuste equivalente al 2,5% del PIB, se prevé un aumento de los ingresos que ascenderá al 1,1% del PIB y una disminución de los gastos públicos que sumará un montante del 1,4% del PIB. La mayor recaudación fiscal se obtendrá fundamentalmente del aumento del IVA y del incremento de distintos impuestos especiales.

Además de asistir a la reducción de los déficits públicos en la región, ¿qué nos deparará 2011? De acuerdo con nuestras previ-

En 2011, la región registrará tasas positivas de crecimiento, del orden del 3% en la mayor parte de países.

siones, todas las economías anteriormente mencionadas –Eslovaquia, Hungría, Polonia, la República Checa y Rumania– registrarán tasas positivas de variación del PIB. Por encima del 3% anual crecerán Polonia y Eslovaquia, y apenas inferior a dicha cifra será el crecimiento que esperamos para la República Checa. Hungría, por su parte, se situará en la zona del 2,5%, un ritmo que aproximadamente doblará al de Rumania. En la mayor parte de países, el binomio exportación-existencias que ha dado impulso al crecimiento en 2010, dará paso al formado por exportaciones e inversión.

Este escenario benigno está sujeto a una notable incertidumbre. Una primera preocupación es que el crecimiento económico en la eurozona acabe siendo sensiblemente peor de lo previsto. De producirse esta adversidad, Europa emergente se veía penalizada en forma de una menor aportación de su sector exterior (muy orientado al mercado de los países de la moneda única) y unas entradas de capitales internacionales más reducidas. Dichos flujos comerciales y de capitales, que se han recuperado notablemente en 2010 y para los

que se prevé una aportación importante en el próximo año, son uno de los factores claves que sustentan el escenario de crecimiento antes esbozado. Los capitales extranjeros también podrían retroceder si se produjese un aumento de la aversión al riesgo, ya sea de carácter global, regional o nacional. En este último caso, uno de los aspectos que probablemente incidiría en el sentimiento inversor sería una evolución de las finanzas públicas peor de lo previsto.

Un último factor de riesgo, junto al de ciclo económico y al financiero acabados de mencionar, es el derivado de la situación política. Se trata de un riesgo especialmente palmario en el caso rumano, país en el cual la coalición gubernamental trata de conciliar un esfuerzo de reforma estructural con unos apoyos sociales y políticos mermados. Con todo, ésta no es una problemática exclusivamente de Rumania. Así, por ejemplo, los vaivenes de política económica en Hungría nos recuerdan las dificultades de gobernar una recuperación muy dependiente de fuera de la región.

Persisten riesgos derivados de la dependencia económica y financiera de la eurozona.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Los mercados financieros se mantienen a la espera de las nuevas medidas de expansión cuantitativa de la Fed.

Los bancos centrales capturan la atención de los mercados

El FMI prevé que el crecimiento económico mundial superará el 4% a lo largo de 2010 y de 2011. Este ritmo de expansión sería similar al de los años anteriores a la crisis que se inició en el verano de 2007. Sin embargo, esta cifra agregada esconde realidades muy diferentes. La contribución al PIB mundial de los diferentes bloques de

países no será equilibrada, y descansará principalmente en las economías emergentes, mientras que los países desarrollados registrarán una velocidad notablemente inferior.

Estados Unidos, la tradicional locomotora económica del mundo, es uno de los países que está registrando bajos niveles de inflación y un crecimiento por debajo de su potencial. Además, los indicadores más

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro		Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza	
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	
		Tres meses	Un año						
2009									
Septiembre	1,00	0,75	1,24	0,25	0,29	0,35	0,50	0,54	0,31
Octubre	1,00	0,72	1,24	0,25	0,28	0,33	0,50	0,59	0,34
Noviembre	1,00	0,72	1,23	0,25	0,26	0,30	0,50	0,61	0,32
Diciembre	1,00	0,70	1,25	0,25	0,25	0,28	0,50	0,61	0,35
2010									
Enero	1,00	0,67	1,23	0,25	0,25	0,26	0,50	0,62	0,34
Febrero	1,00	0,66	1,22	0,25	0,25	0,25	0,50	0,64	0,36
Marzo	1,00	0,63	1,21	0,25	0,29	0,24	0,50	0,65	0,28
Abril	1,00	0,66	1,24	0,25	0,35	0,24	0,50	0,68	0,21
Mayo	1,00	0,70	1,26	0,25	0,54	0,25	0,50	0,71	0,13
Junio	1,00	0,77	1,31	0,25	0,53	0,24	0,50	0,73	0,28
Julio	1,00	0,90	1,42	0,25	0,45	0,24	0,50	0,75	0,42
Agosto	1,00	0,89	1,42	0,25	0,30	0,24	0,50	0,73	0,59
Septiembre	1,00	0,89	1,43	0,25	0,29	0,22	0,50	0,73	0,32
Octubre (1)	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23

NOTAS: (1) Día 22.

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

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

recientes señalan que esta situación podría extenderse en el tiempo. La Reserva Federal ha manifestado repetidas veces su gran preocupación por esta situación y su firme voluntad de emplear las herramientas que tiene a su alcance para impulsar la economía. En este contexto, ha cobrado gran trascendencia la reunión que la Fed celebrará los días 2 y 3 de noviembre. La atención de los inversores se centra en el contenido y el tono del comunicado, dado que se espera que en el mismo se anuncie un nuevo paquete de medidas de expansión cuantitativa. El consenso del mercado apunta que la Fed decidirá acometer un nuevo programa de compra de deuda pública, pero de una cuantía inferior al anunciado en 2009 y con una agenda que será abierta y flexible, es decir, sin comprometer fechas ni cuantías como en la ocasión anterior.

Ante este panorama, los tipos interbancarios en dólares permanecen en niveles muy reducidos, y todo indica que en el corto y medio plazo no registrarán modificaciones significativas, principalmente debido a que la liquidez proporcionada por la Fed se incrementará con el previsible nuevo programa de compras de deuda pública.

En el viejo continente, la situación a la que se enfrenta el Banco Central Europeo (BCE) es diferente. Por un lado, la institución observa con satisfacción la progresiva mejora de los mercados de deuda soberana de los países periféricos, a la vez que constata la evidencia creciente acerca de la normalización del mercado interbancario. Por otro lado, el banco emisor se enfrenta a una situación donde la actividad económica de Alemania muestra un fuerte dinamismo, mientras que otros países siguen afrontando importantes obstáculos.

En este escenario, una de las posibilidades que va ganando cuerpo es que el BCE comience a reformular la estrategia diseñada para hacer frente a los problemas de liqui-

dez por los que atravesó la región. Teniendo en cuenta esto, el presidente del Banco Central Europeo, J.-C. Trichet, ha manifestado que la institución mantiene por ahora en funcionamiento todas las facilidades de crédito y el programa de compra de bonos, pero que a comienzos de 2011 evaluará si es oportuno retirarlos. En este sentido, miembros destacados del banco emisor, como por ejemplo el alemán Axel Weber, se inclinan por una temprana retirada de las medidas excepcionales.

La consolidación de la mejoría en los mercados monetarios de la eurozona se ve reflejada en el notable repunte que se ha observado en los tipos euríbor durante los últimos meses. Este movimiento responde a la progresiva superación de la crisis bancaria, hecho que propicia que las entidades financieras dejen de acaparar liquidez, descienda el exceso de reservas en el sistema y, como resultado, se produce un incremento de los tipos de interés interbancarios.

En Asia, y más precisamente en China, el banco central (PBoC) se enfrenta a una situación que, aunque diferente a las que atraviesan Estados Unidos o la eurozona, no está exenta de dilemas importantes. Así, el PBoC decidió subir por sorpresa el tipo de interés de los depósitos a un año (considerado el tipo de interés de referencia), así como el de préstamos, en 25 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%), hasta el 2,5% y 5,56%, respectivamente. Con esta decisión las autoridades manifiestan su determinación de mantener bajo control las expectativas de inflación, las presiones inflacionistas y los precios del mercado inmobiliario.

La deuda pública mira a los bancos centrales

Durante el último mes, los movimientos que se han producido en la deuda pública han venido impulsados, en primer lugar,

El repunte de los tipos interbancarios en la eurozona responde a la mayor normalización del mercado.

China muestra su determinación para mantener contenida la inflación.

Sube el precio de la deuda soberana en Estados Unidos y en Japón por las acciones de sus bancos centrales.

En la eurozona, la deuda pública de los países periféricos ha reducido los diferenciales con Alemania.

por las declaraciones de los bancos centrales, y secundariamente por las novedades en los datos macroeconómicos y presupuestarios.

En el caso de Estados Unidos, las declaraciones del presidente de la Fed, B. Bernanke, apuntando hacia una nueva ronda de expansión cuantitativa por parte de la institución y una presumible compra de bonos, han propiciado un recorte adicional de rentabilidades, concentrado sobre todo en los tramos intermedios (5-7 años). A la expectativa de un incremento de la demanda de *treasuries*, por parte de la Fed, se ha añadido la previsión de una menor oferta relativa en las emisiones para los próximos 12 meses. Efectivamente, el déficit fiscal del año 2010 en Estados Unidos ha sido inferior a lo previsto y la previsible expiración de una serie de reducciones temporales de impuestos ha

rebajado la previsión de déficit fiscal para el año 2011. Estos dos factores han incrementado el precio de la deuda pública en Estados Unidos.

En cambio, la deuda pública europea ha tenido un comportamiento diferente. Así, los bonos de los países centrales de la eurozona –Alemania y Francia– han registrado leves ascensos en los tramos de largo plazo. Por ejemplo, el bono con vencimiento a 10 años en Alemania cotiza una rentabilidad de 2,35% y Francia un 2,70%, 4 y 3 puntos básicos más altos que a finales del mes de septiembre, respectivamente. Más llamativos son los movimientos en los tipos o rentabilidades de los tramos cortos y medios (desde el de 3 meses hasta los 7 años), que han aumentado durante el último mes en unos 20 puntos básicos. Este comportamiento de las rentabilidades se debe a tres factores. En primer lugar, el an-

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Deuda pública a 10 años, final del periodo, en porcentaje anual

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2009								
Septiembre	3,22	3,54	3,81	4,02	3,31	1,30	3,59	1,99
Octubre	3,23	3,53	3,79	4,07	3,38	1,42	3,62	2,02
Noviembre	3,16	3,42	3,75	4,02	3,20	1,27	3,52	1,84
Diciembre	3,39	3,59	3,98	4,14	3,84	1,30	4,02	1,90
2010								
Enero	3,20	3,46	4,12	4,12	3,58	1,33	3,91	2,00
Febrero	3,10	3,40	3,86	4,00	3,61	1,31	4,03	1,90
Marzo	3,09	3,42	3,82	3,98	3,83	1,40	3,94	1,88
Abril	3,02	3,29	4,03	4,02	3,65	1,29	3,85	1,78
Mayo	2,66	2,92	4,26	4,14	3,28	1,27	3,58	1,54
Junio	2,58	3,05	4,56	4,09	2,93	1,09	3,36	1,48
Julio	2,67	2,95	4,21	3,95	2,91	1,07	3,33	1,46
Agosto	2,12	2,47	4,05	3,83	2,47	0,97	2,83	1,13
Septiembre	2,28	2,66	4,12	3,88	2,51	0,94	2,95	1,40
Octubre (*)	2,38	2,77	3,98	3,76	2,53	0,88	2,95	1,49

NOTA: (*) Día 18.

FUENTE: Bloomberg.

tes mencionado empuje de los tipos de interés monetarios a resultas de la reducción del exceso de liquidez. En segundo lugar, la publicación de unos datos económicos en Alemania que han sido mejores de lo esperado. Y tercero, la progresiva reconducción de la crisis de deuda soberana en los países periféricos, que ha permitido deshacer parte de los flujos de «huída hacia la calidad».

Respecto a la deuda pública de los países periféricos de la eurozona, parece que efectivamente se está superando lo peor de la crisis, de manera que ha tenido lugar una acusada reducción de los diferenciales con respecto a la deuda alemana de los bonos griegos, irlandeses y portugueses. Sin embargo, la situación está lejos de una normalización plena, y los diferenciales se mantienen elevados, manifestando que los inversores siguen percibiendo riesgos elevados en esos países.

De cara a los próximos meses, y al compás de los anuncios y actuaciones efectivas que realice la Fed, es previsible que las rentabilidades de la deuda pública en Estados Unidos estén sometidas a una mayor volatilidad y experimenten oscilaciones algo más acusadas de las que hemos visto en lo que llevamos de año. En cualquier caso, la potencial actuación de la Fed supone un factor poderoso que contendrá y limitará eventuales tendencias sostenidas al alza en las rentabilidades. Para que esto tenga lugar, será preciso que la perspectiva de recuperación económica y el alejamiento del riesgo de deflación se consolide a ojos de los inversores y del banco central. Por su parte, la deuda soberana del núcleo de la eurozona también es previsible que mantenga los niveles actuales por una temporada, para emprender a lo largo del año venidero una suave tendencia alcista. En cuanto a la deuda de los países periféricos, lentamente se irán reduciendo los diferenciales con respecto a Alemania, aunque puedan producirse perturbaciones puntuales.

Turbulencias en los mercados de divisas

Discurridos más de tres años desde el estallido, en agosto de 2007, de la crisis actual, algunos países están sucumbiendo a la tentación de aplicar directa o indirectamente medidas de naturaleza proteccionista. Si al principio de la crisis se recordó y se asumió el mal resultado obtenido por ese tipo de políticas durante la depresión de los años treinta, a medida que ha ido transcurriendo el tiempo algunos gobiernos parecen haber olvidado aquella lección y con sus decisiones están provocando ciertas fricciones comerciales.

La expectativa de la puesta en marcha de un nuevo programa de expansión cuantitativa por parte de la Fed y las reticencias de las autoridades chinas para apreciar su divisa están en la base de las turbulencias en los mercados de divisas.

Ante el riesgo de aumento de las tasas de paro, algunos países orientados eminentemente a la exportación han intervenido en los mercados de cambios, con diferentes tipos de medidas, para evitar una pérdida de competitividad como consecuencia de la apreciación de sus divisas. La prensa financiera ha denominado esta situación como la «guerra de las monedas», debido a que éstas se han convertido en las balas de la contienda. Varios organismos supranacionales, entre ellos el Fondo Monetario Internacional, han recordado que los países deben luchar contra la tentación de adoptar políticas proteccionistas que, pudiendo ser atractivas a corto plazo, acaban siendo perniciosas para el crecimiento mundial.

Así por ejemplo, el ministerio de Finanzas japonés ordenó al Banco de Japón intervenir a finales de septiembre en el mercado de divisas, vendiendo yenes y comprando dólares para evitar la apreciación de la moneda nipona. Sin embargo, el impacto en los mercados ha sido modesto, pues el

Es previsible que las rentabilidades de la deuda pública de Estados Unidos estén sometidas a una mayor volatilidad.

Los anuncios de la Fed y las autoridades chinas han creado tensión en los mercados de divisas.

Las fricciones comerciales se traducen en un aumento de la volatilidad en los mercados de divisas.

La divisa china sigue concentrando todas las miradas tras el buen dato de acumulación de reservas.

Ante este panorama, varios gobiernos solicitan que la situación en el mercado de divisas se trate en la próxima cumbre del G-20.

15 de octubre un dólar se cambiaba por 80,88 yenes, más apreciado que cuando se produjo la intervención. Este nivel está muy cercano al récord, desde la Segunda Guerra Mundial, de 79,75 yenes por dólar, alcanzado en el mes de abril de 1995.

Pero en el centro de todas las miradas está China y su divisa. En su reciente viaje a Europa, el primer ministro chino, Wen Jiabao, explicó que las presiones a su país con respecto a este tema son contraproducentes, pues una mayor apreciación del renminbi provocaría que las empresas chinas entraran en pérdidas, dados sus ajustados márgenes, lo que crearía un problema global aún mayor. Sin embargo, la publicación del elevado dato de acumulación de reservas internacionales por parte de China proporcionó un argumento a los que sostienen que la divisa china está depreciada artificialmente.

En cualquier caso, la lista de países que han intervenido en el mercado de divisas

es más extensa. Por ejemplo, Brasil anunció el 18 de octubre la segunda subida en dos semanas en el impuesto cobrado a los extranjeros que invierten en renta fija (del 4% al 6%), con lo que pretende frenar la apreciación del real. Adicionalmente, el banco central de Brasil ha intensificado la compra de dólares. El ministro brasileño de Hacienda, Guido Mantenga, declaró que el Gobierno estudia implementar otras medidas para contener el alza del real, aunque no desveló ningún detalle sobre las mismas.

Debido a la situación actual, varios gobiernos han solicitado oficialmente que la situación en el mercado de divisas sea tratada en la próxima cumbre del G-20, que se celebrará en el mes de noviembre en Corea del Sur. Con toda probabilidad así sucederá, y los acuerdos, posiblemente no formales ni oficiales, que se alcancen serán un elemento básico para evitar inestabilidades cambiarias y comerciales severas.

LA INTERVENCIÓN DEL BANCO DE JAPÓN EN SEPTIEMBRE NO TUVO EFECTOS DURADEROS

Evolución de la cotización del dólar-yen



FUENTE: Bloomberg.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

18-10-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2009	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	81,2	-5,5	-14,5	-11,5
Libra esterlina	0,630	2,1	-1,9	-3,4
Franco suizo	0,962	-4,5	-7,7	-5,2
Dólar canadiense	1,019	-0,9	-3,3	-0,9
Peso mexicano	12,481	-2,3	-4,9	-3,7
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,388	-6,2	3,1	7,3
Yen japonés	112,7	0,7	-18,2	-20,3
Franco suizo	1,334	1,6	-11,2	-13,4
Libra esterlina	0,874	3,9	-1,4	-4,2
Corona sueca	9,279	1,4	-10,5	-11,6
Corona danesa	7,457	0,1	0,2	0,2
Zloty polaco	3,922	-0,5	-4,6	-6,2
Corona checa	24,53	-0,4	-7,8	-5,0
Forint húngaro	275,7	-1,8	1,9	4,1

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

FUENTE: Bloomberg.

Los mercados de renta fija privada mantienen su comportamiento positivo

La evolución de la renta fija privada mantiene un tono muy positivo. En las últimas semanas esta tendencia alcista se ha visto reforzada por la expectativa de un incremento de liquidez monetaria por parte de varios bancos centrales, entre ellos la Fed, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón. Dicho incremento de la liquidez bien podría dirigirse hacia el mercado de renta fija privada, dado que proporciona rentabilidades más altas que la deuda soberana en un contexto en el que la mayoría de compañías, con tamaño suficiente para poder acudir a los mercados de capitales, están anunciando buenos resultados empresariales.

Efectivamente, el ciclo económico juega a favor y el beneficio de las empresas se ha

recuperado con notable rapidez; ambos factores y el escaso esfuerzo inversor de las compañías están dando pie a un crecimiento intenso del flujo de caja, de manera que la ratio de liquidez sobre endeudamiento de las grandes empresas globales ha alcanzado un nivel elevado en términos históricos.

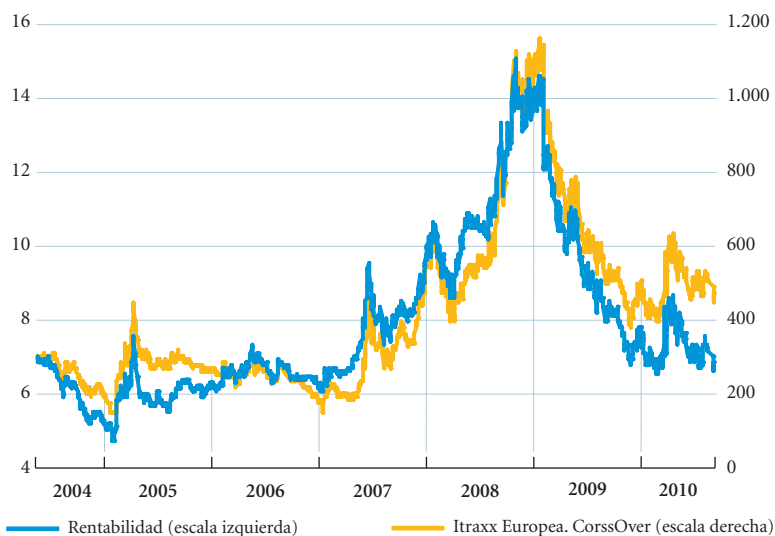
En este entorno, las empresas de gran y medio tamaño aprovechan los bajos tipos de interés en los mercados de capitales para refinanciar su endeudamiento a niveles muy atractivos. Si durante el año 2009 fueron las compañías con elevados *ratings* crediticios las que pudieron aprovechar las mejoradas oportunidades, este año esta posibilidad se ha extendido a compañías con perfiles crediticios menos fuertes. Esto queda reflejado en el incremento histórico de los volúmenes de emisiones de bonos corporativos, así como en los reducidos tipos de interés de numero-

Se mantiene el buen tono en el mercado de renta fija privada.

El potencial incremento de liquidez y los buenos resultados empresariales siguen favoreciendo a los bonos corporativos.

SIGUEN REDUCIÉNDOSE LOS DIFERENCIALES Y RENTABILIDADES DE LA RENTA FIJA HIGH YIELD

Diferencial en puntos básicos y rentabilidad en porcentaje del Itraxx 5 años en la eurozona



FUENTE: Bloomberg.

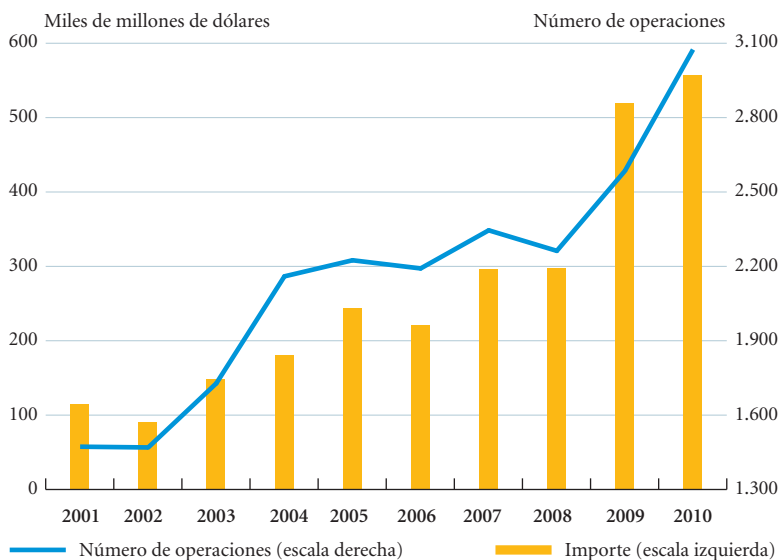
Las empresas que pueden emitir deuda han conseguido refinanciar su endeudamiento a niveles muy atractivos.

sas emisiones, que han caído en algunos casos a mínimos históricos según segmentos económicos.

¿Pero hasta dónde pueden seguir mejorando las condiciones financieras en los mercados de renta fija privada? A medio plazo,

LOS INVERSORES DEMANDAN BONOS EMERGENTES

Emisiones de bonos emergentes. Importe y número de operaciones



NOTA: Desde inicio de año hasta el 15 de octubre.
FUENTE: Bloomberg.

todo apunta a un tono global positivo por la continuidad de los factores anteriormente expuestos, y además porque aunque las rentabilidades de numerosos sectores ya están en mínimos históricos, los diferenciales de crédito todavía ofrecen margen de estrechamiento a medio y largo plazo. No obstante, en algunos segmentos del mercado de bonos corporativos (en particular de emisores *high yield*) se perciben ciertos excesos, en forma de volúmenes de emisión y de negociación anormalmente elevados, deterioro de las ratios de deuda del emisor y reducciones de *spreads* muy rápidas, hasta el punto de que sea cuestionable que estén recogiendo adecuadamente los importantes riesgos que todavía se ciernen sobre las perspectivas económicas.

Las bolsas avanzan sigilosamente

Los principales índices bursátiles han seguido comportándose de manera irregular y dispar en octubre, dentro del patrón de amplias oscilaciones y tenues tendencias que han mostrado a lo largo de este año. A pesar de esta circunstancia, el balance final del mes ha sido positivo para la mayoría de los mercados de renta variable. En este sentido, cabe destacar que los mercados de las economías emergentes, seguidos de los norteamericanos, están experimentando una evolución más sólida y consistente que la que se observa en Europa.

Dos factores han influido sobre el peor comportamiento relativo de la renta variable europea. El primero se deriva de la crisis de deuda soberana, que aunque se vaya superando deja secuelas en forma de lento crecimiento y restricciones sobre los sectores más dependientes de los presupuestos públicos. El segundo ha sido la apreciación del euro contra el dólar, dado que en los índices europeos tienen elevada presencia compañías con un fuerte componente exportador.

En cualquier caso, el escenario actual contiene varios elementos favorables para la renta variable global. En primer lugar, las expansivas políticas monetarias. Segundo, gracias a la importante aportación de los emergentes, los datos macroeconómicos publicados este otoño han sido mejor de lo previsto por el consenso de economistas, alejando la posibilidad de una recaída en recesión. Tercero, poco a poco la confianza de los inversores se va recuperando. Uno de los indicadores que mejor reflejan la menor aversión al riesgo es precisamente la reducción de la volatilidad en los mercados de renta variable. Efectivamente, la moderación de las primas de riesgo se traduce en un aminoramiento de la vulnerabilidad de los mercados, propiciando un entorno de inversión más atractivo en términos de rentabilidad frente a otros activos como la deuda pública.

Desde el punto de vista corporativo, el mes de octubre ha estado protagonizado por el comienzo de la publicación de los resultados empresariales del tercer trimestre. En el caso de Estados Unidos este es un periodo crítico para tomar el pulso a la recuperación y a la situación de las empresas: tras seis trimestres consecutivos de revisión al alza de las estimaciones de beneficios, el consenso de analistas moderó entre julio y septiembre la cifra prevista de crecimiento de las ganancias. Los analistas justificaban estas decisiones en base a los datos macroeconómicos publicados durante el verano, que indicaban un freno en la recuperación económica. Este miedo era compartido por los organismos supranacionales y gestores de política económica. Sin embargo, los anuncios de resultados empresariales han empezado con una nota muy positiva. Como ejemplo puede citarse el índice S&P 500, en el que el 79,1% de las empresas que han anunciado sus beneficios trimestrales han batido los pronósticos de los analistas de bolsa.

Prosigue la tendencia de aumento de deuda de empresas en países emergentes.

La renta variable norteamericana está mostrando mejor comportamiento que la europea.

Las expectativas de crecimiento económico dan soporte a los mercados bursátiles.

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

25-10-2010

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	10.978,6	2,1	5,3	9,3
<i>Standard & Poor's</i>	1.165,9	2,0	4,6	6,9
<i>Nasdaq</i>	2.437,0	3,4	7,4	12,6
Tokio				
	9.381,6	-2,5	-11,0	-9,2
Londres				
	5.711,1	1,9	5,5	8,9
Zona del euro				
<i>Fráncfort</i>	2.838,1	1,3	-4,3	-3,0
<i>París</i>	6.498,2	3,2	9,1	11,8
<i>Ámsterdam</i>	3.806,8	0,5	-3,3	-1,7
<i>Milán</i>	338,6	-0,4	1,0	4,2
<i>Madrid</i>	21.331,7	2,8	-8,2	-12,0
<i>Zúrich</i>	10.873,2	1,2	-8,9	-7,8
<i>Hong Kong</i>	6.476,4	0,2	-1,1	0,8
<i>Buenos Aires</i>	23.556,5	7,2	7,7	5,2
<i>São Paulo</i>	2.727,9	7,7	17,5	21,5
	69.863,6	2,5	1,9	7,0

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

FUENTE: Bloomberg.

De cara a los próximos meses, y bajo la premisa de progresiva mejora del escenario macroeconómico global, las previsiones para la renta variable son positivas. Entre los elementos que darían soporte a una tendencia alcista cabe destacar la posibilidad de nuevas medidas de inyección de liquidez por parte de algunos bancos centrales, el aumento de los flujos de capital hacia los activos de riesgo (con especial

preferencia por los mercados emergentes), los buenos resultados empresariales, y finalmente, la intensificación de la actividad de fusiones y adquisiciones corporativas. No obstante, noticias relativas a perturbaciones en mercados de divisas, así como decisiones excepcionales e inesperadas de política monetaria podrían en el corto plazo generar ajustes a la baja.

Inversiones saludables: el sector de la salud en los mercados bursátiles

A lo largo de los últimos años el gasto en sanidad⁽¹⁾ de los países de la OCDE ha ido ganando importancia en el conjunto de sus economías, y últimamente los países emergentes se han sumado a la tendencia. Dada la perspectiva de continuidad de los factores básicos que le dan sustento, cabe esperar que esta evolución se prolongue a medio y largo plazo.⁽²⁾ No obstante, la crisis económica mundial está generando en estos momentos un serio obstáculo en forma de recortes presupuestarios de los gobiernos. Ante estas dinámicas, un ámbito que cobra relevancia es el análisis del sector desde su faceta financiera, y en concreto su presencia en los mercados bursátiles: ponderación, composición, perfil rendimiento-riesgo, evolución y perspectivas.

La capitalización relativa de las empresas de salud en los mercados bursátiles se ha quedado, por lo general, rezagada respecto al peso total del sector en el PIB. El caso de España es especialmente destacado, con sólo una compañía presente en el índice Ibex-35. De hecho, para el conjunto de países del área euro, que comparten características sociales e institucionales similares, la ponderación es relativamente baja. La cifra aumenta cuando se consideran también países como Suiza y Reino Unido, sedes de poderosas firmas farmacéuticas. Pero es en Estados Unidos donde la presencia bursátil del sector de la salud exhibe su máxima expresión, tanto en ponderación total como en diversidad de subsectores y modelos de negocio de las empresas. En gran medida esto responde a las diferencias institucionales en la provisión y producción de este tipo de servicios: preponderante presencia de la administración pública en Europa frente al protagonismo de la empresa privada en Estados Unidos. Por su parte, en los países emergentes el peso total es todavía relativamente modesto, aunque en rápida expansión.

Habitualmente se identifica el sector de la salud con la industria farmacéutica, debido a la notoriedad y tamaño que alcanzan las grandes compañías a través de las ventas de los denominados *blockbusters* (medicinas con ventas superiores a 1.000 millones de dólares anuales). En los principales índices bursátiles globales referenciados al sector, las compañías farmacéuticas representan aproximadamente el 70% del total. El resto de compañías relacionadas con la salud está integrado, con mayor o menor peso, por biotecnológicas, empresas de equipamientos médicos, aseguradoras de salud, proveedoras de servicios médicos (gestoras de hospitales, ambulancias, etc.), y de suministros sanitarios (como productos para los análisis, jeringuillas, etc.). De igual manera, una dimensión muy importante a tener en cuenta en este sector es la división geográfica, con Estados Unidos dominando con holgada

(1) En el texto se consideran asimilables los términos salud y sanidad, y se emplean indistintamente.

(2) Véase el resto de recuadros de este volumen.

amplitud el espectro de compañías, alcanzando unas ventas totales sólo en medicamentos de 80.000 millones de dólares en 2009. En segundo lugar se sitúan las empresas europeas, para las cuales la normativa sobre tarificación de los medicamentos (a través de la cual los gobiernos tienen el control vía precios de reembolso) limita la capacidad de actuación y de rendimiento de las inversiones. Recientemente, ya en la última década, se ha dado cabida a la industria farmacéutica de países emergentes, como India y China, donde el ritmo de las ventas presenta un acelerado crecimiento.

PESO RELATIVO DEL SECTOR DE LA SALUD EN LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES

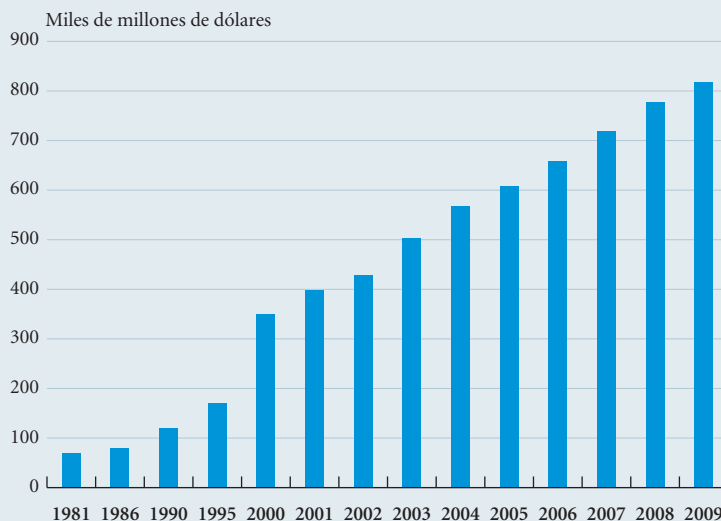
Datos a 15 de octubre de 2010, en porcentaje

	IBEX 35	Índice Gral. Madrid	Euro Stoxx	Europe Stoxx 600	S&P 500	NIKKEI 225	Shanghai Composite	Bombay 500
Salud Total	0,51	0,91	3,98	9,4	11,06	9,56	2,68	4,37
Farma y biotecnología	0,51	0,87	2,91	8,35	7,59	6,8	2,61	4,21
<i>Farma</i>	–	0,51	2,66	8	6,16	<i>n.d.</i>	2,5	4,11
<i>Biotecnología</i>	0,51	0,36	0,24	0,35	1,43	<i>n.d.</i>	0,11	0,09
Equipo y servicios	–	0,04	1,07	1,36	3,47	2,76	0,07	0,16
<i>Equipos médicos</i>	–	0,02	0,04	0,5	1,28	<i>n.d.</i>	0,03	<i>n.d.</i>
<i>Servicios de salud</i>	–	0,02	0,62	0,3	1,61	<i>n.d.</i>	0,01	<i>n.d.</i>
Suministros	–	–	0,41	0,26	0,58	<i>n.d.</i>	0,03	<i>n.d.</i>

FUENTE: Bloomberg.

VENTAS GLOBALES DEL SECTOR FARMACÉUTICO

1981-2009



FUENTE: IMS Health.

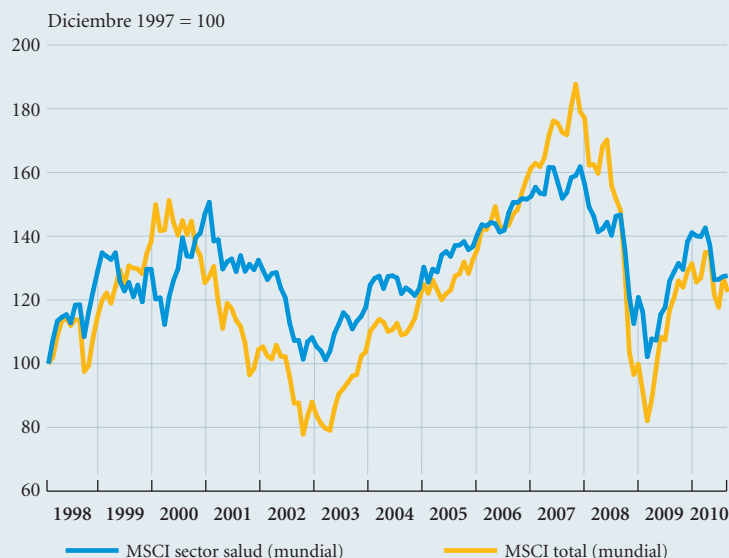
En términos de caracterización bursátil, el sector de la sanidad tradicionalmente se ha identificado como un sector relativamente defensivo, en el sentido de que en épocas de crisis económica sigue ofreciendo perspectivas de crecimiento sostenible, retornos del capital atractivos para los inversores y un riesgo moderado (con la excepción de segmentos como el de las biotecnológicas). Los aspectos sobre los que se apoya esta impronta son de una parte la perspectiva de un aumento estable de la demanda independientemente del ciclo económico, y de otra, el limitado papel del sector público en el proceso de investigación y desarrollo de nuevos medicamentos (especialmente en el mercado norteamericano).

La valoración de estas compañías es compleja y debe incorporar múltiples consideraciones. Bajo la premisa de lograr niveles de crecimiento sostenido, las compañías, en particular las farmacéuticas occidentales, tienen que hacer frente hoy en día a los efectos negativos sobre sus márgenes e ingresos de la ralentización de la economía y de los ajustes en los presupuestos de los gobiernos, que constituyen agentes fundamentales en la provisión de servicios de salud. Adicionalmente, deben gestionar algunos aspectos críticos que hacen singular a este sector. En primer lugar, el envejecimiento de la cartera de productos y la aproximación del final de vigencia de numerosas patentes. En segundo lugar, la acentuación de riesgos inherentes al sector, entre los que destacan la obtención de licencias de las autoridades sanitarias y los obstáculos administrativos. En tercer lugar, los cambios regulatorios impuestos por algunos gobiernos sobre la comercialización de los productos y servicios sanitarios (por ejemplo la reciente ley de reforma de la sanidad impulsada por la administración Obama en Estados Unidos).

Ante estas dificultades, las compañías tratan de dar respuesta buscando nuevas alternativas de crecimiento y creación de valor para el accionista, a través en primer lugar de la investigación y desarrollo de nuevos medicamentos y la mejora de procesos clínicos. La entrada en los países emergentes es también una vía prometedora de expansión, aunque problemática. Otro frente relevante, con capacidad para incidir rápidamente en la cotización

SECTOR SALUD EN BOLSA: UNA EVOLUCIÓN CÍCLICA MÁS SUAVE

Evolución bursátil del sector de la salud global

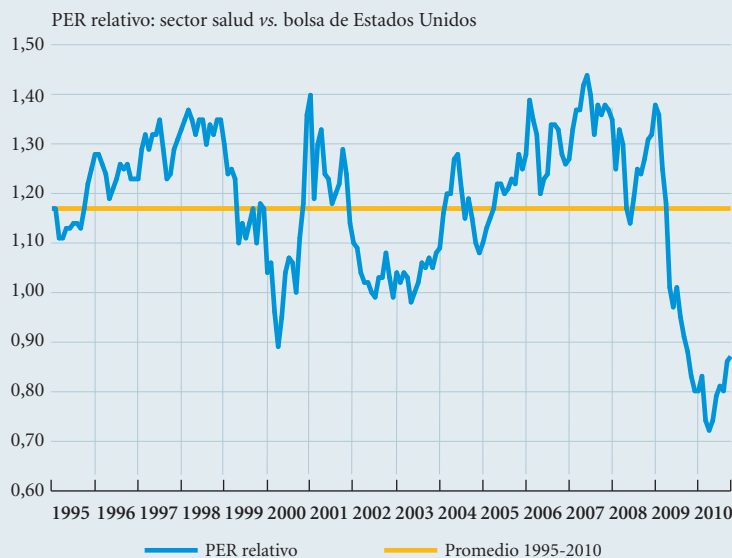


FUENTE: Bloomberg.

de las compañías de salud en los mercados bursátiles, son las operaciones de fusiones y adquisiciones. En la persecución de crecimiento sostenido, la combinación de empresas es una de las alternativas más utilizadas. Actualmente en el mercado se están identificando una serie de aspectos que propician la realización de esta clase de operaciones corporativas. Primero, las ventajas en forma de eficiencia, sinergias y diversificación de riesgos que se derivan de la convergencia de fabricantes de productos bajo patente con productores de genéricos y biotecnológicas. Segundo, el aumento de las posibilidades de inversión en las economías emergentes si se dispone de suficiente escala. Tercero, la valoración actual de las compañías farmacéuticas es baja en relación con el promedio histórico, lo cual hace más atractivas las operaciones financieras con relación a los precios negociados en el pasado.

Ciertamente, el comportamiento bursátil de las empresas de salud no se ha desmarcado de los pobres registros que han caracterizado al conjunto de la renta variable global en los últimos años; pero sin embargo sus beneficios han tenido una evolución notablemente superior, de manera que su valoración relativa ha ganado atractivo. Una vez los desafíos existentes a corto plazo queden superados gracias a la capacidad de adaptación que están mostrando las empresas, es de esperar que las palancas sobre las que se viene apoyando el crecimiento tendencial del sector (investigación y desarrollo, demografía, globalización y aumento de la renta y la riqueza) supongan también un impulso de las ventas, los beneficios y, posiblemente,⁽³⁾ las cotizaciones del conjunto del sector.

EL SECTOR SE MUESTRA ATRACTIVO EN TÉRMINOS DE VALORACIÓN



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

(3) Diversos estudios han mostrado que, aunque conocidos, factores cuya incidencia se extiende a largo plazo no se incorporan o descuentan completamente en las cotizaciones de cada momento, lo cual brinda la posibilidad de obtener rendimientos anormales. Véase, por ejemplo, DellaVigna, Stefano y Joshua Pollet, *Demographics and Industry Returns*, The American Economic Review, Diciembre 2007.

*Este recuadro ha sido elaborado por Beatriz Villafranca
Departamento de Mercados Financieros, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Actividad económica

La actividad económica muestra signos de reflujo en el tercer trimestre

La recuperación económica, que se acentuó en la primera mitad del ejercicio y anotó dos trimestres consecutivos de crecimiento, parece que se tomó una pausa en el tercer trimestre. Los indicadores disponibles apuntan a una desaceleración tanto del consumo como de la inversión después del impulso de las compras en el segundo trimestre ante la subida de los tipos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en el mes de julio. La contrapartida de esta anticipación, junto con la progresiva retirada de los estímulos económicos, ha motivado un cierto reflujo en el tercer trimestre. Así, en los meses veraniegos el indicador de sentimiento económico se

colocó ligeramente por debajo del nivel de junio.

El consumo flojeó en general en la estación cálida. Las ventas minoristas, sin incluir los vehículos, bajaron el 2,3% interanual en el periodo julio-agosto. Mayor fue la caída de las ventas de automóviles, afectadas por el agotamiento de las ayudas directas a la compra, que registraron un descenso interanual del 25,0%, en contraste con una subida anual del 35,3% en el segundo trimestre. De este modo, las ventas de coches regresaron a niveles de 1995. Sin embargo, la producción de bienes de consumo aumentó el 1,0% en los dos primeros meses del tercer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, si bien esta tasa supone 1,5 puntos menos que en

El impulso derivado de la anticipación de compras por la subida del IVA, tiene su contrapartida en el tercer trimestre.

Las ventas minoristas y las de coches descienden, pero mejora la confianza de los consumidores en agosto y septiembre.

EL CONSUMO DE ELECTRICIDAD SE MODERA

Variación interanual del consumo de electricidad



NOTA: Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.
FUENTE: Red Eléctrica Española.

Animación de las transacciones de viviendas ante la supresión parcial de la desgravación fiscal en 2011.

el trimestre precedente. Por otra parte, la confianza de los consumidores mejoró en agosto y septiembre, aunque se hallaba por debajo de la media histórica.

Respecto a la inversión en bienes de equipo, la producción de bienes de capital se redujo el 5,9% en julio-agosto con relación al mismo periodo del año anterior. Asimismo, las matriculaciones de camiones cayeron el 9,3% interanual en el tercer trimestre. No obstante, las importaciones de bienes de equipo se incrementaron el 13,6% interanual en julio-agosto.

Por lo referente a la inversión en construcción, un indicador adelantado como el consumo aparente de cemento disminuyó el 13,6% en el tercer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, 1,5 puntos más que en el segundo trimestre. En el sector residencial prosigue el ajuste, dado que el número de viviendas terminadas todavía fue superior a las compraven-

tas de casas nuevas en el segundo trimestre. El elevado nivel de existencias de viviendas sin vender continúa presionando los precios a la baja, los cuales descendieron el 3,4% en el tercer trimestre respecto al mismo periodo del año anterior, según los datos del Ministerio de Vivienda. Este descenso de los precios, los bajos tipos de interés y la perspectiva de la eliminación de la desgravación de la compra de la vivienda a partir de 2011 para los contribuyentes con base imponible superior a los 24.170 euros están animando las transacciones en los últimos meses, que se elevaron el 29,6% interanual en agosto.

Desde el lado de la oferta, la producción industrial aminoró su ritmo de crecimiento interanual hasta el 0,5% en los dos primeros meses del tercer trimestre y en septiembre seguramente fue afectada por la jornada de huelga general del día 29. El consumo de electricidad confirma esta deceleración. No obstante, el indicador de confianza en

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	-4,7	-8,2	-8,6	-1,7	0,4	2,5	-0,5	3,1	...
Importación de bienes de consumo (**)	-7,7	-6,1	-3,4	3,7	-10,8	2,8	-13,4	-11,9	...
Matriculaciones de automóviles	-28,1	-17,9	-0,6	29,3	44,5	35,3	-24,1	-23,8	-27,3
Crédito al consumo de bienes duraderos	3,6	-11,5	-10,8	-9,1	-5,6	-9,6	-	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-33,8	-28,3	-20,7	-20,0	-18,2	-22,9	-26,0	-20,0	-19,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-8,8	-22,1	-20,2	-10,3	-2,4	-1,7	-3,8	-9,9	...
Importación de bienes de equipo (**)	-19,6	-27,0	-23,4	-16,9	-1,2	13,0	15,8	11,1	...
Matriculación de vehículos industriales	-43,6	-40,0	-30,8	-7,8	8,5	24,2	-7,6	-9,4	-11,4
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	-4,9	-17,5	-13,4	-0,7	10,4	18,1	11,2	7,0	...
Exportaciones	1,9	-9,8	-9,6	4,3	17,4	14,9	9,0	19,7	...

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

(**) En volumen.

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

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

la industria mejoró ligeramente en el tercer trimestre respecto a los anteriores.

En cuanto a los servicios, en agosto la cifra de negocios subió el 0,8% interanual en términos homogéneos de calendario, pero la variación fue dispar por ramas. El comercio, el transporte y las actividades profesionales, científicas y técnicas registraron crecimientos anuales, mientras que las actividades administrativas y servicios auxiliares, información y comunicaciones y hostelería anotaron descensos en su facturación. No obstante, la estimación del valor añadido del sector turístico en el tercer trimestre arroja un moderado crecimiento.

A pesar de los signos de deterioro económico en el tercer trimestre, hay señales de un fondo de mayor dinamismo económico. Así, en agosto se crearon 4.850 nuevas sociedades mercantiles, el 4,0% más que un año antes, con un sustancial aumento del capital medio suscrito. El número de sociedades mercantiles disueltas en el mes fue de 981, con una tasa de variación interanual inferior, del 0,2%.

De este modo, prevemos que superado el bache del tercer trimestre, prosiga el relanzamiento económico. No obstante, en el conjunto de 2010 ciframos la variación anual del PIB en el -0,3%. En el próximo

Moderado crecimiento del sector turístico.

Mayor dinamismo en la creación de empresas.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009		2010					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	
Industria										
Consumo de electricidad (1)	0,5	-4,3	-2,1	-1,4	2,8	4,4	3,3	1,7	1,0	
Índice de producción industrial (2)	-7,3	-15,8	-14,6	-5,6	0,3	2,9	-0,1	1,4	...	
Indicador de confianza en la industria (3)	-18,0	-31,2	-29,0	-24,1	-20,1	-14,4	-14,0	-13,0	-14,0	
Utilización capacidad productiva (4)	80,1	71,2	69,8	70,6	69,5	71,8	73,9	-	-	
Importación bienes interm. no energ. (5)	-0,7	-21,6	-17,1	0,1	26,9	28,4	26,4	...	...
Construcción										
Consumo de cemento	-23,8	-32,3	-24,3	-16,7	-18,7	-12,0	-15,1	-10,0	-15,1	
Indicador de confianza en la construcción (3)	-22,6	-30,6	-26,3	-24,5	-24,9	-24,3	-31,0	-29,0	-24,0	
Viviendas (visados obra nueva)	-59,4	-58,1	-52,4	-45,5	-24,4	-10,3	-21,6	...	...
Licitación oficial	3,0	-8,2	-1,4	-17,0	-50,5	-10,9	-51,8	...	...
Servicios										
Ventas comercio minorista (6)	-6,0	-5,4	-4,5	-2,7	0,7	-0,2	-2,2	-2,5	...	
Turistas extranjeros	-2,5	-8,8	-7,7	-3,5	0,3	-3,1	4,5	4,0	...	
Ingresos turismo	-0,4	-9,0	-9,2	-5,5	0,2	0,4	6,3	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-7,7	-28,4	-32,4	-7,7	4,5	20,9	18,1	12,4	...	
Tráfico aéreo pasajeros	-3,0	-8,0	-5,0	-0,8	3,5	-0,6	3,6	3,6	5,6	
Consumo de gasóleo automoción	-3,8	-5,1	-3,0	-2,0	-0,5	-0,7	-3,9	...	...

NOTAS: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

(4) Encuesta de Coyuntura: porcentaje de utilización inferido de las respuestas.

(5) En volumen.

(6) Índice (sin estaciones de servicio) deflactado y corregido del efecto calendario.

FUENTES: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Prevedemos un descenso del PIB del 0,3% en 2010 y un crecimiento del 0,7% en 2011.

año la expansión económica probablemente será gradual dado el proceso en marcha de corrección de los desequilibrios acumulados y la política fiscal restrictiva. Así, prevemos un aumento anual del PIB del 0,7% en 2011.

Recuperación de los excedentes empresariales, pero insuficiente para crear empleo neto

Es interesante el análisis de las cuentas de las empresas para valorar su ajuste y la capacidad de inversión ante la nueva fase del ciclo económico. Los datos de la Central de Balances del Banco de España corroboran que en el primer semestre de 2010 se salió de la recesión, pues el valor añadido generado por las empresas de la muestra subió el 6,4% en relación con el mismo periodo de 2009, frente a una caída del 13,7% un año antes. No obstante, en general las empresas siguieron reduciendo sus plantillas. Ello, junto con una mayor contención de los salarios, permitió que los gastos de personal disminuyeran el 1,6% respecto a la primera mitad del año pasado.

De esta forma, el resultado económico bruto de explotación mejoró apreciablemente y aumentó el 14,0% con relación a los seis primeros meses de 2009, lo que contrasta con el fuerte descenso de doce meses antes. Los bajos niveles de tipos de interés, junto con la estabilización del endeudamiento, propiciaron que bajasen tanto los gastos como los ingresos financieros. Sin embargo, estos últimos lo hicieron con mayor intensidad a causa de menores dividendos percibidos. Así, el resultado ordinario neto creció un poco menos que el excedente bruto, el 9,3% interanual. No obstante, las menores operaciones atípicas y los mayores pagos por impuestos motivaron que el resultado del ejercicio todavía cayera, el 2,6% respecto a enero-junio de 2009.

El rendimiento del activo neto fue del 5,3% en el primer semestre de 2010, 3 décimas más que en el año previo. Por su parte, la rentabilidad de los recursos propios se incrementó en 6 décimas hasta el 7,0%. De este modo, ya se aprecia una recuperación de los excedentes, si bien hasta el momento ha sido insuficiente para generar empleo.

La rentabilidad de los recursos propios de las empresas no financieras sube medio punto.

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual

	2009	Primer semestre	
		2009	2010
Valor de la producción	-11,7	-19,1	16,1
Consumos intermedios	-13,1	-22,0	21,9
Valor añadido bruto (VAB)	-8,9	-13,7	6,4
Gastos de personal	-1,5	-1,3	-1,6
Resultado económico bruto de explotación	-14,9	-23,1	14,0
Ingresos financieros	-8,0	-12,1	-13,6
Gastos financieros	-30,0	-24,9	-3,8
Amortizaciones y provisiones	-4,1	-2,0	8,0
Resultado ordinario neto	-6,5	-25,6	9,3
Enajenaciones y deterioro	-	-28,6	-9,8
Variaciones del valor razonable y resto de resultados	-	10,0	-7,7
Impuestos sobre beneficios	7,6	-25,8	40,8
Resultado del ejercicio	5,4	-26,8	-2,6

FUENTE: Banco de España (Central de Balances Trimestral).

Mercado de trabajo

La recuperación del mercado laboral se estanca

La mejoría de la actividad económica continúa siendo insuficiente para acabar con el deterioro del mercado de trabajo. En septiembre, el número medio mensual de afiliados en alta laboral a la Seguridad Social fue de 17.671.480. Esta cifra representa 44.985 personas menos que en el mes anterior, una caída del empleo superior a lo esperado. No obstante, cabe destacar que la cifra depurada de estacionalidad es algo más positiva señalando que el descenso de la ocupación fue inferior al registrado en septiembre de 2008 y 2009. Asimismo, en los últimos doce meses el número de afiliados se redujo en 263.615 personas, una cuarta parte de la destrucción de empleo

que tuvo lugar en el mismo periodo del año anterior. Por tanto, los datos confirman que la situación del empleo sigue empeorando, aunque con menor intensidad.

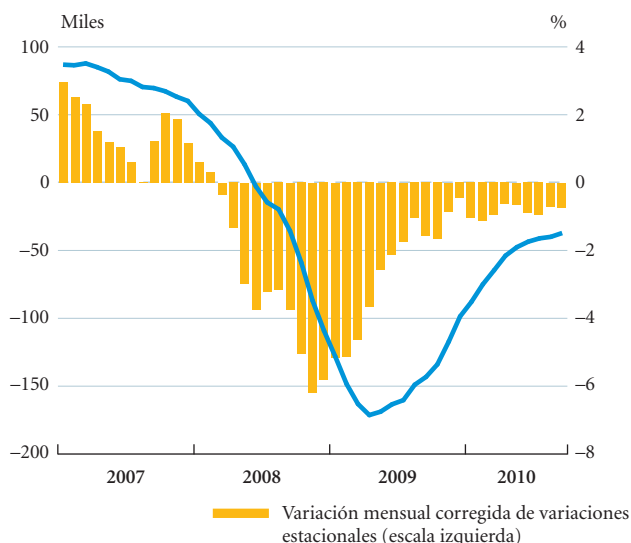
La pérdida de puestos de trabajo se registró tanto entre los asalariados como entre los autónomos, situando la tasa de caída interanual en el 1,3% y el 2,3%, respectivamente. Por sectores, tan sólo el sector servicios creó empleo en el último año, con un incremento del 0,5% interanual. Por el contrario, el descenso de la ocupación en la construcción en los últimos doce meses fue del 12,3% y el de la industria, del 3,7%.

Por género, el descenso de la ocupación se concentró en los hombres en el último año

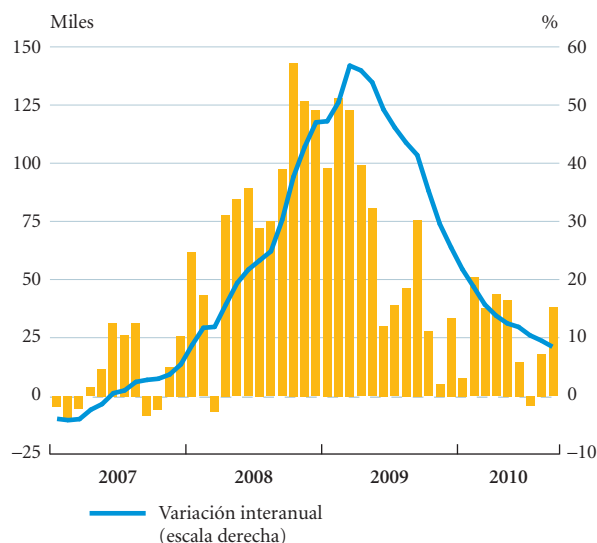
Continúa el proceso de destrucción de puestos de trabajo.

EL FIN DEL DETERIORO DEL MERCADO LABORAL NO ACABA DE MATERIALIZARSE

Afiliados en alta laboral a la Seguridad Social



Parados registrados



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
Afiliados a la Seguridad Social (1)									
Sector de actividad									
<i>Industria</i>	-2,1	-10,6	-11,5	-10,0	-7,2	-4,9	-4,0	-3,8	-3,7
<i>Construcción</i>	-10,3	-23,1	-22,0	-18,9	-16,4	-13,1	-12,7	-12,5	-12,3
<i>Servicios</i>	1,7	-2,6	-3,0	-2,1	-0,8	0,1	0,4	0,3	0,5
Situación profesional									
<i>Asalariados</i>	-0,7	-6,0	-6,2	-4,6	-2,8	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3
<i>No asalariados</i>	0,4	-4,8	-5,3	-4,9	-4,0	-3,0	-2,4	-2,4	-2,3
Total	-0,5	-5,8	-6,0	-4,6	-3,0	-1,9	-1,6	-1,6	-1,5
Población ocupada (2)	-0,5	-6,8	-7,3	-6,1	-3,6	-2,5	-	-	-
Puestos de trabajo (3)	-0,5	-6,6	-7,2	-6,0	-3,7	-2,5	-	-	-
Contratos registrados (4)									
Indefinidos	-14,3	-31,0	-28,6	-22,5	-11,9	-5,6	-13,8	-2,7	-4,9
Temporales	-10,4	-13,5	-9,4	-2,1	3,7	5,2	0,7	7,7	3,4
Total	-10,9	-15,5	-11,4	-4,3	2,0	4,2	-0,4	6,9	2,6

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

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

Crece el número de contratos, pero tan sólo los temporales.

ya que las mujeres predominan en los servicios, el único gran sector en que se crearon puestos de trabajo. De esta forma, la proporción de las afiliadas se colocó en el 44,8%. Por nacionalidades, el retroceso del empleo desde septiembre de 2009 fue mayor entre la población extranjera, sobrerepresentada en la construcción, que cayó el 2,1%. Por su parte, los afiliados españoles disminuyeron el 1,4%.

La lenta reversión del mercado de trabajo se refleja también en la débil contratación, cuya tasa de incremento interanual se situó en el 2,6% en septiembre, una cifra relativamente pequeña si se compara con las subidas registradas, por ejemplo, tras la crisis del 1992-1993. Con todo, esta tasa es más favorable que la caída del 9,8% anotada el mismo mes de 2009. En cuanto al tipo de contrato, destaca el hecho de que cerca del 90% de los contratos firma-

dos en el mes de septiembre fueron temporales.

El paro registrado confirma el freno de la reactivación económica

En el mes de septiembre, el paro registrado volvió a aumentar en 48.102 personas hasta alcanzar un total de 4.017.763, superando nuevamente los cuatro millones. Ello situó la tasa de incremento interanual en el 8,3%. Aunque fue una subida mayor que la prevista, el ritmo de crecimiento del desempleo continuó a la baja. Además, si se desestacionaliza la serie, el aumento del paro es algo menor (de unos 38.000), y también es inferior a la escalada del desempleo anotada en los meses de septiembre de 2008 y 2009. Por tanto, a pesar de que la recuperación del mercado laboral ha perdido fuelle, la situación es más favorable que la

El paro registrado sube un 8,3% en un año.

acontecida durante los dos años anteriores.

Casi la totalidad del incremento mensual del paro registrado se concentró en el sector servicios, relacionado en parte con el final de la temporada turística. También fue notable el incremento de personas en busca de su primer empleo ya que la incorporación de nuevos efectivos laborales es habitual tras el periodo vacacional y la terminación de los estudios. Ello coincide con un incremento importante del paro de personas menores de 25 años. Por género, el total de parados se reparte aproximadamente a la par entre hombres y mujeres.

En los últimos doce meses, el incremento de más de 300.000 personas ha comporta-

do una elevación de las prestaciones por desempleo. Así, el total de beneficiarios ascendía al final de agosto a casi 3 millones, con un crecimiento del 10,7% con relación al mismo mes del año anterior. No obstante, el total gastado en el mes de agosto experimentó un ligero descenso y se cifró en 2.607 millones de euros debido a la entrada de parados que nunca han cotizado y al fin de la prestación de quien ya la percibía.

Las perspectivas del paro para los próximos meses continúan siendo todavía poco halagüeñas ya que para alcanzar reducciones en el total de desempleados se necesitan ritmos de avance de la actividad más elevados que los registrados durante estos meses.

Se frena la escalada del gasto en prestaciones por desempleo.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Septiembre 2010

	Parados	Variación sobre diciembre 2009		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	117.398	11.265	10,6	22.020	23,1	2,9
Industria	484.747	-24.055	-4,7	-3.533	-0,7	12,1
Construcción	727.557	-54.167	-6,9	19.479	2,8	18,1
Servicios	2.337.535	96.470	4,3	197.377	9,2	58,2
Primer empleo	350.526	64.647	22,6	72.973	26,3	8,7
Por sexos						
Hombres	1.984.933	-27.603	-1,4	133.572	7,2	49,4
Mujeres	2.032.830	121.763	6,4	174.744	9,4	50,6
Por edades						
Menores de 25 años	446.624	-145	0,0	2.018	0,5	11,1
Resto de edades	3.571.139	94.305	2,7	306.298	9,4	88,9
TOTAL	4.017.763	94.160	2,4	308.316	8,3	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

Precios

La mitad de la subida del IVA es absorbida por los márgenes empresariales.

La inflación remonta suavemente, empujada por el petróleo

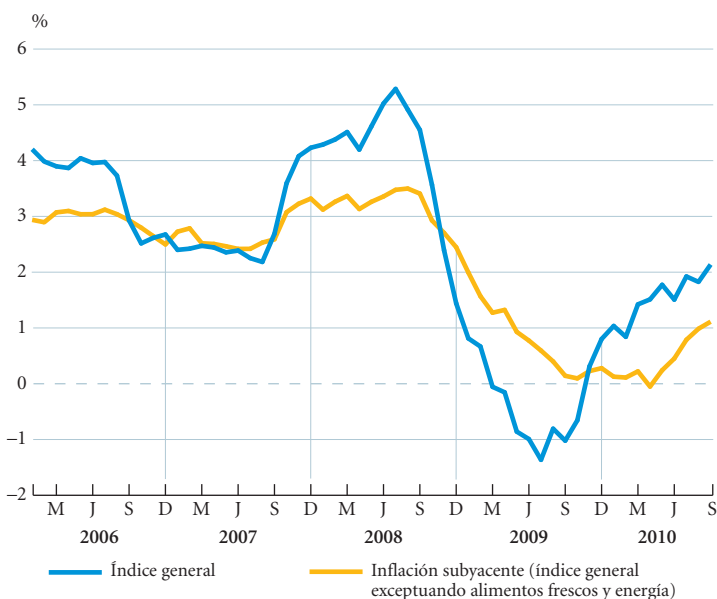
Después de un respiro en agosto, la inflación de los precios de consumo reemprendió en septiembre la moderada tendencia al alza, impulsada por la evolución de los productos energéticos y en última instancia por el petróleo. Así, el índice de precios de consumo (IPC) registró una tasa de variación interanual del 2,1% en septiembre, 3 décimas más que en el mes previo y volvió a niveles del final de 2008. Otro factor que ha empujado al alza la inflación en el tercer trimestre ha sido el alza de los tipos general y reducido del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en julio. Transcurridos tres meses, se puede estimar su impac-

to en medio punto sobre la inflación, o sea, cerca de la mitad de si se hubiese trasladado completamente. La otra mitad ha sido absorbida por los márgenes empresariales ante la debilidad del consumo.

De las 3 décimas de incremento de la inflación interanual en septiembre, 2 se explican por la evolución de los precios de los carburantes y combustibles, que subieron ligeramente en el mes, frente a descensos de doce meses antes. De esta forma, sus precios anotaron una tasa de variación interanual del 13,9%, 3 puntos más que en agosto. Por el contrario, los precios del otro componente más volátil, los alimentos frescos, se moderaron en septiembre y registraron una tasa de variación inter-

LEVE TENDENCIA ASCENDENTE DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2009			2010		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2008	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2009	% variación anual
Enero	-1,2	-1,2	0,8	-1,0	-1,0	1,0
Febrero	0,0	-1,2	0,7	-0,2	-1,2	0,8
Marzo	0,2	-1,1	-0,1	0,7	-0,5	1,4
Abril	1,0	-0,1	-0,2	1,1	0,6	1,5
Mayo	0,0	-0,1	-0,9	0,2	0,8	1,8
Junio	0,4	0,3	-1,0	0,2	1,0	1,5
Julio	-0,9	-0,5	-1,4	-0,4	0,6	1,9
Agosto	0,3	-0,2	-0,8	0,3	0,8	1,8
Septiembre	-0,2	-0,4	-1,0	0,1	0,9	2,1
Octubre	0,7	0,3	-0,7			
Noviembre	0,5	0,8	0,3			
Diciembre	0,0	0,8	0,8			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

anual del 1,3%, 3 décimas menos que en el mes precedente.

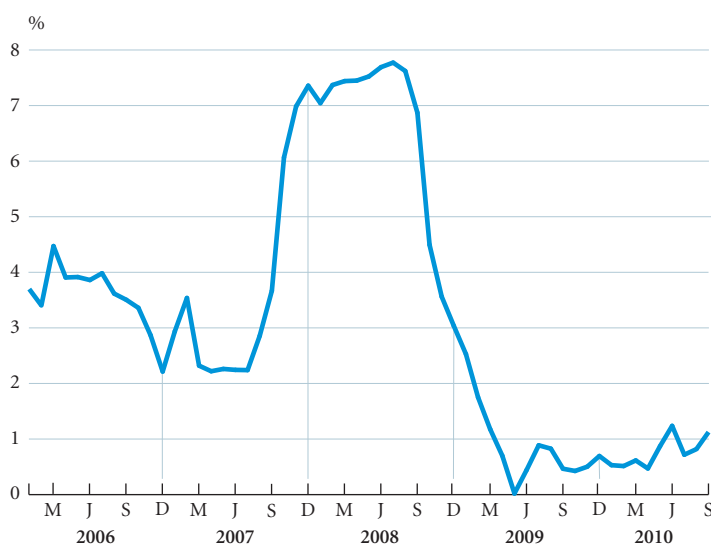
El núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, ascendió una décima hasta el 1,1%. Se trató del quinto

incremento consecutivo y dejó lejos el registro negativo de abril de 2010, a lo que contribuyó la subida del IVA. El aumento de la inflación subyacente en septiembre es atribuible a los bienes industriales no energéticos y a los alimentos elaborados.

La inflación subyacente sube una décima hasta el 1,1%, registrando el quinto aumento consecutivo.

LIGERO IMPULSO ALCISTA DE LOS ALIMENTOS ELABORADOS

Variación interanual del índice de precios de los alimentos con elaboración, bebidas y tabaco



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Recuperación de los precios de las manufacturas.

Los precios de los productos manufactureros siguieron recuperándose y se colocaron el 0,4% por encima de un año antes. A esta elevación contribuyeron los precios de los automóviles, que subieron el 2,2% respecto a septiembre de 2009, un punto más que en agosto, a pesar de un liviano descenso intermensual.

Los alimentos elaborados se encarecieron el 1,1% en los últimos doce meses hasta septiembre, 3 décimas más que en el mes previo. En este ascenso influyó la leche,

aunque el nivel de su precio se hallaba el 2,8% por debajo de un año antes.

En cambio, la tasa de variación interanual de los servicios permaneció en el 1,5%, en línea con lo esperado. No obstante, esta estabilidad fue producto de la compensación de diversos movimientos. Así, bajadas más intensas del viaje organizado contrarrestaron la evolución de los precios de los hoteles y otros alojamientos, que descendieron menos que en septiembre de 2009.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Septiembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,1	0,0	0,1	-2,5	0,0	-2,4	0,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	136,8	0,0	0,0	12,7	8,6	13,0	8,6
Vestido y calzado	95,5	3,6	3,7	-12,3	-11,5	-2,2	0,0
Vivienda	116,6	-0,1	0,1	0,2	3,6	-0,3	4,2
Menaje	107,6	0,2	0,4	0,1	0,1	1,2	0,8
Medicina	96,9	0,1	0,0	-1,4	-0,6	-1,2	-0,5
Transporte	109,6	-1,5	0,1	3,2	6,1	-6,8	6,8
Comunicaciones	98,8	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,5
Ocio y cultura	98,0	-1,8	-2,3	-1,1	-0,6	-1,2	-0,7
Enseñanza	115,3	0,7	0,6	0,9	0,7	3,2	2,5
Hoteles, cafés y restaurantes	114,0	-1,2	-1,0	1,7	1,9	1,3	1,5
Otros	112,3	0,1	0,1	1,8	2,2	2,1	2,6
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	112,8	-0,2	0,1	0,5	0,9	0,5	1,1
Alimentos sin elaboración	108,5	0,3	0,1	-2,8	1,6	-2,5	1,3
Conjunto no alimentario	107,7	-0,3	0,1	-0,4	0,8	-1,2	2,4
Bienes industriales	103,3	0,1	0,8	-2,3	0,1	-4,0	3,2
<i>Productos energéticos</i>	117,6	-1,7	0,2	6,1	9,7	-10,2	11,1
<i>Carburantes y combustibles</i>	114,5	-2,3	0,3	6,0	12,0	-15,5	13,9
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,2	0,8	1,1	-5,2	-3,2	-2,1	0,4
Servicios	112,5	-0,7	-0,7	1,6	1,5	1,8	1,5
Inflación subyacente (**)	107,4	-0,1	0,0	-1,1	-0,2	0,1	1,1
ÍNDICE GENERAL	108,7	-0,2	0,1	-0,4	0,9	-1,0	2,1

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea también se elevó el 2,1% en el último año hasta septiembre. De esta manera, el diferencial de precios con la eurozona se amplió en una décima hasta 0,3 puntos porcentuales. Este aumento se debió mayormente a la evolución de los precios de los carburantes y combustibles, que tienen un mayor peso en la cesta española.

En cuanto a las perspectivas de la inflación, en octubre probablemente todavía se incrementará levemente, impelida por el alza del precio de la electricidad. No obstante, en 2011 una demanda débil y el efecto escalón del IVA a partir de julio tenderán a reducir la inflación, si bien existen riesgos por subidas bruscas de las materias primas.

Moderación del impulso alcista de los precios mayoristas

En agosto, tanto los precios industriales como los de importación disminuyeron su tasa de variación anual debido sobre todo al componente energético. Así, la inflación medida por los precios industriales se colocó en el 2,7% interanual en agosto, 6 décimas menos que julio a pesar del impulso alcista de los bienes intermedios, principalmente por el alza de los precios de los productos para la alimentación animal. Por su parte, la tasa de variación anual de los precios de importación de productos industriales se redujo en 7 décimas hasta el 8,5%.

Presión alcista de los precios de los productos para la alimentación animal.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación				Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios (**)	
2009											
Junio	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,9	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-
Julio	-17,9	-6,7	-1,3	0,5	-7,8	-16,0	-11,5	2,0	2,2	-7,1	-
Agosto	-14,8	-5,5	-0,9	0,3	-7,7	-11,5	-9,9	0,6	2,0	-7,4	0,1
Septiembre	-14,0	-5,4	-0,7	0,4	-7,6	-11,5	-9,3	-0,5	1,7	-7,6	-
Octubre	-12,2	-4,3	-0,7	0,2	-6,3	-8,4	-7,2	-2,1	1,0	-6,7	-
Noviembre	-9,3	-1,8	-0,6	0,2	-4,6	-0,7	-3,2	-3,1	0,5	-5,4	0,3
Diciembre	-5,5	0,4	-0,5	0,1	-2,7	6,3	1,9	-1,0	0,7	-1,9	-
2010											
Enero	-5,5	0,9	-0,5	-0,3	-0,9	6,3	3,4	-0,9	0,1	0,2	-
Febrero	1,0	1,1	-0,6	0,0	-0,4	6,8	4,7	-0,4	-0,1	1,5	0,5
Marzo	5,6	2,3	-0,1	0,0	0,4	10,1	7,2	1,2	0,0	4,3	-
Abril	2,8	3,7	0,1	-0,1	2,4	13,1	8,3	2,1	0,3	6,6	-
Mayo	13,7	3,8	0,2	-0,1	3,5	12,0	10,2	4,2	1,1	9,9	0,3
Junio	8,6	3,2	0,3	0,1	3,7	8,7	9,9	5,3	1,5	10,9	-
Julio	...	3,3	0,3	0,2	3,2	9,8	9,2	4,9	1,6	10,5	-
Agosto	...	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,5	5,7	1,4	10,1	...

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

(**) Excepto energía.

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

Sector exterior

El déficit se reduce en agosto debido a su componente no energético.

Los datos reales muestran un menor aumento de las importaciones.

Comercio exterior: el déficit se reduce de nuevo

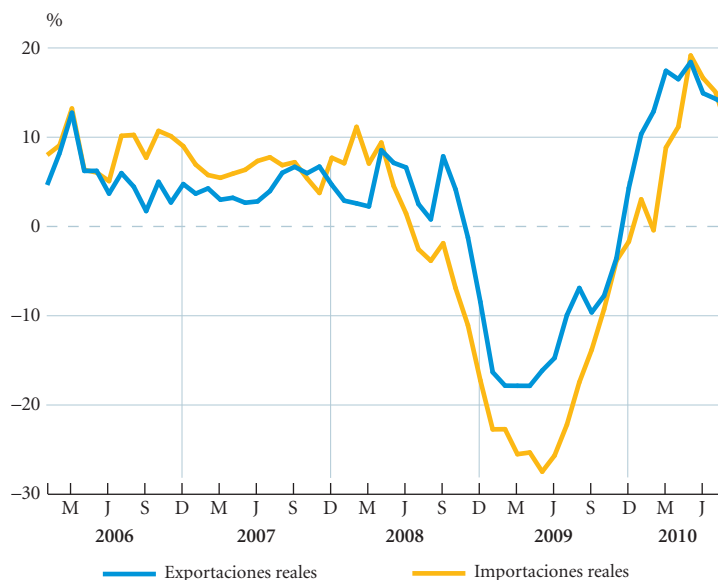
El inicio de 2010 supuso el fin a más de dieciocho meses consecutivos de corrección del desequilibrio comercial. Tanto es así que el déficit acumulado entre enero y julio de este año aumentó un 11,5% interanual, impulsado por el crecimiento progresivo del precio del petróleo y el incremento de las importaciones. Esta tendencia se vio truncada el pasado agosto, con una ligera reducción del déficit del 1,4% respecto al mismo mes del año anterior. Una mejora que se explica únicamente por el buen comportamiento de su componente no energético, cuyo saldo mejoró un 13,5% interanual, frente al aumento del 9,2% del déficit energético.

Esta reducción del déficit respondió al intenso aumento de las exportaciones españolas en agosto, del 27,8% interanual, el mayor desde el año 2000. Un incremento superior al de las importaciones, que fue del 18,8% durante el mismo periodo. Este diferencial se amplía aún más si se tiene en cuenta el crecimiento del volumen de los flujos comerciales, esto es, netos de las variaciones de precios. En este caso, se observa como las exportaciones reales aumentaron un 19,7% interanual, mientras que las importaciones lo hicieron sólo un 5,8%.

Ante este menor dinamismo de las importaciones, parece lógico preguntarse por la evolución del déficit comercial durante los próximos meses. La respuesta depende de una gran variedad de factores. Por un lado,

LAS IMPORTACIONES REALES PIERDEN IMPULSO

Variación interanual de los datos acumulados en tres meses



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-agosto 2010

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	28.889	29,4	18,8	5.471	24,7	4,6	-23.418	18,9
Bienes de consumo	38.437	-8,4	25,0	40.217	-1,9	33,8	1.780	104,6
<i>Alimenticios</i>	9.860	4,5	6,4	15.443	8,8	13,0	5.582	156,6
<i>No alimenticios</i>	28.576	-12,1	18,6	24.774	-7,5	20,8	-3.803	86,7
Bienes de capital	11.388	7,1	7,4	10.075	18,4	8,5	-1.313	88,5
Bienes intermedios no energéticos	75.301	28,2	48,9	63.261	32,2	53,2	-12.040	84,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea	84.618	9,0	54,9	80.337	14,6	67,5	-4.281	94,9
<i>Zona del euro</i>	67.999	5,3	44,2	65.989	14,3	55,4	-2.009	97,0
Otros países	69.397	23,9	45,1	38.686	22,4	32,5	-30.711	55,7
<i>Rusia</i>	3.954	37,8	2,6	1.200	26,8	1,0	-2.754	30,3
<i>EEUU</i>	5.956	4,3	3,9	4.259	6,8	3,6	-1.696	71,5
<i>Japón</i>	2.324	19,3	1,5	933	22,4	0,8	-1.391	40,1
<i>América Latina</i>	9.116	31,8	5,9	6.413	27,3	5,4	-2.703	70,3
<i>OPEP</i>	14.999	36,1	9,7	4.388	1,8	3,7	-10.611	29,3
<i>Resto</i>	33.049	19,9	21,5	21.494	29,8	18,1	-11.555	65,0
TOTAL	154.015	15,2	100,0	119.023	17,0	100,0	-34.991	77,3

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

se encuentran aquéllos que pueden ampliar de nuevo el desequilibrio comercial. La apreciación, durante los últimos meses, del euro frente a las principales divisas internacionales podría reducir las exportaciones españolas fuera de la zona del euro. Además, nuevos incrementos del precio del petróleo seguirían provocando deterioros del déficit energético.

Por el otro lado, la entrada en vigor del incremento del impuesto sobre el valor añadido (IVA) y el fin de las ayudas a las compras de automóviles provocaron un anticipo del consumo y las importaciones, en España. Fruto de ello, las importaciones perderán fuelle durante la segunda mitad del año. Los datos de agosto apuntan hacia esta dirección, con una caída de las importaciones de vehículos terminados del 21,1% respecto al mismo mes del

año anterior. Además, el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo duradero siguió ralentizándose, alcanzando el 3,2% en este mismo periodo, muy por debajo del crecimiento del 29,7% interanual registrado entre enero y julio.

Por último, una menor ralentización de la prevista en las economías de la zona del euro, destino del 55,4% de las exportaciones españolas durante los primeros ocho meses del año, podría evitar una mayor corrección del desequilibrio comercial.

Balanza de pagos: el Eurosistema deja de ser la fuente de financiación

El déficit corriente de julio fue de 1.897 millones de euros, un 7,8% inferior al del mismo mes de 2009. Esta corrección, la

Un euro más fuerte o un mayor precio del petróleo pueden frenar la corrección del déficit.

El déficit corriente se reduce un 7,8% interanual en julio.

BALANZA DE PAGOS

Julio 2010

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-26.870	10,8	-47.733	8.632	-15,3
Servicios					
<i>Turismo</i>	14.900	1,2	26.211	-814	-3,0
<i>Otros servicios</i>	7	-	-382	648	-62,9
Total	14.907	3,5	25.830	-166	-0,6
Rentas	-13.293	-35,6	-23.176	13.429	-36,7
Transferencias	-6.474	14,9	-8.818	-688	8,5
Total	-31.731	-12,2	-53.898	21.207	-28,2
Cuenta de capital	4.509	89,7	6.189	2.362	61,7
Balanza financiera					
Inversiones directas	5.618	-	5.419	18.428	-
Inversiones de cartera	-9.508	-	27.444	27.390	-
Otras inversiones	-34.866	-	-50.069	-103.719	-
Total	-38.756	-	-17.206	-57.901	-
Errores y omisiones	-2.903	371,5	-5.297	-4.928	-
Variación de activos del Banco de España	68.882	-	69.914	39.940	133,2

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El recurso al Eurosistema deja de utilizarse en julio.

primera después de tres meses con aumentos, fue resultado de las mejoras de los saldos de las balanzas de servicios y de rentas. Éstas compensaron el fuerte deterioro de la balanza de bienes, cuyo déficit aumentó un 39,4% interanual. Por lo que se refiere a la balanza de servicios, destaca el aumento del superávit del componente de turismo y viajes, del 8,1% interanual, el mayor en más de dos años.

Sin embargo, para conocer las tendencias de fondo del saldo corriente, podemos analizar las cifras acumuladas de los últimos doce meses. Éstas muestran una ralentización de la corrección del déficit, que se redujo un 28,2% interanual, lejos de las reducciones registradas a inicios de año. Por otro lado, el nuevo incremento del superávit de la cuenta de capital, permitió reducir la necesidad de

financiación de la economía española hasta los 47.709 millones de euros, un nivel similar al registrado en 2005.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, esta menor necesidad de financiación en julio se tradujo en una reducción de las entradas de capital extranjero. Los datos muestran que la única fuente de captación neta de financiación fue la inversión en cartera, con una entrada neta de 6.559 millones de euros en julio. Por su parte, la captación de fondos del Eurosistema a través del Banco de España fue negativa, de 3.552 millones de euros. Una cifra que contrasta con las entradas de 69.879 millones de euros que, bajo este mismo epígrafe, financiaron la economía española en junio y julio, a raíz del estallido de las tensiones de deuda soberana.

Sector público

Presupuestos 2011: austeridad a la vista

El Gobierno ha presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para el año 2011 para su discusión y aprobación en las Cortes Generales. Estos presupuestos tienen por objetivo prioritario reequilibrar las finanzas públicas por los compromisos a que obliga el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea.

De esta manera, junto con las reformas estructurales emprendidas o en marcha para mejorar la competitividad, se aumentará la confianza en la economía española y se facilitará el acceso a la financiación en términos asequibles. Así, después de un déficit público previsto del 9,3% del pro-

ducto interior bruto (PIB) en 2010 para el conjunto de las administraciones públicas, se proyecta en el 6,0% del PIB en 2011 y en el 3,0% en 2013. Para lograr este importante ajuste se ha optado sobre todo por reducir los gastos y también por incrementar los ingresos.

El proyecto de PGE-2011 fue elaborado basándose en un cuadro macroeconómico que prevé una contracción del PIB del 0,3% en 2010 y un crecimiento del 1,3% en 2011. Cabe señalar que esta última previsión de aumento es notablemente superior a la del consenso de los analistas, 0,6%, y de los principales organismos internacionales.

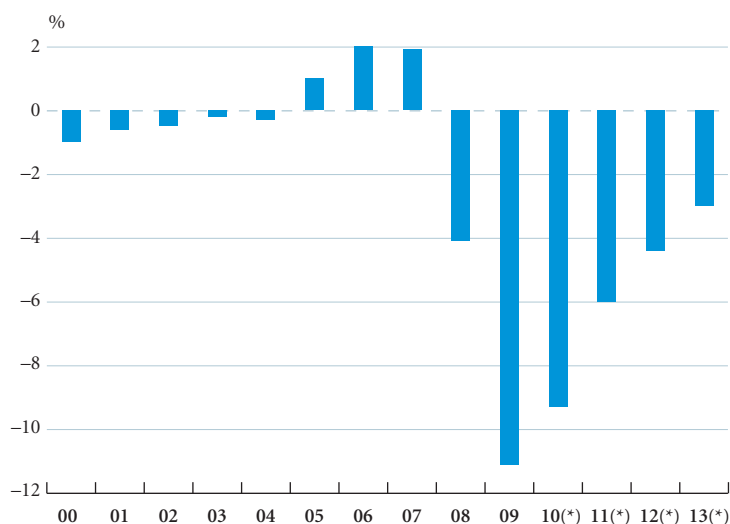
El gasto consolidado previsto por el proyecto de PGE-2011 para el sector público estatal no empresarial es de 315.663 millo-

Presupuestos austeros para 2011, con el principal objetivo de corregir el desequilibrio de las finanzas públicas.

Se plantea que el déficit público pase del 9,3% en 2010 al 6,0% en 2011 a través de un fuerte recorte de los gastos y un aumento de los ingresos.

EL DÉFICIT PÚBLICO, EN LA SENDA DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las administraciones públicas, en porcentaje del PIB



NOTA: (*) Previsiones oficiales.

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

Congelación de los salarios del sector público y de la mayoría de las pensiones.

nes de euros incluyendo los activos financieros. Esta cifra representa el 10,0% menos que el presupuesto inicial de 2010. Este gasto consolidado no incluye la variación de pasivos financieros y tampoco el que realizan las administraciones territoriales (comunidades autónomas y locales) ni las

actuaciones del sector público empresarial y fundacional u otros entes públicos. No obstante, el nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas no permite una comparación homogénea. Excluyendo este efecto, los gastos consolidados disminuyen el 3,5%.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO 2011: RESUMEN POR POLÍTICAS

Millones de euros

	Presupuesto 2011	% sobre total	% variación anual (1)	% sobre PIB estimado	
				2011	2010
Pensiones	112.216	35,5	3,6	10,38	10,27
Transferencias a otras administraciones públicas	42.811	13,6	-41,8	3,96	6,98
Desempleo	30.474	9,7	-1,6	2,82	2,94
Deuda Pública	27.400	8,7	18,1	2,53	2,20
Otras prestaciones económicas	13.576	4,3	-5,7	1,26	1,37
Agricultura, pesca y alimentación	8.578	2,7	-4,3	0,79	0,85
Infraestructuras	8.493	2,7	-40,7(2)	0,79	1,36
Seguridad ciudadana e instituciones penitenciarias	8.402	2,7	-5,3	0,78	0,84
Servicios de carácter general	8.185	2,6	-12,1	0,76	0,88
Gestión y Administración de la Seguridad Social	7.771	2,5	22,1	0,72	0,60
Investigación, desarrollo e innovación civil	7.518	2,4	-7,0	0,70	0,77
Fomento del empleo	7.323	2,3	-5,5	0,68	0,73
Defensa	6.868	2,2	-6,6	0,64	0,70
Sanidad	4.254	1,3	-8,2	0,39	0,44
Educación	2.841	0,9	-8,1	0,26	0,29
Industria y energía	2.793	0,9	-13,5	0,26	0,31
Política exterior	2.748	0,9	-22,6	0,25	0,34
Servicios sociales y promoción social	2.516	0,8	-8,1	0,23	0,26
Justicia	1.713	0,5	-5,8	0,16	0,17
Subvenciones al transporte	1.620	0,5	1,9	0,15	0,15
Comercio, turismo y PYME	1.431	0,5	-5,3	0,13	0,14
Administración financiera y tributaria	1.410	0,4	-6,0	0,13	0,14
Acceso a la vivienda	1.210	0,4	-19,3	0,11	0,14
Cultura	1.051	0,3	-12,3	0,10	0,11
Investigación, desarrollo e innovación militar	976	0,3	-17,5	0,09	0,11
Otras actuaciones de carácter económico	809	0,3	-4,5	0,07	0,08
Alta dirección	678	0,2	-17,1	0,06	0,08
TOTAL (3)	315.663	100,0	-10,0	29,19	33,25
Total (4)	287.629	91,1	-3,5	26,60	28,27

NOTAS: (1) Sobre el presupuesto para 2010.

(2) Si se incluye el Sector Público Empresarial y algunas aportaciones patrimoniales, la inversión en infraestructuras baja el 29,6%.

(3) Incluye variación de activos financieros.

(4) Total con activos financieros, excluido el sistema de financiación de las administraciones territoriales.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Entre las operaciones corrientes, los gastos de personal se reducen el 2,7% al congelarse las retribuciones para los empleados del sector público, consolidándose el recorte salarial medio del 5% aplicado a partir de junio de 2010, y al cubrirse sólo una vacante de cada diez en 2011. La disminución de los pagos corrientes de bienes y servicios es mayor, del 6,2%.

Desde otra perspectiva, por políticas de gasto, se aprecia que los recortes afectan a casi todas las partidas. Por grupos de políticas, el único que aumenta es el gasto social, que sube el 1,3% anual. De este modo, su peso en el total sigue ascendiendo hasta el 58,0%, el nivel más alto anotado, hasta suponer el 16,9% del PIB. Cabe recordar que la mayor parte del gasto en educación y sanidad está transferida a las comunidades autónomas, y no está incluido en los PGE-2011.

La rúbrica más importante, las pensiones, se eleva el 3,6% hasta suponer el 35,5% del gasto consolidado total y el 10,4% del PIB. Este ascenso, a pesar de la congelación de la mayor parte de ellas, refleja el aumento del colectivo de los pensionistas, el efecto sustitución de pensiones más bajas por la incorporación de otras más altas, y la revalorización en un 1% de las mínimas y las no contributivas. Además, se efectuará una dotación de 3.457 millones de euros al Fondo de Reserva de las pensiones. Por el contrario, la otra gran partida del gasto social, el desempleo, baja el 1,6% hasta 30.474 millones de euros.

Los mayores recortes relativos recaen en la inversión en infraestructuras, que retroceden el 40,7% hasta 8.493 millones de euros, el 2,7% del presupuesto y el 0,8% del PIB. Sin embargo, si se incluyen las inversiones del sector público empresarial y algunas aportaciones patrimoniales a diversos entes públicos, la caída se reduce al 29,6% anual. No obstante, el esfuerzo inversor se mantendrá por encima de la media de la Unión Europea.

La investigación, desarrollo e innovación no se libra de las tijeras. Tanto la civil como la militar sufren reducciones, si bien esta última en mayor grado. En conjunto, la I+D+i baja el 8,4% hasta 8.494 millones de euros, el 2,7% del total. Esta cifra supone el 0,79% del PIB, inferior en una décima a la de 2010, y se sitúa sensiblemente por debajo del nivel de inversión de los países más avanzados.

Los pagos por intereses de la deuda pública absorben el 8,7% del presupuesto hasta 27.400 millones de euros, el 2,5% del PIB. Esta partida asciende el 18,1% anual a causa sobre todo de la expansión del volumen de la deuda pública.

En el otro lado del balance, se prevé que los ingresos no financieros consolidados bajen el 4,3%. Sin embargo, este descenso es atribuible principalmente al efecto en el presupuesto del Estado de la plena aplicación del nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas, que reciben un mayor volumen de cesión de impuestos. De hecho, los ingresos tributarios del Estado antes de la cesión a los entes territoriales está previsto que suban el 6,1% en relación con la previsión de liquidación de 2010.

La recaudación por el impuesto sobre la renta de las personas físicas se proyecta que aumente el 6,2%. A esta subida contribuirán marginalmente algunos cambios normativos cuyo principal objetivo es lograr una mayor equidad en la asunción de los costes de la crisis. Así, se incrementa en un punto el tipo marginal estatal para los contribuyentes con base liquidable general igual o superior a 120.000 euros, del 21,5% al 22,5%, y un punto adicional a partir de los 175.000 euros, hasta el 23,5%. Además, se introduce un límite de 300.000 euros en el caso de las rentas generadas en varios ejercicios para que se puedan beneficiar de una reducción del 40% en el IRPF, la cual tiene por objetivo la atenuación de la progresividad del impuesto. Asi-

El gasto social asciende hasta el 58% del gasto consolidado total, la cota más alta alcanzada.

Drástica reducción del gasto en infraestructuras.

La I+D+i baja el 8%.

Alza de 2 puntos del tipo marginal del impuesto sobre la renta de las personas físicas.

mismo, se establecen medidas para evitar el diferimiento de la tributación de los accionistas de las SICAV (sociedades de inversión de capital variable).

La eliminación en el IRPF de la deducción por la compra de la vivienda habitual para los contribuyentes con base imponible superior a 24.170 euros tendrá un mayor impacto recaudatorio. En sentido contrario, pero con la finalidad de impulsar el mercado del alquiler, se igualan los límites de la deducción por alquiler de vivienda a los de la deducción por adquisición de vivienda habitual. Igualmente, se aumenta del 50% al 60% la reducción del rendimiento neto por arrendamiento de bienes inmuebles destinados a vivienda y se reduce de 35 a 30 años la edad del arrendatario a efectos de aplicar la reducción del 100%.

Se proyecta que la deuda pública se sitúe en el 69% del PIB al final de 2011, sensiblemente por debajo del promedio de la eurozona.

El impuesto de sociedades se eleva el 9,3% respecto al avance de liquidación de 2010 debido a la prevista recuperación de los beneficios empresariales. Por otra parte, con el fin de apoyar a las pymes, se modifica la Ley

del Impuesto sobre Sociedades para que las entidades de reducida dimensión que pierdan dicha condición al sobrepasar el límite de 8 millones de euros de cifra de negocios puedan continuar aplicando el régimen especial de tributación del que se benefician.

De la evolución de los ingresos y los gastos presupuestarios resulta un déficit del Estado de 44.036 millones de euros para 2011, que en términos de contabilidad nacional, con criterio de devengo, y una vez hechos los ajustes adecuados resulta de 24.388 millones de euros. Así, para la administración central, el déficit público previsto es del 2,3% del PIB, que junto con un superávit del 0,4% de la Seguridad Social, un déficit del 3,3% de las comunidades autónomas y del 0,8% de las corporaciones locales proporcionan un déficit conjunto de las administraciones públicas del 6,0%. De esta forma, se proyecta que la ratio de la deuda pública sobre el PIB alcance el 68,7% al final de 2011, si bien se colocaría sensiblemente por debajo del 88,5% del promedio de la eurozona.

¿Qué medidas pueden contribuir a la sostenibilidad del sistema sanitario?

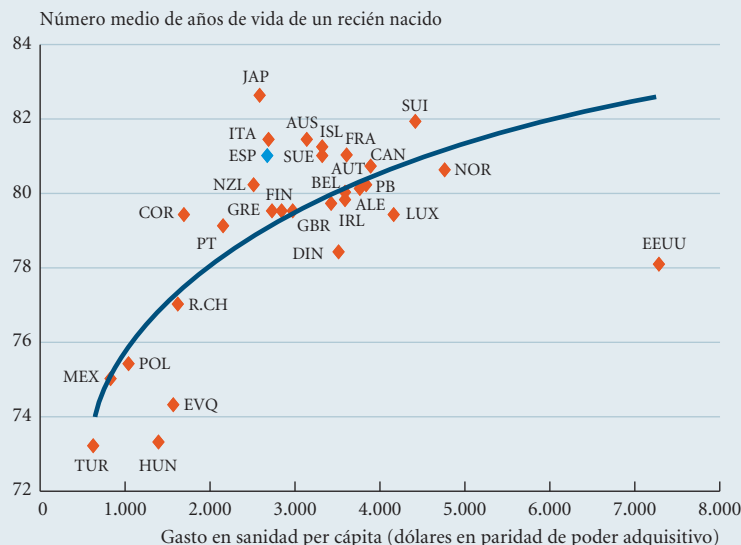
El último *ranking* de calidad del sistema sanitario por países elaborado por la revista *Newsweek* sitúa a España en cuarto lugar. Efectivamente, este país tiene una de las esperanzas de vida más elevadas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) con uno de los menores costes en términos de gasto en sanidad per cápita. Asimismo, los resultados clínicos están al nivel de los países más avanzados, tal y como lo demuestran, por ejemplo, las tasas de supervivencia al cáncer analizadas por el organismo Eurocare. Por tanto, el sistema sanitario en España ofrece un buen servicio a un bajo coste, como reflejan estos indicadores.

Sin embargo, la crisis actual ha generado un intenso debate acerca de cómo podría mejorar la situación financiera del sistema. Según datos del Ministerio de Sanidad y Política Social, el gasto sanitario público en términos reales aumentó en promedio un 6% interanual en los últimos seis años. Este ritmo de crecimiento difícilmente podrá mantenerse durante la próxima década porque, entre otros factores, el déficit acumulado por la sanidad ya supone un porcentaje muy elevado⁽¹⁾ del presupuesto total de esta partida.

(1) En el estudio McKinsey&Company y Fedea «Impulsar un cambio posible en el sistema sanitario» (2009) se estima que el déficit de financiación acumulado en el periodo 2003-2007 supuso el 20% del presupuesto total de sanidad en 2007.

ESPAÑA: ALTA ESPERANZA DE VIDA CON COSTES PER CÁPITA INFERIORES AL PROMEDIO DE LA OCDE

Esperanza de vida y gasto sanitario (*)



NOTA: (*) Datos referidos a 2007 o último dato disponible.

FUENTES: «Health at a glance 2009, OECD Indicator» y elaboración propia.

Por otro lado, la demanda de servicios sanitarios se incrementará sustancialmente durante la próxima década por razones demográficas (mayor proporción de personas de más de 65 años, cuyo coste sanitario es alrededor de cuatro veces más alto) y tecnológicas (nuevas intervenciones y tratamientos). Ambos factores ejercerán mayor presión sobre el gasto en sanidad (ver recuadro «Los determinantes del gasto sanitario...»).

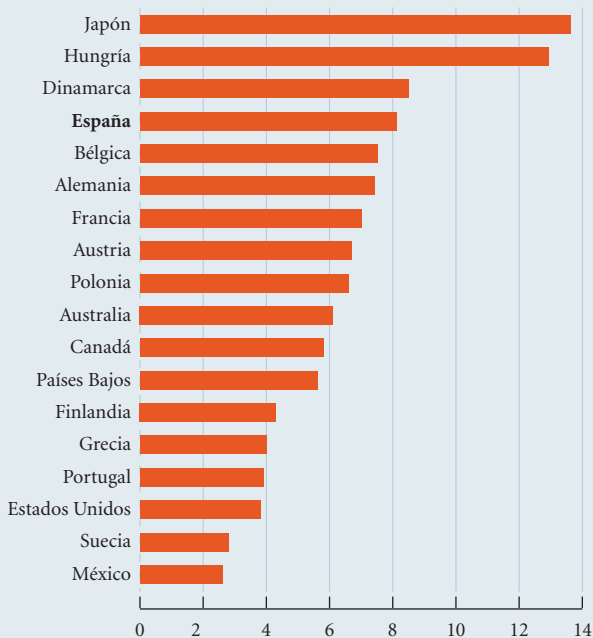
En este contexto, no sólo será necesario el aumento de recursos públicos y privados destinados a sanidad, sino también el diseño de fórmulas que aseguren su correcta utilización por parte de los agentes (pacientes, profesionales y gestores) con el menor impacto sobre la salud de la población. Existen dos maneras de hacerlo: actuar sobre la demanda o sobre la oferta.

Desde la perspectiva de la demanda, la mayoría de herramientas se centran en una utilización más racional de los servicios de salud, siendo el copago el principal instrumento. Algunos datos evidencian la importancia de incrementar la responsabilidad de los pacientes, ya sea en el uso del sistema como en la conciencia de su propia salud. A modo ilustrativo, el siguiente gráfico muestra que la frecuencia de visitas al médico es comparativamente elevada en España y ello en parte denota una posible hiperfrecuentación de los servicios sanitarios. Asimismo, el gasto farmacéutico per cápita supera al de otros países avanzados y representó cerca del 20% del presupuesto total en gasto sanitario en 2008. Por lo que respecta al cuidado de la propia salud, España tampoco obtiene una buena nota si se observan las cifras del número de fumadores y de personas con sobrepeso.

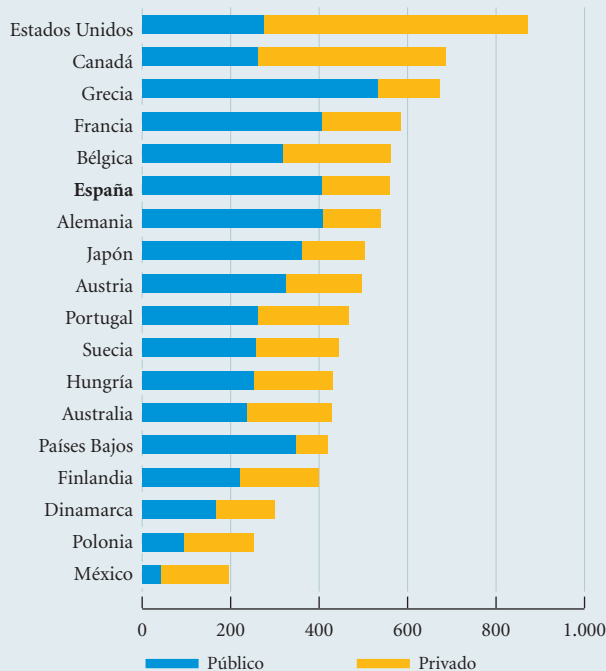
Parte de esta ineficiencia en el gasto sanitario viene generada porque los usuarios no perciben su coste. Una posibilidad para revertir esta tendencia sería la introducción de fórmulas de copago o la elaboración de programas destinados a concienciar a la población del coste real del servicio.

LA FRECUENCIA DE VISITAS AL MÉDICO Y EL GASTO FARMACÉUTICO EN ESPAÑA ES DE LAS MÁS ALTAS DE LA OCDE

Número de visitas médicas por habitante, 2006



Gasto farmacéutico per cápita, 2007 (\$ PPA)



FUENTES: OECD health data 2010 y elaboración propia.

Si bien el copago puede aumentar la corresponsabilidad de los usuarios en el sistema sanitario, existen disyuntivas acerca de su implementación, especialmente en cómo diseñarlo para que haya una utilización efectiva de los servicios sin que se convierta en un impuesto a los enfermos. Para ello, deben plantearse las siguientes cuestiones. Primero, ¿a qué servicios (hospitalización, urgencias, atención primaria) y a qué medicamentos? Segundo, ¿a quién? (excluyendo, por ejemplo, a los pacientes crónicos, a los pensionistas o a los individuos de renta más baja). Tercero, ¿cómo debería efectuarse el pago: con cuantías fijas o porcentuales, con o sin límites, vinculados a la renta o a desgravaciones fiscales selectivas?

Las experiencias internacionales pueden ayudar a decidir cómo debería aplicarse el copago.⁽²⁾ La mayoría de los estudios resaltan que, en promedio, un mayor copago no se traduce en una peor salud de la población, excepto para los pacientes de alto riesgo (hipertensos, con problemas de corazón, etc.) y los más pobres. Otro factor importante es el riesgo de que los pacientes reduzcan su consumo sanitario tanto en los tratamientos valiosos para su salud como en los que no lo son. La única excepción son los servicios de urgencia, ya que no se observa que los pacientes reduzcan su uso cuando pagan parte del coste en situaciones realmente urgentes. De estos resultados se desprende que, en caso de introducir copago, éste debería tener en cuenta la renta y el estado de salud de los pacientes.

Desde el punto de vista de la oferta de servicios sanitarios, el gasto también podría disminuir si se optimizara el uso de los recursos por parte de los profesionales. Las diferencias regionales, por ejemplo, en pruebas diagnósticas (TAC, RMN, mamografías) o en actos quirúrgicos promedios por cama, muestran que las prácticas pueden ha-

(2) Mas, N. «The healthcare crisis». Comentarios de Coyuntura. IESE Business School. Noviembre (2009).

cerse más eficientes. Ello se consigue con un aumento de la transparencia del trabajo de los proveedores de los servicios sanitarios, ya que de esta forma los gestores pueden reformar los procesos que funcionan peor. Con esta finalidad, el Instituto de Información Sanitaria en España recopila el conjunto de Indicadores Clave del Sistema Nacional de Salud, pero el total de variables y su periodicidad es aún bastante limitada.

Asimismo, la experiencia de otros países también apunta a que un modelo organizativo que otorgue mayor autonomía de gestión a los profesionales fomenta su involucración, porque así éstos se responsabilizan más de los resultados. Destaca el caso británico, donde los hospitales son ahora fundaciones que asumen los riesgos relativos de su gestión y deben cumplir objetivos de calidad a partir de los cuales son remunerados.

Por otro lado, es importante implementar un esquema de incentivos que recompense los méritos de los profesionales. El elevado número de trabajadores del sector con contratos temporales apunta a una inestabilidad laboral poco incentivadora. Es necesario reformar el sistema de retribución y, para ello, resulta nuevamente interesante observar los cambios llevados a cabo en otros países. En Francia, por ejemplo, se ha reforzado la figura del director de hospital, quien gana responsabilidad de gestión y cuenta con un equipo estable.

Por último, la aparición constante de nuevos tratamientos y tecnologías mejora la calidad de vida, pero generalmente conlleva un aumento de los costes, y ello hace indispensable el diseño de un sistema que garantice su evaluación coste-beneficio. A escala internacional existen ejemplos de organismos encargados de calcular el coste-efectividad de un nuevo tratamiento antes de su implementación, como el NICE del Reino Unido, el IQWiG en Alemania y el HAS en Francia. El NICE británico, por ejemplo, es una entidad independiente cuyo objetivo es realizar recomendaciones a las áreas de salud para incorporar o no los nuevos tratamientos a su cartera de prestaciones financiada públicamente. Aunque en España existen algunos organismos, como la Agencia del Medicamento, que calibran la calidad de los medicamentos y productos sanitarios, sus funciones son más limitadas y cuentan con unos mecanismos de evaluación de coste-eficiencia menos metódicos.

En definitiva, aunque el sistema sanitario en España funciona relativamente bien, el modelo actual puede hacerse más eficiente. Por tanto, es imprescindible buscar nuevas fórmulas de funcionamiento que aumenten la responsabilidad sobre el uso de los recursos, tanto de los pacientes que demandan los servicios como de los profesionales y los gestores que los ofrecen.

*Este recuadro ha sido elaborado por Maria Gutiérrez-Domènech
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Ahorro y financiación

El euríbor a un año sobrepasa la cota del 1,50% en la cuarta semana de octubre, nivel no alcanzado desde junio de 2009.

La financiación a las empresas no financieras baja el 1,7% en los doce últimos meses hasta agosto, pero se aminora el ritmo de descenso.

Financiación al sector privado: baja en las empresas y sube en las familias

La postura del Banco Central Europeo de implementar una gradual retirada de los estímulos monetarios extraordinarios, una vez superada la grave crisis de los últimos ejercicios, ha comportado que en el mercado interbancario el euríbor a un año, utilizado como índice de referencia en numerosas operaciones crediticias, haya tendido a elevarse suavemente en los últimos meses. Así, sobrepasó el 1,50% en la cuarta semana de octubre, después de haberse situado en el 1,42% en promedio mensual en el mes de septiembre, y anotó la mayor cota desde junio de 2009. En este marco, los tipos de interés de activo también tendieron a repuntar en el verano.

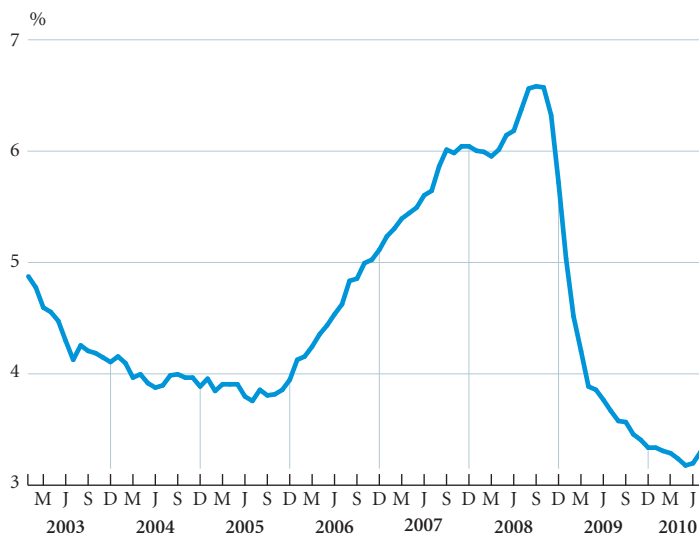
Así, el tipo de interés promedio de las operaciones crediticias con el sector privado se situó en el 3,41% en agosto, 25 puntos básicos por encima del nivel de mayo, pero 15 puntos básicos por debajo de un año antes.

No obstante, el tipo de interés real, o sea, descontando la inflación, bajó en los últimos meses. Este hecho ha podido influir en una cierta ralentización del proceso de desapalancamiento del sector privado, en paralelo a la moderación del endeudamiento del sector público. Así, la tasa de variación interanual de la financiación a los sectores residentes se mantuvo en el 2,7% en agosto.

La financiación a las empresas no financieras se colocó en agosto en el -1,7% en

LIGERO REPUNTE DE LOS TIPOS CREDITICIOS NOMINALES

Tipo de interés sintético de préstamos y créditos al sector privado (*)



NOTA: (*) Media de los tipos de interés de las nuevas operaciones del conjunto de las entidades de crédito ponderados por los saldos en euros.

FUENTE: Banco de España.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Agosto 2010

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.208.337	-7.025	-0,7	78,7
Empresas no financieras	1.304.768	-7.581	-1,7	46,5
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	900.351	-16.009	-2,2	32,1
<i>Valores distintos de acciones</i>	62.570	6.311	26,7	2,2
<i>Préstamos del exterior</i>	341.847	2.118	-4,7	12,2
Hogares (4)	903.569	557	0,7	32,2
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	679.862	1.310	0,9	24,2
<i>Otros (3)</i>	220.981	-844	0,0	7,9
<i>Préstamos del exterior</i>	2.727	90	4,5	0,1
Administraciones públicas (5)	599.787	39.200	17,9	21,4
TOTAL	2.805.412	31.808	2,7	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

(5) Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre administraciones públicas.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

relación con el mismo mes del año anterior. Sin embargo, este dato supone una moderación del desendeudamiento, puesto que en abril la caída interanual era del 3,1%. En ello también ha influido la mejora de la coyuntura económica y de los mercados financieros. Así, el saldo de los valores de renta fija subió el 26,7% en los doce últimos meses hasta agosto, 0,8 puntos más que en el mes previo. No obstante, los préstamos del exterior bajaban el 1,2% respecto a un año antes.

En cuanto a los créditos de la banca residente, se situaban el 2,2% por debajo de agosto de 2009. De ellos, los comerciales, destinados a la financiación del capital circulante de las empresas, disminuían el 9,1% con relación a un año antes, pero a un menor ritmo que al principio del año. Por su parte, los arrendamientos financieros mostraban un descenso interanual del 14,2%, menor que en el periodo anterior, pero indicativo de debilidad de la inversión.

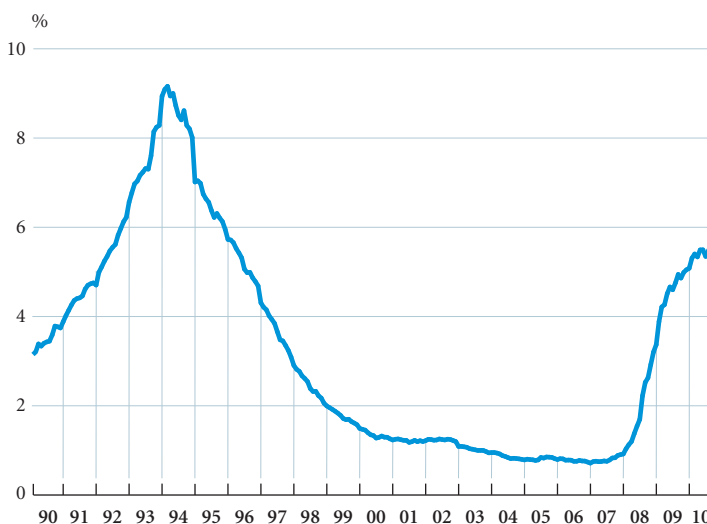
Por lo referente a las familias, su financiación está prácticamente estabilizada en los últimos meses y presentó un crecimiento interanual del 0,7% en los doce últimos meses hasta agosto. De hecho, este leve aumento se debe enteramente a los préstamos para la vivienda, que se han reavivado en los últimos meses dado que el esfuerzo teórico para acceder a la propiedad de una casa ha disminuido al descender los precios y con la perspectiva de la supresión parcial de la desgravación fiscal a partir de enero de 2011, lo que provoca una anticipación de la demanda.

Respecto a la morosidad, siguió ascendiendo ligeramente en agosto, en sintonía con los altos niveles del paro. Así, la tasa de morosidad alcanzó el 5,6%, una décima más que en julio y 7 más que doce meses antes. No obstante, el nivel de la morosidad se coloca sensiblemente por debajo de la cota máxima registrada en la anterior recesión de 1992-1993.

Los préstamos a las familias aumentan ligeramente debido a la reanimación de las hipotecas para la vivienda.

LA MOROSIDAD SIGUE ASCIENDIENDO, PERO SE SITÚA POR DEBAJO DE LOS NIVELES DE LA ANTERIOR RECESIÓN

Tasa de morosidad del sector privado en el conjunto de las entidades de crédito (*)



NOTA: (*) Debido a algunos cambios contables y regulatorios la tasa no es estrictamente homogénea a lo largo de todo el periodo.
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Disminución de la prima de riesgo de la deuda soberana española.

Por su parte, la financiación a las administraciones públicas continuó moderándose, en línea con la senda de consolidación fiscal marcada por el Gobierno. Así, anotó una tasa de variación interanual del 17,9%, 8 décimas menos que en julio y 17,4 puntos por debajo de la tasa de octubre de 2009. Por otro lado, en las primeras semanas de octubre se ha reducido la prima de riesgo de la deuda española soberana medida por el diferencial del rendimiento de las obligaciones del Estado a diez años con las homólogas alemanas, que pasó de 196 puntos básicos a finales de septiembre hasta 164 puntos básicos a mediados de la penúltima semana de octubre. En este sentido, la rebaja en un escalón del *rating* por parte de la agencia de calificación Moody's desde Aaa, la máxima, hasta Aa1 con perspectiva estable el día 30 de septiembre no tuvo incidencia negativa, pues algunos agentes del mercado habían descontado una rebaja de dos escalones.

Leve expansión de los depósitos bancarios

El aumento del consumo en el segundo trimestre motivó una marcada flexión a la baja de la tasa de ahorro de las familias, que se situó en el 16,2% de su renta disponible computando los últimos cuatro trimestres. Esta tasa era 1,5 puntos menos que en el periodo móvil precedente. Con todo, se trata de un nivel relativamente alto motivado por la precaución ante el alto desempleo y la subsistencia de incertidumbres económicas, que se sitúa unos 5 puntos por encima del nivel previo a la recesión económica. El ahorro generado por los hogares, junto con las transferencias netas recibidas, sirvieron para financiar un volumen de inversión de casi 15.000 millones de euros, y quedó una capacidad de financiación de 18.227 millones de euros, un 6,7% del PIB trimestral.

La mayor parte de este ahorro financiero neto fue colocado en forma de depósitos

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Agosto 2010

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	257.946	-4.789	-1,8	3.087	1,2	18,3
De ahorro	211.500	3.709	1,8	14.049	7,1	15,0
A plazo	727.163	7.151	1,0	-8.094	-1,1	51,5
En moneda extranjera	19.561	-2.454	-11,1	-4.939	-20,2	1,4
Total depósitos	1.216.171	3.618	0,3	4.102	0,3	86,2
Resto del pasivo (*)	195.336	-17.794	-8,3	-13.263	-6,4	13,8
TOTAL	1.411.507	-14.176	-1,0	-9.160	-0,6	100,0

NOTA: (*) Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros híbridos, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

bancarios. De esta manera, el saldo de los depósitos del sector privado en las entidades bancarias se elevó el 0,3% en agosto en relación con doce meses antes. Las cuentas a la vista y de ahorro perdieron atractivo frente a las imposiciones a plazo, cuyas remuneraciones han tendido a subir en los últimos meses. No obstante, en el último año la clase que mostraba un mayor incremento relativo eran las cuentas de ahorro, reflejando la precaución de las familias.

La competencia de los depósitos bancarios y la errática en los mercados financieros internacionales afectaron a otro producto favorito de los ahorradores como son los fondos de inversión mobiliaria. Así, en septiembre se produjeron reembolsos netos negativos por valor de 1.847 millones de euros, que superaron el montante de las plusvalías mensuales, con lo que su patrimonio bajó el 0,9% hasta 145.885 millones de euros. Sin embargo, se registraron notables suscripciones netas en renta fija mixta internacional y renta variable internacional. El rendimiento anual promedio resultó del 0,9%, si bien la dis-

persión era elevada. Así, mientras que la renta variable internacional de los mercados emergentes resultó del 24,0%, la renta variable nacional se cifró en el -7,2%.

Por otra parte, a resultas de un compromiso con el G-20, el Consejo de Economía y Finanzas de la Unión Europea alcanzó un acuerdo de una propuesta de directiva para armonizar la supervisión de los fondos de alto riesgo. Hasta ahora estos fondos no estaban sujetos a supervisión o regulación específica a nivel europeo. Esta nueva normativa, una vez ratificada por el Parlamento Europeo, supondrá aumentar la transparencia en la gestión del riesgo de estos fondos, así como también de los denominados como libres o de gestión alternativa, y en especial de su apalancamiento. Asimismo, se incrementará la protección para los inversores. Asimismo, está previsto que los fondos domiciliados fuera de la Unión Europea puedan operar en todo el territorio comunitario siempre que cuenten con la autorización de la autoridad bursátil de un Estado miembro.

Los depósitos a plazo ganan atractivo con el aumento de su remuneración.

Se perfila por primera vez la regulación de los fondos de alto riesgo a nivel europeo.

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico
2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico
3. La economía de Andalucía: diagnóstico estratégico
4. La economía de la Región de Murcia: diagnóstico estratégico
5. La economía del País Vasco: diagnóstico estratégico

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández
11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero María Gutiérrez-Domènech
12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons
13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual
14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual
15. Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña María Gutiérrez-Domènech
16. ¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes Àlex Ruiz
17. El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático? Claudia Canals
18. Hacia una nueva arquitectura financiera Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal
3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals and Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual
5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

- 01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals
- 02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal
- 03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta
- 01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà
- 02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal
- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
36. El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho
37. Europa, como América: Los desafíos de construir una federación continental Josep M. Colomer

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Manuel Castells
Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Jaume Ventura
CREI-Universitat Pompeu Fabra

Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual
Subdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias
Director de Economía Europea
- Enric Fernández
Director de Economía Internacional
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros
- Matthias Bulach
Director de Análisis Económico

INFORME MENSUAL

Noviembre 2010

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Estudios y Análisis Económico

Av. Diagonal, 629,
torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudios

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

Para suscripciones (altas, bajas...):
publicacioneseestudios@lacaixa.es

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2009

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	237.799
Créditos sobre clientes	178.026
Resultado atribuido al Grupo	1.510

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	27.505
Oficinas	5.326
Terminales de autoservicio	7.951
Tarjetas (millones)	10,3

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2010	Millones €
Sociales	356
Ciencia y medio ambiente	62
Culturales	55
Educativas e investigación	27
TOTAL PRESUPUESTO	500

CICLO DE CONFERENCIAS, Auditorio de "la Caixa" en Madrid

El gobierno de la economía: experiencias personales

Cátedra "la Caixa"

Economía y Sociedad

**LOS PACTOS
DE LA MONCLOA
Y LA RECUPERACIÓN
DE LA ECONOMÍA**

José Luis Leal

27 de octubre de 2010

**EL SEGUNDO AJUSTE
DE LA DEMOCRACIA**

Miguel Boyer

4 de noviembre de 2010

**LA SUPERACIÓN DE LA
CRISIS DE LOS AÑOS
NOVENTA DESDE
LA PERSPECTIVA
DE LOS PROBLEMAS
ACTUALES**

Pedro Solbes

15 de noviembre de 2010

**EL RETO DE LA UNIÓN
EUROPEA: LECCIONES
PARA LA CRISIS ACTUAL**

Carlos Solchaga

13 de diciembre de 2010

Auditorio de "la Caixa", Paseo de la Castellana, 51, Madrid, a las 19.30 horas

Se ruega confirmar al tel. 902 100 419

Plazas limitadas

Toda la información y opiniones contenidas en este informe proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene sólo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se responsabiliza del uso que del mismo pueda hacerse. Las opiniones y estimaciones son propias del Área de Estudios y Análisis Económico, por lo que pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.