

# Informe Mensual



## PERSPECTIVAS 2011

### *Escalada en la guerra de divisas* Pág. 12

La expansión monetaria americana y la resistencia china, detonantes del conflicto

### *Alemania: hacia un crecimiento equilibrado* Pág. 27

El repunte de la demanda interna alemana reducirá el peso de su sector exterior

### *Basilea III, ¿a la tercera va la vencida?* Pág. 45

El nuevo marco regulador es un reto para la capacidad de transformación del sistema financiero

### *La corrección del déficit exterior de la economía española* Pág. 63

El desequilibrio supera el 4% del PIB, un nivel excesivo

# Previsiones

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

	2009	2010	2011	2009		2010			
				III	IV	I	II	III	IV
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
<b>Producto interior bruto</b>					<b>Previsiones</b>				
Estados Unidos	-2,6	2,8	2,2	-2,7	0,2	2,4	3,0	3,2	2,5
Japón	-5,3	3,6	1,5	-4,9	-1,3	4,7	2,7	4,1	3,1
Reino Unido	-4,9	1,5	2,4	-5,4	-3,0	-0,3	1,7	2,8	2,8
Zona del euro	-4,0	1,7	1,6	-4,0	-2,0	0,8	1,9	1,9	2,1
<i>Alemania</i>	-4,6	3,5	2,1	-4,4	-2,0	2,1	3,9	3,9	4,1
<i>Francia</i>	-2,2	1,6	1,8	-0,4	0,4	1,3	1,7	1,9	1,8
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	-0,3	1,6	1,3	-1,6	1,5	2,4	1,8	1,2	1,0
Japón	-1,4	-0,9	-0,3	-2,3	-2,0	-1,1	-0,9	-0,8	-0,6
Reino Unido	2,2	3,1	2,5	1,5	2,1	3,3	3,4	3,1	2,9
Zona del euro	0,3	1,6	1,7	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,7	1,9
<i>Alemania</i>	0,3	1,1	1,5	-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
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	-4,3	1,2	1,1	-4,2	-2,6	-0,3	2,2	1,4	1,3
Consumo de las AAPP	3,2	-0,3	-1,5	2,7	0,2	-0,5	0,1	-0,1	-0,6
Formación bruta de capital fijo	-16,0	-7,2	-1,7	-16,4	-14,0	-10,4	-6,8	-7,0	-4,8
<i>Bienes de equipo</i>	-24,8	2,7	6,1	-25,5	-16,9	-4,4	8,7	2,4	4,0
<i>Construcción</i>	-11,9	-10,9	-5,5	-11,7	-11,9	-11,4	-11,4	-11,6	-9,1
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-6,4	-1,1	-0,1	-6,5	-5,3	-2,9	-0,3	-0,8	-0,5
Exportación de bienes y servicios	-11,6	10,1	7,0	-11,0	-2,1	9,1	11,6	8,7	10,9
Importación de bienes y servicios	-17,8	5,5	3,8	-17,2	-9,2	2,3	9,3	3,9	6,2
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	-6,6	-2,3	-0,3	-7,2	-6,0	-3,8	-2,5	-1,7	-1,3
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,0	20,2	17,9	18,8	20,0	20,1	19,8	20,1
Índice de precios de consumo	-0,3	1,7	1,5	-1,1	0,1	1,1	1,6	1,9	2,3
Costes laborales unitarios	1,0	-1,0	-0,5	0,3	0,0	-0,8	-1,0	-1,4	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-5,5	-4,7	-3,7	-4,0	-4,7	-6,1	-5,0	-3,3	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	-4,2	-3,2	-3,7	-4,4	-5,4	-4,3	-2,7	
Saldo público (% PIB)	-11,1	-9,5	-6,4						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
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	2,6
Bonos alemanes 10 años	3,3	2,7	2,7	3,3	3,2	3,2	2,8	2,4	2,4
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,39	1,33	1,36	1,43	1,48	1,38	1,27	1,29	1,38

## Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 **Coyuntura internacional**
  - 6 Previsiones de la OCDE
  - 8 Estados Unidos
- 12 **Escalada en la guerra de divisas**
  - 14 Japón
  - 17 China
  - 18 Brasil
  - 19 México
  - 20 Materias primas
- 21 **Unión Europea**
  - 21 Zona del euro
  - 25 Alemania
- 27 **Alemania: hacia un crecimiento equilibrado**
  - 30 Francia
  - 31 Italia
  - 32 Reino Unido
  - 34 Europa emergente
- 36 **Mercados financieros**
  - 36 Mercados monetarios y de capital
- 45 **Basilea III, ¿a la tercera va la vencida?**
- 48 **Coyuntura española**
  - 48 Actividad económica
  - 53 Mercado de trabajo
  - 57 Precios
  - 61 Sector exterior
- 63 **La corrección del déficit exterior de la economía española**
  - 66 Sector público
  - 68 Ahorro y financiación

## Perspectivas 2011

Tras el descenso a los infiernos de la Gran Recesión de 2008-2009, el año 2010 ofrecía fundadas esperanzas de recuperación. A diferencia del poeta florentino, la economía mundial no descendió los nueve círculos del infierno de Dante sino que la decidida actuación de las autoridades nacionales consiguió frenar el desplome y revertir la marcha hacia los senderos de la salvación. El ejercicio que ahora termina encaró decididamente la salida de la crisis. Pero como ya advertíamos hace un año, la magnitud de la caída y los audaces remedios puestos en práctica obligaban a la cautela. La crisis ha quedado decididamente atrás, pero todavía queda por delante un trecho complicado.

De entrada, el peligro de recaída en la recesión está descartado, y la recuperación avanza razonablemente. Pero algunas economías desarrolladas han perdido impulso y el progreso es más débil que en anteriores episodios de salida. Un entorno de crecimiento sostenido del producto y del comercio mundial es fundamental para encarar el primero de los tres grandes retos que tiene ante sí la economía mundial, que consiste en retirar los estímulos fiscales y revertir la relajada política monetaria aplicada sin perjudicar la recuperación de la actividad.

La buena noticia es que el mundo emergente, apenas afectado por la recesión, mantiene una velocidad de crucero que parece consolidada y sostenible, y que tira de los demás. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico prevé un crecimiento del producto mundial por encima del 4% en 2011 y 2012, gracias en buena medida a las economías emergentes. En cambio, las principales dudas se ceban en la primera economía mundial, los Estados Unidos, cuya recuperación se ha estancado en la segunda mitad de año, no acaba de digerir los efectos de la burbuja inmobiliaria y no consigue crear empleo suficiente para encarar con confianza el futuro inmediato. En cualquier caso, estimamos que en 2011 la economía estadounidense crecerá algo por encima del 2%, tasa modesta viendo otros episodios de recuperación, pero que afianza el avance conseguido en 2010.

La Fed, el banco central de Estados Unidos, desconfiando de la solidez de la recuperación, ha lanzado una nueva fase de expansión cuantitativa que persigue bajar los tipos de interés a largo plazo, la subida de las bolsas y la mejora de la confianza de los consumidores. Pero la nueva inyección de liquidez ha provocado un descenso del dólar y la revaluación de determinadas divisas emergentes, complicando un panorama ya de por sí enrevesado y que perturba el segundo gran reto del próximo año: la corrección de los desequilibrios globales. La «guerra de divisas» amenaza en convertirse en un episodio de escalada proteccionista que indefectiblemente daría al traste con la recuperación, lo mismo que puede conseguir la persistencia de amplios desequilibrios de balanza de pagos.

El tercer gran reto de 2011 será avanzar en las reformas estructurales que apoyen los dos retos anteriores y que apliquen acertadamente las lecciones aprendidas con la crisis. En particular, en el sistema bancario, con la paulatina adopción de Basilea III, pero también en otros ámbitos de la economía, de cara a aumentar el potencial de crecimiento, mejorar la productividad del sector público, eliminar los obstáculos a la creación de empleo y reconducir el elevado endeudamiento del sector privado. Las reformas permitirán restaurar la estabilidad macroeconómica y la confianza, asegurando así definitivamente la salida de la peor recesión en décadas.

## RESUMEN EJECUTIVO

### La crisis de la deuda soberana arrecia de nuevo

**Irlanda protagoniza un nuevo episodio de crisis de deuda soberana.**

Tras un buen inicio de año, en el que la recuperación parecía encarrilada, la economía mundial se despide con un aumento del riesgo de desaceleración del ritmo de crecimiento, si bien se descarta una recaída en la recesión. Sin embargo, la atención se ha vuelto a concentrar en las tensiones de los mercados de deuda pública de la eurozona, que han resurgido cuando se creían aliviadas tras el episodio previo al verano. La respuesta de la política económica volverá a ser crucial, tanto para dar un nuevo impulso a la economía como para gestionar las tensiones en el mercado de deuda pública.

**El origen está en los efectos de la recesión inmobiliaria sobre los balances de sus bancos.**

El nuevo capítulo de la crisis de la deuda soberana europea lo está escribiendo Irlanda. A diferencia del caso de Grecia, desencadenado por los graves problemas de competitividad y la falta de transparencia de la gestión del sector público, las dudas sobre el potencial de crecimiento del tigre celta son menores. Su problema radica en el importante ajuste del inmobiliario y en la sobredimensión de su sector bancario. Cuando la crisis financiera internacional estaba en su punto álgido, el gobierno irlandés se comprometió a asegurar todos los pasivos bancarios para evitar un pánico financiero en su economía. Pero el agujero que el sector inmobiliario ha creado en sus bancos ha sido mayor de lo previsto. De hecho, después del verano el gobierno irlandés tuvo que realizar una nueva e importante inyección de capital a su sistema bancario que ha disparado el déficit previsto para este año hasta nada menos

**La ayuda financiera se fija en 85.000 millones de euros, a cambio de un duro plan de ajuste.**

que el 32% del producto interior bruto (PIB).

Una de las consecuencias directas ha sido el cierre de los mercados mayoristas de financiación para el sistema bancario irlandés, que se ha visto obligado a obtener la liquidez a través del Banco Central Europeo (BCE). Irlanda tiene cubiertas las amortizaciones de su deuda pública hasta mediados de 2011. Pero la situación de los bancos irlandeses y el esfuerzo financiero de inyección de capital por parte del Estado han acabado convenciendo a la Unión Europea de que era necesario preparar un plan de rescate.

El montante final de la ayuda financiera puesta a disposición de Irlanda asciende a 85.000 millones de euros. Se espera que fundamentalmente vayan dirigidos a recapitalizar, reestructurar y reducir el tamaño del sector bancario. A cambio, el Gobierno irlandés se ha comprometido a aplicar un draconiano plan de ajuste, que incluye la eliminación de 25.000 empleos públicos, un fuerte recorte del gasto social, la reducción de las pensiones y del salario mínimo y la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA) hasta el 23% en 2014.

La acción puesta en marcha para estabilizar la economía irlandesa apenas ha servido para aliviar las tensiones de los mercados. Los diferenciales de tipos de interés de la deuda de algunos de los países más expuestos, con relación a los tipos de la deuda alemana, han aumentado; los temores a que otro u otros países sigan el camino de Grecia e Irlanda no se extinguen; incluso la posibilidad de que algunas economías se

vean obligadas a abandonar el euro no se descarta del todo. Cabe esperar, sin embargo, que la paulatina clarificación de las perspectivas económicas y financieras, así como la toma de decisiones del Eurogrupo, permitan devolver la normalidad a los mercados, tal y como sucedió en el episodio de mediados de año.

Portugal es uno de los países que se encuentran bajo escrutinio debido a la lentitud en la aplicación de las políticas de ajuste, por la persistencia del déficit exterior y sobre todo por el nulo avance en términos de reducción del déficit público. La situación política interna tampoco ha facilitado la adopción de medidas más contundentes que alivien el elevado déficit y la creciente deuda pública.

España también se ha visto envuelta en las tensiones de la actual crisis de la deuda soberana europea, pese a que la reducción del déficit público de la administración central se desenvuelve de acuerdo con lo previsto (descenso del 47% en los diez primeros meses de 2010) y la deuda pública se mantiene por debajo de la media europea. Los riesgos que perciben los mercados se sitúan ahora en la reordenación del sistema financiero, la transparencia de las cuentas públicas de las administraciones territoriales y la aplicación de las reformas estructurales. En este sentido, el Banco de España ha anunciado nuevas medidas para elevar la información proporcionada por las entidades financieras relativa a los riesgos inmobiliarios. También ha establecido como objetivo la finalización de los procesos de fusión de cajas de ahorros para antes de final de año. Por su parte, el Ministerio de Economía ha anunciado nuevas disposiciones para mejorar la información presupuestaria de las comunidades autónomas. Además, el Consejo de Ministros ha aprobado un calendario de iniciativas legislativas que, entre otras, incluye la reforma de las pensiones y de la negociación

colectiva a lo largo del primer trimestre de 2011.

En el ámbito europeo, los ministros de Finanzas de la Unión han alcanzado un principio de acuerdo que establece las grandes líneas del nuevo mecanismo de apoyo a los países en riesgo que se pondrá en marcha en 2013, cuando expira el actual mecanismo europeo de estabilización financiera. A partir de mediados de ese año, todas las emisiones de deuda de los países de la eurozona incluirán cláusulas por las que se establecen las condiciones bajo las cuales se podrían modificar elementos tales como el periodo de amortización, el tipo de interés o incluso la reducción del principal.

Otro elemento que puede ayudar a mejorar la perspectiva de los mercados son los favorables resultados económicos que está registrando la eurozona. En el tercer trimestre la tasa de crecimiento se situó en el 0,4%, un buen dato después del fuerte avance que se registró en el segundo trimestre. El tirón de la actividad lo protagoniza Alemania, con una energía inusitada que se pone de manifiesto al contemplar, entre otros indicadores, la evolución del índice IFO de actividad empresarial, que ha superado el máximo alcanzado en 2006. La situación de las distintas economías que conforman el euro es dispar, con Dinamarca y Finlandia en cabeza, con crecimientos anuales del 3,5%-4%, y Grecia e Irlanda en la cola, todavía en recesión.

En España el crecimiento interanual fue positivo en el tercer trimestre en un 0,2%, la primera tasa positiva después de siete trimestres de caídas. De todas formas, el tercer trimestre significó un estancamiento del (PIB) después de una perceptible recuperación en la primera mitad de año. La ralentización se explica sobre todo por los efectos del aumento de los tipos de gravamen del (IVA) en julio, por el agotamiento

**Portugal y España sufren el contagio del rescate irlandés.**

**España reduce notablemente el déficit público en 2010 y resalta la continuidad del proceso de reformas y ajuste.**

**La economía de la eurozona sigue proporcionando buenas noticias de crecimiento mientras que el PIB de España se estabiliza en el tercer trimestre.**

**En Estados Unidos la recuperación no parece estar todavía afianzada y la Fed amplía el programa de compra de bonos públicos.**

**No es probable que los tipos interbancarios europeos experimenten variaciones en los próximos meses.**

**A medida que la crisis de la deuda vaya remitiendo se recuperarán las perspectivas positivas de los mercados financieros.**

de las ayudas directas para la compra de automóviles y por las medidas presupuestarias restrictivas como el recorte del sueldo de los funcionarios. Las previsiones son que el crecimiento reaparezca en la última parte del año y sobre todo a lo largo de 2011, cuando se espera que la recuperación se afiance definitivamente.

En general, en 2011 las economías avanzadas continuarán registrando un crecimiento lánguido, mientras que las emergentes sólo ralentizarán ligeramente el buen ritmo que vienen desplegando a lo largo de 2010. En materia de inflación también se han puesto de manifiesto estas divergencias. Así, es muy probable que los países industrializados mantengan una política monetaria laxa, a la vez que los menos desarrollados sigan restringiéndola.

La economía de Estados Unidos, que acumula una baja utilización de la capacidad productiva y una moderada tasa de inflación, es uno de los actores principales en esta divergencia. Los datos del tercer trimestre siguen apuntando a una recuperación modesta, con una economía que creció un 0,5% intertrimestral. En este complejo contexto se enmarcan las últimas actuaciones de la Reserva Federal. En su reunión del 3 de noviembre, la Fed tomó una decisión de gran trascendencia: ampliar el programa de compra de bonos para apoyar la reactivación del crecimiento y sostener la estabilidad de precios evitando caer en deflación.

La estrategia que ha decidido seguir la institución que preside Ben Bernanke cuenta con partidarios y detractores. Estos últimos argumentan que el exiguo beneficio económico no compensa el elevado riesgo de inflación que se asume. A este respecto, importantes miembros de la Fed han salido al paso de estas críticas recordando que la institución dispone de los instrumentos

necesarios para endurecer las condiciones monetarias sin necesidad de reducir el tamaño de su balance.

En un escenario en el que el BCE no vislumbra cambios sustanciales y en el que el grueso de la liquidez ya se ha drenado, es previsible que los tipos interbancarios del euríbor no registren variaciones importantes en los próximos meses. En un horizonte de medio plazo es probable que, a medida que el banco central vaya drenando liquidez o señale con claridad que comenzará a subir los tipos oficiales, los interbancarios europeos inicien una suave senda alcista.

Por su parte, países como China, Brasil, Corea del Sur, India o Chile han registrado fuertes crecimientos económicos y un importante repunte de los riesgos inflacionistas. La respuesta de los bancos centrales nacionales ha sido subir los tipos de interés oficiales para mantener bajo control dichas presiones. En este complejo entorno, la pauta de comportamiento de las principales bolsas se ha caracterizado por las divergencias y los movimientos erráticos. A medio plazo las perspectivas de la renta variable internacional siguen siendo positivas, aunque los analistas no descartan altibajos.

La mayor caída de las bolsas europeas y sobre todo de la española ha empujado los indicadores de valoración a niveles atractivos. Por esto, en el horizonte del medio plazo, a medida que la crisis de la deuda pública en la eurozona vaya remitiendo, deberá cerrarse la brecha con respecto al precio de la renta variable de Estados Unidos y de los países emergentes, una evolución que reflejará la recuperación de la confianza y la superación de este nuevo episodio de crisis de deuda.

29 de noviembre de 2010

## CRONOLOGÍA

### 2009

**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**.

**noviembre** 19 El Gobierno establece un **calendario legislativo** que incluye la **reforma de las pensiones y de la negociación colectiva**.

24 **Irlanda** presenta un **plan de ajuste** con severas medidas de recorte del déficit público a fin de recibir las **ayudas financieras** de la UE y del FMI.

## AGENDA

### 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 (noviembre).
- 29 Ventas minoristas (noviembre).
- 30 Balanza de pagos (octubre).

### Enero

- 3 IPCA, indicador adelantado (diciembre).
- 5 Índice de producción industrial (noviembre).
- 12 Índice de producción industrial de la UE (noviembre).
- 13 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14 IPC (diciembre). Inflación de la UE (diciembre).
- 25 Precios industriales (diciembre). Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 Ventas minoristas (diciembre).
- 28 Encuesta de población activa (cuarto trimestre). PIB de Estados Unidos (cuarto trimestre).
- 31 Balanza de pagos (noviembre).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**La OCDE espera un crecimiento global del 4,2% para 2011.**

### Previsiones de la OCDE: debilidad en 2011 esperando un mejor 2012

En su informe de perspectivas de la economía mundial de noviembre, la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) revisó sus previsiones para 2011 a la baja. El crecimiento de 2011 será del 4,2% gracias a la fuerza de las economías emergentes. Pero la recupera-

ción es desigual, con una mayor debilidad en las economías ricas.

Para la OCDE es necesario un crecimiento más equilibrado, con menores desequilibrios comerciales y con un sector privado que tome el relevo de los estímulos gubernamentales. Respecto a los desequilibrios comerciales, para los que no se prevé una moderación significativa en los próximos

#### PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA OCDE (1)

	2009	2010	2011	2012
<b>PIB (2)</b>				
Total Mundial	-1,0	4,6	4,2	4,6
Estados Unidos	-2,6	2,7	2,2	3,1
Japón	-5,2	3,7	1,7	1,3
Zona del euro	-4,1	1,7	1,7	2,0
OCDE	-3,4	2,8	2,3	2,8
<b>Inflación (3)</b>				
Estados Unidos	-0,3	1,6	1,1	1,1
Japón	-1,4	-0,9	-0,8	-0,5
Zona del euro	0,3	1,5	1,3	1,2
<b>Paro (4)</b>				
Estados Unidos	9,3	9,7	9,5	8,7
Japón	5,1	5,1	4,9	4,5
Zona del euro	9,3	9,9	9,6	9,2
OCDE	8,1	8,3	8,1	7,5
<b>Balanza por Cuenta Corriente (5)</b>				
Estados Unidos	-2,7	-3,4	-3,7	-3,7
Japón	2,8	3,4	3,7	3,7
Zona del euro	-0,4	-0,2	0,3	0,9
OCDE	-0,5	-0,7	-0,7	-0,5
China	6,0	5,8	5,9	5,5

NOTAS: (1) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 12 de noviembre de 2010.

(2) Tasas porcentuales de variación en términos reales.

(3) Tasas porcentuales de variación del deflactor del PIB.

(4) En porcentaje sobre población activa.

(5) En porcentaje del PIB.

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

dos años, la OCDE postula la necesidad de políticas coordinadas en el seno del G-20 para evitar las guerras de divisas y la emergencia del proteccionismo.

Respecto al relevo de los estímulos públicos, la OCDE pone un especial énfasis en el establecimiento de planes creíbles de consolidación fiscal que devuelvan la confianza de los agentes económicos en las finanzas públicas y que hagan sostenible la deuda. Todo ello redundaría en un mayor crecimiento a medio plazo. La OCDE reconoce que, en el corto plazo, los efectos podrían ser contractivos, pero de intensidad limitada.

El organismo internacional espera un 2011 más difícil que 2010, con un crecimiento que, en el conjunto de países de la OCDE, pasará del 2,8% al 2,3% para volver a repuntar en 2012. Especialmente a la baja, respecto al informe de julio, se revisaron las perspectivas para Estados Unidos, con un crecimiento esperado del 2,7% para 2010 y del 2,2% para 2011, en línea con nuestras propias previsiones. Para 2012, la OCDE hace una apuesta más optimista, llevando el crecimiento estadounidense hasta el 3,1%, lo que redundará en una reducción de la tasa de paro del periodo. En contraste, la zona del euro mejora sus pers-

**La cooperación internacional y la consolidación fiscal son necesarias para apuntalar el crecimiento.**

#### PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA OCDE (1)

	2009	2010	2011	2012
<b>Saldo de las AAPP (2)</b>				
Estados Unidos	-11,3	-10,5	-8,8	-6,8
Japón	-7,1	-7,7	-7,5	-7,3
Alemania	-3,0	-4,0	-2,9	-2,1
Francia	-7,6	-7,4	-6,1	-4,8
Italia	-5,2	-5,0	-3,9	-3,1
Reino Unido	-11,0	-9,6	-8,1	-6,5
España	-11,1	-9,2	-6,3	-4,4
Zona del euro	-6,2	-6,3	-4,6	-3,5
OCDE	-7,9	-7,6	-6,1	-4,7
<b>Tipos de interés a corto plazo (3)</b>				
Estados Unidos	0,9	0,5	0,7	1,8
Japón	0,3	0,2	0,2	0,2
Reino Unido	1,2	0,7	0,9	1,8
Zona del euro	1,2	0,8	1,1	1,8
<b>Tipos de interés a largo plazo (4)</b>				
Estados Unidos	3,3	3,1	3,3	4,5
Japón	1,3	1,1	1,2	1,7
Alemania	3,2	2,7	3,0	3,8
Francia	3,6	3,0	3,3	4,1
Italia	4,3	3,8	3,7	4,5
Reino Unido	3,6	3,5	3,6	4,5
España	4,0	4,1	4,0	4,2
Zona del euro	3,8	3,4	3,6	4,3

NOTAS: (1) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 12 de noviembre de 2010.

(2) En porcentaje del PIB.

(3) Tipos de interés a 3 meses en los mercados monetarios nacionales.

(4) Tipos de la deuda pública de las emisiones más representativas de cada país.

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

**El crecimiento de Estados Unidos para 2011 queda en el 2,2%, mientras que para la zona del euro se espera un 1,7%.**

**Estados Unidos espera que su economía crezca un 2,8% para 2010 y un 2,2% en 2011.**

pectivas para 2010, dejando el crecimiento en el 1,7%, ligeramente por encima de nuestras expectativas. El crecimiento, empero, no logra despegar en 2011, repitiendo el avance del 1,7%, también coincidente con nuestras previsiones, mientras que, a diferencia del caso americano, no se produce una mejoría apreciable en 2012.

Para España, la OCDE prevé un leve retroceso en 2010 seguido de un crecimiento del 0,9% para 2011, con cierta aceleración en 2012, hasta tasas del 1,8%, ligeramente por encima de las previsiones de "la Caixa".

### Estados Unidos: un crecimiento lastrado por el empleo

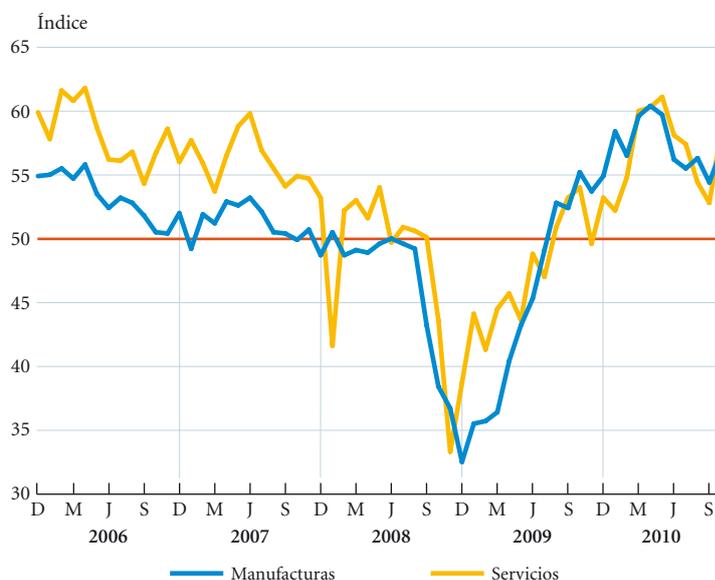
Prevedemos que la economía estadounidense crecerá en torno a un 2,2% para el conjunto de 2011, por debajo del 2,8% que se espera para 2010. La persistencia de la debilidad del mercado de trabajo y de la vivienda, que se retroalimentan mutuamen-

te, y el endeudamiento de los hogares, que alcanza el 118,4% de la renta disponible, limitan el crecimiento del consumo privado, mientras que la inversión en equipo pierde algo de la fuerza de la primera mitad del año y las exportaciones siguen sin encontrar la senda del vigor. El año próximo ni los estímulos fiscales ni el ciclo de existencias aportarán tanto al crecimiento como 2010.

Los datos del tercer trimestre siguen apuntando a una recuperación modesta, con un economía que creció un 0,6% intertrimestral. Pese al relativo buen comportamiento del consumo privado, el avance del periodo debe una parte considerable a la acumulación de existencias, mientras que la inversión en equipo y las exportaciones siguieron ralentizándose respecto al segundo trimestre. Así, los riesgos de crecimiento anémico, que no de recaída, superan a los inflacionistas, con la inflación subyacente en mínimos históricos, y justifican el mantenimiento de

## ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS MEJORAN EXPECTATIVA

Nivel de los índices del ISM (\*)



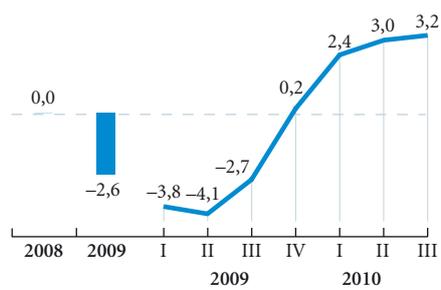
NOTA: (\*) Un nivel de 50 implica que hay tantas respuestas optimistas como pesimistas.

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

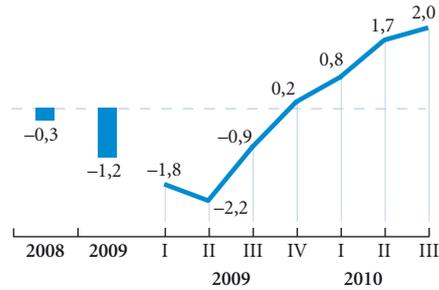
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

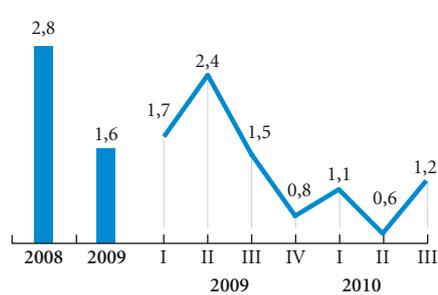
PIB



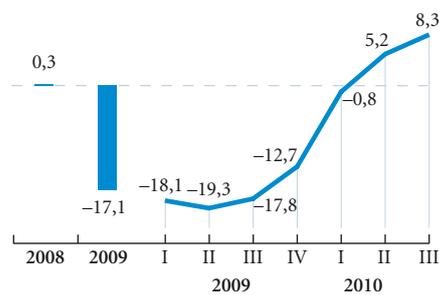
Consumo privado



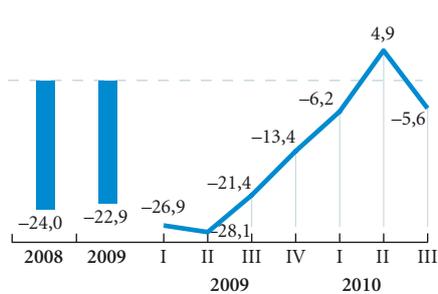
Consumo público



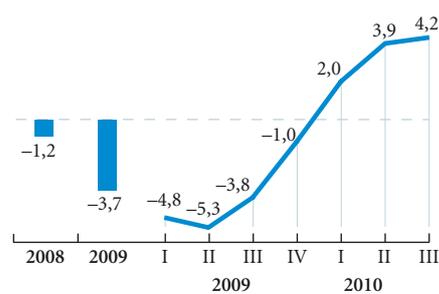
Inversión no residencial



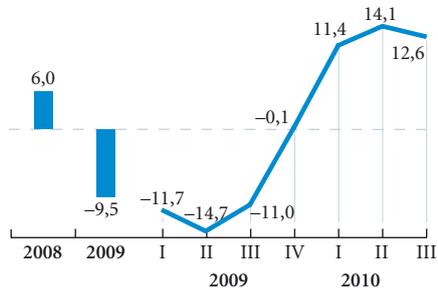
Inversión residencial



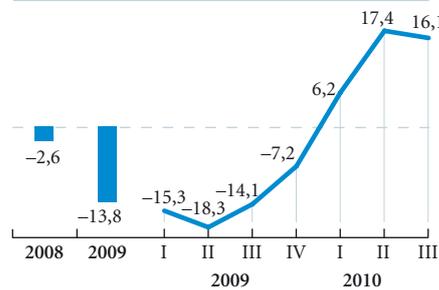
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

**Estados Unidos crece un 0,6% en el tercer trimestre por la resistencia del consumo y la reposición de existencias.**

medidas expansivas de política fiscal y monetaria, sin que ello exima de la necesidad de un plan creíble de consolidación fiscal para la economía estadounidense a medio plazo.

Las ventas minoristas son un buen exponente de este fondo de resistencia que parece haber encontrado el consumo privado. El componente que excluye los volátiles coches y consumo de gasolina creció un apreciable 5,3% interanual en octubre. A lo que se añade el buen comportamiento de las ventas de automóviles. Hay que recordar, empero, que, descontando el efecto de las variaciones de precios, el comercio minorista sigue ligeramente por debajo del nivel de diciembre de 2007, representativo de la situación anterior a la crisis.

**Las ventas minoristas tienen un buen comportamiento en octubre pero la confianza es baja.**

Este fondo de resistencia de los consumidores también se dio, en cierta forma, en la visión empresarial. Después de cinco meses de reducción de expectativas, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management tuvo un fuerte repunte en octubre, con el índice de manufacturas subiendo hasta los 56,9 puntos y con el de servicios, que representan cuatro quintas partes del empleo privado, alcanzando un todavía más rotundo nivel de 58,4 puntos. En ambos índices se ha pasado de una situación de correspondencia con crecimientos anémicos a otra consistente con un avance del conjunto de la economía superior al 3,0%.

**Los empresarios detienen el deterioro de sus expectativas, pero la industria se estanca.**

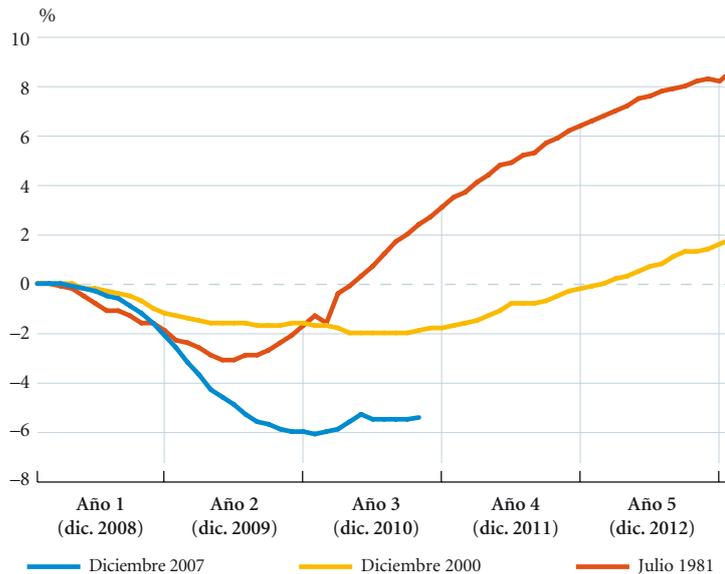
Pero el principal factor de debilidad de la economía estadounidense sigue estando en el mercado de trabajo que, para su recuperación, necesita que esos crecimientos robustos que se apuntan en los índices de sentimiento empresarial sean una realidad. La mayoría de las previsiones para 2011 no contemplan, empero, este escenario optimista, con lo que, sin una demanda vigorosa, es difícil que la tasa de desempleo, que en octubre siguió anclada en el

9,6%, experimente mejoras sustanciales. El problema aquí es que el retraso de la recuperación constituye de por sí un empeoramiento porque, entre otras cosas, tira al alza de la proporción de parados de larga duración, de más difícil recolocación. Así, los parados que llevan más de seis meses sin empleo superan el 44,0% del total de los parados, lo que dobla el máximo al que se había llegado en 1982. A todo ello se le añade el importante número de trabajadores desanimados y de otros que, queriendo trabajar a jornada completa, sólo pueden hacerlo a tiempo parcial, que irán absorbiendo una porción considerable de la demanda de trabajo que se pueda crear en los próximos meses. Por todo ello, será difícil que pueda verse una recuperación sustancial del empleo antes de finales de 2011.

Esta persistencia del desempleo tiene una gran parte de la culpa de que la construcción volviera a recaer en el tercer trimestre. El problema inmobiliario viene estrechamente ligado a la debilidad del mercado de trabajo. La construcción había tenido una aportación al crecimiento muy por encima de su peso en el total de la economía en los años de bonanza, sustentada en el endeudamiento de los hogares. Con el final del crédito fácil, el sector lleva destruidos dos millones de puestos de trabajo que, por su naturaleza, son de difícil reconversión. Esta destrucción de empleo ha tenido un efecto *boomerang* sobre el sector ya que la persistencia de una elevada tasa de desempleo alimenta las ejecuciones de hipotecas por impago. Esto, a su vez, nutre la sobreoferta de viviendas que hace que la inversión residencial esté prácticamente paralizada. Fruto también de esta sobreoferta es el estancamiento de la precaria recuperación de los precios de la vivienda. Por su parte, el volumen de las ventas de inmuebles no logra recuperarse con consistencia después del final de las ayudas públicas.

## ESTADOS UNIDOS: LA RECUPERACIÓN DEL EMPLEO SE HARÁ ESPERAR

Pérdida de empleo en porcentaje del total de empleados al inicio de los descensos (\*)



NOTA: (\*) Las fechas entre paréntesis son las correspondientes a la última recesión (diciembre 2007).  
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

La debilidad de la demanda ha llevado a la inflación a mínimos. Así, si bien el índice general de precios al consumo (IPC) de octubre aumentó un 1,2% interanual, la baja utilización de la capacidad productiva hizo que el índice subyacente avanzase un mero 0,6% interanual, que es el incremento más bajo desde su implantación, en 1958. En un entorno de elevado apalancamiento como el actual, la persistencia de este estancamiento de los precios hace que los hogares endeudados pierdan el beneficio que en épocas anteriores les aportaba la inflación, al reducir el monto de la deuda contraída en términos reales. De aquí que la Fed se disponga a implementar una segunda etapa de expansión cuantitativa para que la inflación bascule más hacia ese objetivo no explícito del 2% al tiempo que aleje a los precios de un hipotético descenso.

Por su parte, el sector exterior no parece que en 2011 vaya a ser el catalizador que la recuperación necesita. En primer lugar, dado el tamaño de la economía estadounidense, las exportaciones tienen un peso menor que en otros países. En segundo lugar, su evolución sigue sin encontrar la senda de los crecimientos robustos, a pesar de la relativa debilidad del dólar. Si bien la balanza comercial de septiembre dio una pequeña alegría al reducirse el déficit comercial de bienes y servicios en un 5,3% respecto al mes previo, esto se debió principalmente a unas menores importaciones, que siguen volviendo a la normalidad después de los fuertes incrementos del segundo trimestre. Sin embargo, las exportaciones continuaron ralentizándose. En este contexto, cabe esperar que el dólar se mantenga relativamente débil, influido tanto por el continuado déficit comercial como por la política expansiva de la Fed.

**La construcción sufre una caída y sigue en mínimos mientras que los precios de la vivienda continúan en el fondo.**

**El IPC sube un 1,2% y el subyacente un 0,6%, mínimo histórico.**

## ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009	2010			
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	0,0	-2,6	0,2	2,4	3,0	3,2	-
Ventas al por menor	-1,0	-6,3	1,8	5,7	6,9	5,7	7,3
Confianza del consumidor (1)	58,0	45,2	51,0	51,7	58,2	50,9	50,2
Producción industrial	-3,3	-9,3	-3,8	2,7	7,4	6,6	5,3
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	54,6	58,2	58,8	55,4	56,9
Viviendas iniciadas	-32,9	-38,4	-14,8	16,5	12,2	0,6	-1,9
Tasa de paro (2)	5,8	9,3	10,0	9,7	9,7	9,6	9,6
Precios de consumo	3,8	-0,4	1,4	2,4	1,8	1,2	1,2
Balanza comercial (3)	-698,8	-374,9	-374,9	-398,9	-450,1	-483,8	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	2,8	0,7	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	74,5	77,7	72,8	74,8	77,6	75,9	72,4

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.

## Escalada en la guerra de divisas

Las guerras de divisas se presentan como una nueva amenaza para la recuperación global. El anuncio, por parte de la Fed, de una segunda fase de expansión monetaria, conocida por las siglas QE2 (*quantitative easing*, parte 2), junto a la resistencia de China a permitir mayores apreciaciones de su moneda frente al dólar, ha desencadenado la reacción de numerosos países que no quieren perder posiciones competitivas.

Al anunciar el QE2, las intenciones declaradas por la Fed han sido luchar contra las presiones deflacionistas y apoyar la recuperación y la creación de empleo mediante una disminución de los tipos de interés a largo plazo. La debilidad del dólar es, sin embargo, una consecuencia inevitable de la expansión monetaria. A mayor oferta de dólares, mayor presión a la baja sobre su cotización. Es difícil saber si éste era también uno de los objetivos de la Fed, pero es indiscutible que a Estados Unidos le va muy bien un dólar débil que ayude a dinamizar la demanda externa. Así, desde principios de septiembre, cuando comenzó a descontarse una nueva ronda de medidas expansivas, hasta mediados de noviembre el dólar se ha depreciado cerca de un 5% en promedio (términos nominales efectivos) y cerca de un 7% con respecto al euro.

En este contexto, varios países se han resistido a ser la contrapartida en la depreciación del billete verde. La negativa de China a permitir una apreciación sustancial de su moneda –que apenas ha subido un 3% frente al dólar desde mediados de junio– tiene mucho que ver con esta reacción. Para evitar una apreciación excesiva de sus divisas, varios países emergentes han impuesto trabas a las entradas de capital. Brasil, por ejemplo, elevó en octubre el gravamen sobre las inversiones extranjeras en renta fija hasta el 6%. En las últimas semanas, Tailandia,

Indonesia y Corea del Sur también han tomado medidas para frenar las entradas de capital extranjero. Entre las economías avanzadas, destaca la intervención de Japón en los mercados de divisas para frenar la apreciación de su moneda. Por el contrario, el euro ha soportado una buena parte de la depreciación del dólar. La eurozona se ha revelado como una de las pocas regiones dispuestas a no intervenir frente a la debilidad del dólar.

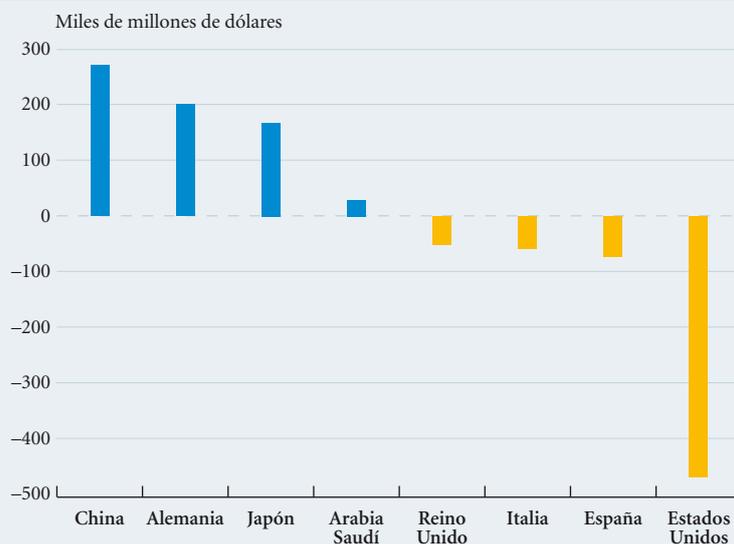
La reticencia de China a apreciar su moneda se ha contagiado a otros países por el temor a una pérdida de competitividad tanto frente al gigante asiático como frente a otros países que también se resistan a una apreciación de su moneda. Ello tendría distintas consecuencias: primero, una posible pérdida de cuota en mercados donde compiten directamente con China; segundo, una mayor entrada de productos «baratos» de China que podría dañar la industria doméstica; y finalmente, una pérdida de capacidad para competir en el mercado chino.

Las presiones cambiarias, sin duda, también están relacionadas con los denominados desequilibrios globales. En este sentido, la nueva expansión monetaria de Estados Unidos podría considerarse un mero catalizador de un proceso inevitable a largo plazo: el realineamiento de los tipos de cambio a nivel global para reducir el déficit externo de Estados Unidos y los grandes superávits de China y otras economías (véase el gráfico siguiente). En este debate, los países superavitarios, con China a la cabeza, alegan que los ajustes del tipo de cambio deben producirse muy gradualmente para no entorpecer el crecimiento económico. Estados Unidos, en cambio, exige una mayor flexibilidad cambiaria para potenciar el crecimiento de su sector exportador. El desacuerdo entre unos y otros se ha hecho patente en la última reunión del G-20 en Corea, donde este debate fue protagonista.

Con todo, resistirse a apreciar también comporta ciertos riesgos para los emergentes. La intervención en el mercado cambiario conlleva una considerable acumulación de reservas y, por tanto, un aumento en la liquidez. A su vez, los tipos de interés se mantienen bajos para no atraer más flujos de capital que quieren aprovechar futuras apre-

### GRANDES DESEQUILIBRIOS GLOBALES

Previsiones para 2010 del saldo exterior por cuenta corriente



FUENTE: FMI (WEO octubre 2010).

ciaciones. Todo ello agrava los ya existentes riesgos de sobrecalentamiento y forma un caldo de cultivo óptimo para la formación de burbujas en la bolsa o el sector inmobiliario. Algunos analistas sostienen que la oposición de los grandes ahorradores a dejar apreciar sus monedas puede incluso volverse en su contra por donde menos lo esperan, su sector exterior. En particular, argumentan que la falta de ajuste de los tipos de cambio nominales provocará, ante la necesidad de que se produzca un ajuste de los desequilibrios externos, una presión al alza de los precios en las economías emergentes y una presión deflacionista en Estados Unidos si el dólar no se debilita lo suficiente. Ello podría entorpecer la recuperación de la primera economía mundial, cuya demanda es fundamental en el crecimiento de los emergentes.

En definitiva, numerosos países están atrapados entre las medidas expansivas norteamericanas y la firme intervención cambiaria china. Pese al temor por la pérdida de competitividad exterior, los países deben reconocer los pros y los contras que supone el inicio de una guerra de divisas. Entre ellos, la posibilidad de una guerra comercial, cuyo espectro sobrevuela el ambiente. Una reflexión conjunta del problema llevaría a un reajuste gradual y sobre todo coordinado. Por el contrario, las actuaciones unilaterales sólo pueden agravar la recuperación para unos y mermar el crecimiento futuro de otros.

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

**Japón se desacelera y crece un 0,4% a causa de la debilidad del consumo interno.**

### **Japón: más débil de lo que parece**

La economía japonesa avanzará probablemente un 3,6% en 2010 aupada por el rebote de las exportaciones en la primera mitad del año y por los estímulos públicos al consumo. Pero, tras el final de estos factores temporales, es de prever que el crecimiento para el conjunto de 2011 no debería superar el 1,5%, con una salida de la deflación que se hará esperar hasta inicios de 2012. El repunte del crecimiento del PIB en el tercer trimestre, que se incrementó un 1,0% intertrimestral, muestra una situación mejor de la que es.

La mayor aportación al crecimiento vino esta vez de la mano del consumo privado, que se vio acrecentado por factores sin continuidad como el final del estímulo fiscal a la compra de bienes duraderos y por los efectos de un verano especialmente cálido, que repercutieron en la compra masiva de aparatos de aire acondicionado y refrigeración. Pero la peor

noticia fue la confirmación de la ralentización de las exportaciones, que han venido siendo el puntal del crecimiento de la última década de forma consistente. La inversión en equipo también mostró un tono más lánguido mientras que, en el haber, la construcción parece haber tocado fondo, con un mercado inmobiliario que en agosto y septiembre exhibió una tímida recuperación después de los mínimos de julio.

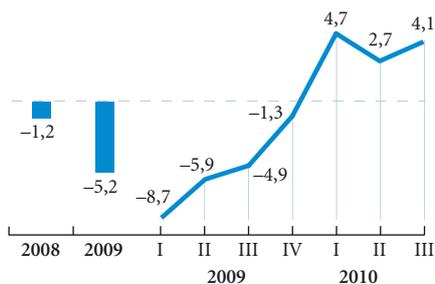
La debilidad de la demanda interna volvió a manifestarse en las ventas de automóviles de octubre, que regularon después del final de las ayudas. Abundando en las debilidades, la industria, un bastión tradicional de la economía del Japón, sigue estancada en el mejor de los casos, con un índice de producción industrial que en septiembre acumuló su cuarto descenso consecutivo y está un 15,4% por debajo del nivel de mayo de 2008, que marca el inicio de la crisis.

**La demanda sigue necesitada de estímulos mientras que la producción industrial se estanca.**

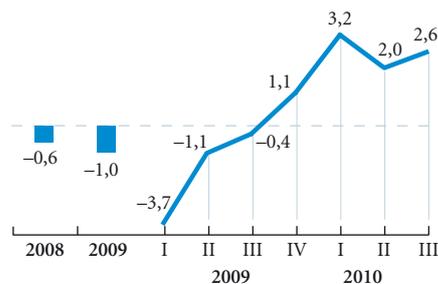
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

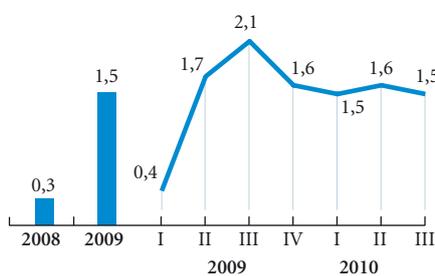
PIB



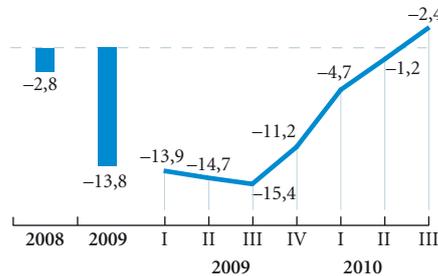
Consumo privado



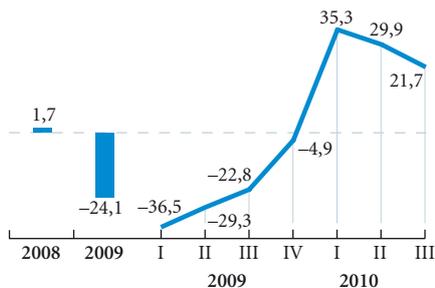
Consumo público



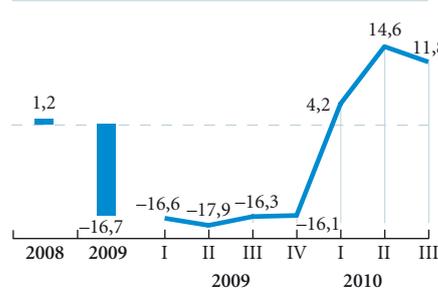
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto de Investigación Económica y Social y elaboración propia.

En el mercado laboral se dejó notar el repunte del tercer trimestre, con una tasa de desempleo que en septiembre descendió hasta el 5,0%. Por su parte, los precios frenaron sus caídas en octubre, con un IPC que descendió un 0,6% interanual, pero con un índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, que volvió a ceder un sustancial 1,5% interanual.

En el capítulo exterior, el superávit comercial aumentó en septiembre, pero ello se debió más al descenso de las importaciones que no a la fuerza exportadora. En este sentido, si bien las ventas al resto del continente asiático habían sido el principal motor del crecimiento exportador en la primera mitad del año, en septiembre las exportaciones a China continuaron netamente por debajo del máximo de marzo.

**El superávit comercial se sustenta en la reducción de las importaciones.**

## JAPÓN: UN DURO FIN DE LOS ESTÍMULOS PARA EL AUTOMÓVIL

Ventas de automóviles. Variación interanual



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

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2010				
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	-1,2	-5,3	-1,3	4,7	2,7	4,1	-
Ventas al por menor	0,3	-2,3	-0,7	3,8	3,7	3,2	...
Producción industrial	-3,4	-21,8	-5,1	27,1	21,1	12,9	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-2,8	-40,8	-24,0	-14,0	1,0	8,0	-
Viviendas iniciadas	2,5	-27,6	-20,7	-6,7	-1,1	13,9	...
Tasa de paro (2)	4,0	5,1	5,2	4,9	5,2	5,1	...
Precios de consumo	1,4	-1,4	-2,0	-1,1	-0,9	-0,8	...
Balanza comercial (3)	4,2	4,0	4,0	6,7	7,4	8,2	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	86,6	98,6	99,6	101,1	102,8	109,1	111,2

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.

## China: buenas perspectivas con peligro de sobrecalentamiento

El vigor del crecimiento chino en lo que llevamos de año ha sorprendido positivamente. Esperamos que el PIB acumule un avance del 10,1% en 2010. Las perspectivas de crecimiento para 2011 y 2012 se sitúan alrededor del 9%, una ligera moderación que debería ayudar a mitigar los crecientes riesgos de sobrecalentamiento que sobrevuelan la economía.

Dicha recuperación económica unida al fuerte repunte de la inflación –que en octubre marcó un 4,4% interanual, el máximo de los últimos dos años–, han acelerado la retirada de las medidas monetarias expansivas. En particular, y por segunda vez en pocas semanas, el banco central ha aumentado el coeficiente de caja –hasta el 18,5% para los grandes bancos y entre los 16% y los 16,5% para las pequeñas entidades– y acumula una subida total de 250 puntos básicos desde el inicio de año.

Dicho aumento se une a la reciente e inesperada subida del tipo de interés de referencia –desde el 5,31% hasta el 5,56%– y a la relajación de los controles que mantenían prácticamente fijo el tipo de cambio frente al dólar. El endurecimiento de las condi-

ciones monetarias continuará a lo largo de 2011. Para el próximo año, anticipamos nuevas actuaciones en el coeficiente de caja, del orden de 150 puntos básicos en total, así como un par de subidas en el tipo de interés. En cuanto a la política del tipo de cambio, prevemos una apreciación muy gradual del renminbi, en torno al 4% anual, y en línea a su actual comportamiento. Según China, una brusca apreciación de su moneda podría entorpecer el crecimiento económico del país, fuertemente dependiente de la inversión –buena parte en el sector exportador– y del propio sector exterior.

Asimismo, ante los persistentes riesgos de burbujas en el sector inmobiliario, la autoridad monetaria también ha impulsado políticas dirigidas a enfriar dicho sector, desde limitaciones en la concesión de créditos hasta subidas en la entrada mínima requerida para la adquisición de una vivienda, pasando por aumentos en los tipos de interés hipotecarios. En este contexto, el precio de la vivienda aumentó un 8,6% interanual en octubre, por debajo del promedio anual del 10,6%.

Por su parte, la política fiscal a lo largo de 2011 seguirá siendo activa, centrada en la mejora de las prestaciones sociales y en el apoyo al consumo doméstico, y algo me-

**Prevedemos un avance en China del 10,1% en 2010 y del orden del 9% para 2011 y 2012.**

**El banco central acelera la retirada de medidas expansivas.**

**Política fiscal activa y centrada en apoyar el consumo doméstico.**

### CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	9,6	9,1	11,3	11,9	10,3	9,6	–
Producción industrial	12,6	12,5	17,9	19,8	16,0	14,5	13,1
Producción eléctrica	6,7	6,7	24,3	22,6	17,8	11,8	6,7
Precios de consumo (*)	5,9	–0,7	0,6	2,2	2,9	3,5	4,4
Balanza comercial (**)	298	196	196	148	156	183	186
Tipo de interés de referencia (***)	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,56	5,56
Renminbi por dólar (*)	6,9	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.

## Aumentan los riesgos de actuaciones proteccionistas.

nos en las inversiones en infraestructuras. Todo ello con el objetivo de reequilibrar las fuentes de crecimiento del país hacia un mayor protagonismo del consumo interno y la inversión privada.

Por último, la balanza comercial volvió a marcar un robusto superávit en octubre, de 27.148 millones de dólares, por encima de los valores de septiembre y agosto. Ello se debió, en gran medida, al menor crecimiento de las importaciones, que avanzaron por debajo de las previsiones del consenso. Este vigor comercial, junto a las fuertes entradas de capital, se ha visto reflejado en el pronunciado aumento de reservas internacionales del tercer trimestre.

Nuevamente, la dimensión del superávit comercial chino y la moderada apreciación del renminbi –de apenas un 3% desde el anuncio de su flexibilización a mediados de junio– han disparado los riesgos de actuaciones proteccionistas de sus principales socios comerciales, especialmente Estados Unidos, que ostenta el mayor déficit bilateral con China. Dichas medidas proteccionistas se vendrían a añadir a las recientes tensiones inflacionistas y a los peligros de burbujas en el precio de la vivienda, constituyendo los tres mayores riesgos a corto plazo.

## Brasil se despide de un gran año y se prepara para inaugurar 2011 con Dilma Rousseff al mando.

## Brasil: y, tras un buen 2010, ¡Bem-vindo 2011!

Tras una recesión fugaz, Brasil emprendió una sólida recuperación que le permitirá sellar el cómputo anual de 2010 con un crecimiento del PIB en torno al 7,2%, su máximo registro en tres décadas. El gasto interno, con la inversión al mando, asumió el principal papel motriz en tanto que la demanda externa sigue restando puntos al crecimiento, acusando la persistente fortaleza del real y el determinado arranque de la importación.

Los indicadores adelantados apuntan hacia la moderación de la actividad en los próximos meses hasta estabilizarse en niveles de crecimiento más acordes con su potencial, en torno al 5%, de cara a 2011. Aun así, la coyuntura actual sitúa al nuevo gobierno de Dilma Rousseff, primera presidenta de la historia de Brasil, en una posición muy grata, con un crecimiento económico notable, desempleo en mínimos y confianza interna en máximos.

Entre los principales lances que afronta la economía brasileña a corto plazo, destacan el rápido deterioro de la balanza por cuenta corriente y la persistente senda de

### BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	5,1	-0,2	4,4	9,0	8,7	...	-
Producción industrial	2,9	-7,2	6,3	17,3	14,2	8,0	...
Confianza del consumidor (*)	140,4	138,3	154,2	158,1	154,6	159,5	154,5
Tasa de paro São Paulo (**)	13,0	12,8	11,8	12,3	13,2	12,6	...
Precios de consumo	5,7	4,9	4,2	4,9	5,1	4,6	5,2
Balanza comercial (***)	24,8	25,3	25,3	23,2	19,3	16,9	17,4
Tipo de interés SELIC (%)	11,25	11,25	8,75	8,75	10,25	10,75	10,75
Reales por dólar (*)	1,8	2,3	1,7	1,8	1,8	1,7	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.

apreciación del real. Las tareas de intervención en el mercado cambiario se han intensificado en el último mes y medio, pero ni éstas ni la subida del tributo que grava los flujos de capital en renta fija hasta al 6% en octubre han podido interrumpir el avance del real (un 2% desde enero y un 7% desde junio). Sólo la relativa recuperación del dólar reciente ha concedido una tregua. Sin embargo, no anticipamos un cambio definitivo de tendencia mientras persistan los diferenciales de crecimiento y rentabilidad entre Brasil y otras economías más maduras. Ello seguirá mermando la competitividad del sector manufacturero y, por lo tanto, el potencial exportador.

A pesar de una tasa de crecimiento por encima de su potencial y la utilización de la capacidad productiva rozando el 85% del total instalado, las políticas macroeconómicas han preservado el tono expansivo que adoptaron al arreciar la crisis, por lo que los riesgos de sobrecalentamiento siguen latentes. La tasa de inflación volvió a repuntar en octubre superando el 5% y, por lo tanto, el objetivo del 4,5%, por lo que esperamos que la senda de subidas de tipos que se interrumpió en agosto se reanude en 2011, más temprano que tarde si la evolución del tipo de cambio lo permite.

El recurso monetario aparece aún más certero al anticiparse pocos movimientos en el terreno fiscal. A medio plazo, el principal riesgo aflora, precisamente, por dicho flanco. La persistencia de los estímulos casi-fiscales al crecimiento y la elevada inversión en infraestructuras que exigirá el mundial de fútbol de 2014 y las olimpiadas de 2016 podrían derivar en un sobreendeudamiento del sector público. Con todo, no hay duda de que el nuevo gabinete de gobierno hará todo lo posible por mantener el compromiso con la estabilidad macroeconómica adquirido por las últimas administraciones y que tan bien les vino al llegar la crisis. Dicho compromiso sigue siendo de vital importancia para

mantener la credibilidad y promover el crecimiento equilibrado a largo plazo.

En cualquier caso, y al menos desde el punto de vista macroeconómico, Brasil es, sin duda, un lugar privilegiado para dar la bienvenida a 2011.

### **México: afianzando la recuperación**

El arranque de la actividad económica en los dos primeros trimestres del año permitirá a la economía mexicana crecer en torno al 5% en 2010, gracias al buen desempeño de la demanda externa (sobre todo de Estados Unidos) y a un importante efecto de base. Los datos del tercer trimestre, con un crecimiento del 5,3% interanual y un 0,7% entre junio y septiembre, confirman la moderación del ritmo de avance; también, sin lugar a dudas, la continuidad de la recuperación azteca, que sigue beneficiándose de la resistencia de un flanco externo que, poco a poco, va siendo arropado por el gasto interior.

La acompasada reacción de la inversión y del consumo y la progresiva remontada de los niveles de confianza internos auguran la continuidad de la recuperación de cara a los meses venideros. Aun así, seguimos divisiando una ralentización del ritmo de actividad, acorde con la moderación del ritmo de avance de la economía global, la normalización del ciclo de existencias y el relevo insuficiente por parte de un gasto interno que ha venido acusando la lenta recuperación del crédito y de la confianza. Así pues, esperamos una tasa de avance del PIB menor que la de este año, en torno al 3,7%, en 2011.

La recuperación del precio del petróleo ha permitido frenar el retroceso del saldo fiscal, por lo que anticipamos que el déficit se sitúe en torno al 2,2% del PIB al cierre de 2010. Con todo, reducir la dependencia petrolera del ingreso fiscal es una asigna-

**La inflación y el real siguen imponiendo riesgos.**

**La economía mexicana afianza su recuperación con un nuevo avance del 5,3% en el tercer trimestre.**

**El nuevo programa de expansión monetaria de la Fed podría retrasar la subida de tipos de interés hasta 2012.**

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2010				
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	1,5	-6,6	-2,2	5,1	7,3	5,3	-
Producción industrial	-0,4	-7,0	-2,4	5,4	7,5	6,4	...
Confianza del consumidor (*)	92,2	80,5	78,4	81,5	84,9	89,2	89,2
Índice avanzado de actividad (*)	118,2	110,9	113,9	115,1	116,7	117,6	...
Tasa de paro general (**)	4,0	5,5	5,3	5,4	5,2	5,6	...
Precios de consumo	-11,8	0,0	4,0	4,8	4,0	3,7	4,0
Balanza comercial (***)	-17,3	-4,6	-4,6	-1,9	-2,4	-2,0	-3,0
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,50	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	10,6	14,2	13,1	12,3	12,8	12,6	12,3

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

### Ventas al por menor, inversión y confianza al alza.

tura pendiente a medio plazo. Sin una reforma fiscal de calado que consiga reducir la dependencia petrolera de los ingresos, el deterioro de las cuentas públicas puede ser un lastre importante y algunas agencias de *rating* podrían modificar a la baja la calificación de la deuda soberana mexicana, arrastrando el peso y complicando la contención de precios.

Por el momento, el comedimiento de la demanda interna, la ausencia de presiones cambiarias notables y la baja utilización de la capacidad productiva han aliviado la presión sobre dichos precios. A pesar de su reciente repunte, acusando un encarecimiento de los productos agrícolas, no esperamos que la inflación supere en exceso el 4% al cierre de 2010. Por ello, y ante un escenario de recuperación suave del gasto interno y progresiva debilidad del flanco externo, no prevemos cambios en la política monetaria hasta finales de 2011. Además, la decisión reciente de la Reserva Federal de iniciar un nuevo programa de expansión monetaria podría incluso aplazar dichas subidas hasta principios de 2012.

Otro de los lances a los que está sometida la economía mexicana emana, obviamente,

de la enorme dependencia de su sector exportador y manufacturero de la evolución económica en Estados Unidos. En los primeros diez meses del año, el mercado estadounidense absorbió el 69% de la exportación automovilística de México. De ahí que la recuperación azteca corra el riesgo de frenarse más de lo previsto si la economía de su vecino del norte se ralentiza en exceso. De ser así, cabe tener en cuenta que México dispone de un escaso margen fiscal para implementar estímulos adicionales.

En cualquier caso, la economía mexicana ha reencauzado una senda de crecimiento lo suficientemente robusta que, si no hay sorpresas, debería llevarla a cerrar su *output gap* a mediados de 2011.

### Estabilidad para mantener lo ganado

El precio del petróleo mantuvo su tónica de estabilidad volviendo a quedar por debajo de la referencia de los 85 dólares tras haberla sobrepasado de forma manifiesta en las últimas semanas. Así, entre el 20 de octubre y el 19 de noviembre, el precio del crudo subió un inapreciable 1,6% para situarse en los 84,22 dólares por barril (cali-

**El petróleo sigue con alzas moderadas, roza los 85 dólares por barril.**

dad Brent, para entregas a un mes), lo que supone un incremento del 8,3% en lo que llevamos de año.

La expansión de las economías emergentes seguirá dando apoyo al precio del petróleo en la primera mitad de 2011. Sin embargo, las dificultades de las economías avanzadas harán que las alzas sean moderadas y prevemos que 2011 finalice con un crudo no muy por encima de los 85 dólares por barril.

La estabilidad también dominó en el conjunto de las primas, después de haber cosechado pingües ganancias en el mes anterior, con un índice *The Economist* que

quedó prácticamente invariado en el mes pero que acumula una ganancia del 19,0% en lo que llevamos de año. Los alimentos tuvieron un comportamiento desigual, mientras que, entre los metales, destaca la apreciación del 22,2% del paladio, en claro contraste con el ligero descenso del precio del platino. Ambos metales preciosos son usados en los catalizadores de automóviles, el primero en motores de gasolina y el segundo en diésel, que predominan más en Europa. La evolución es consistente con el ligero repunte del consumo estadounidense y el cierto enfriamiento que han sufrido las perspectivas de crecimiento para Europa durante el último mes.

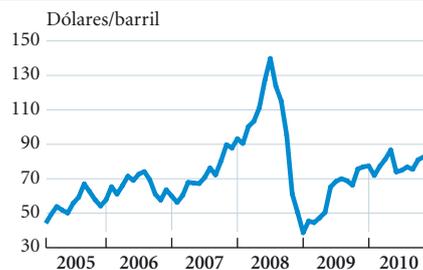
**Las ganancias se mantienen dentro de una tónica de estabilidad.**

### EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

Índice «The Economist»



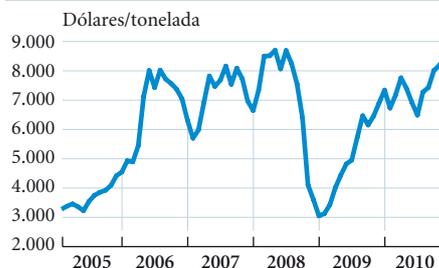
Petróleo Brent



Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 19 de noviembre).  
FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

## UNIÓN EUROPEA

**El PIB de la eurozona crece un 0,4% en el tercer trimestre de 2010...**

**...pero la crisis irlandesa lo deja en un segundo plano.**

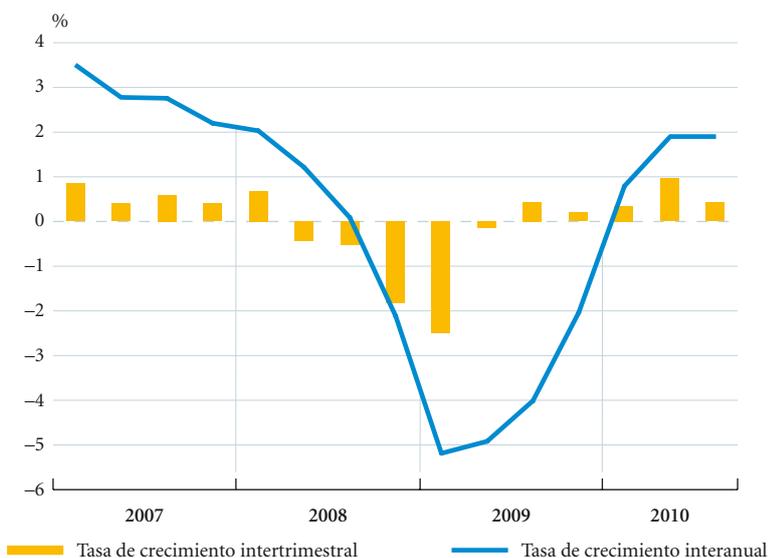
### Zona del euro: Irlanda toma el relevo de Grecia

La crisis de la deuda soberana europea ha vuelto a escribir un nuevo capítulo en el mes de noviembre. En esta ocasión el protagonista ha sido Irlanda, pero nuevamente el resto de países llamados periféricos ha jugado un papel importante. Una vez más, el proceso de recuperación de la eurozona está quedando en un segundo plano, a pesar de que los últimos datos han sido relativamente buenos. En el tercer trimestre el producto interior bruto (PIB) avanzó un 0,4% intertrimestral con lo que, para el conjunto del año, el avance muy probablemente se situará por encima del 1,5% que teníamos previsto.

Volviendo al tema central, el origen de la crisis irlandesa está en su sistema bancario. Mientras el problema de Grecia es, sobre todo, de competitividad y de falta de transparencia en la gestión del sector público, las dudas sobre el potencial de crecimiento de la economía irlandesa son mucho menores. El problema del tigre celta es el importante ajuste de su sector inmobiliario y el sobredimensionamiento de su sector bancario. En 2009, cuando la crisis financiera internacional se encontraba en su punto álgido, el gobierno irlandés se comprometió a asegurar todos los activos bancarios, para así evitar un pánico financiero en su economía.

### EL CRECIMIENTO DE LA EUROZONA MANTIENE UN BUEN RITMO

Variación del PIB de la eurozona



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Pero el agujero que el sector inmobiliario ha generado en sus bancos ha sido mayor del esperado. De hecho, después del verano el Gobierno irlandés tuvo que realizar una nueva e importante inyección de capital a su sistema bancario, lo que disparó el déficit previsto para este año hasta el 32%. Ello encendió todas las alarmas y rápidamente la comunidad internacional situó a Irlanda como la principal candidata para suceder a Grecia en la triste historia de países desarrollados que han tenido que ser rescatados.

Una de las consecuencias directas fue el cierre total de los mercados internacionales de financiación para el sistema bancario irlandés, que se vio obligado a obtener la liquidez a través del Banco Central Europeo. De todas formas, lo que acabó disparando la prima de riesgo fueron las declaraciones de la canciller alemana, Angela Merkel, en las que sugería que cualquier rescate a través del Mecanismo de Estabilización Financiera tendría que ir acompañado por una reestructuración de

la deuda que conllevaría pérdidas a sus tenedores.

El monto del rescate, 85.000 millones de euros, se espera que fundamentalmente vaya dirigido a fortalecer el capital del sector bancario, pero también se tendrán que tomar nuevas medidas de ajuste fiscal. Ello debería ser suficiente para tranquilizar nuevamente los mercados. De todas formas, éstos muy probablemente redirigirán su atención hacia el resto de países periféricos y, especialmente, Portugal. El país luso deberá mostrar que la aplicación de los planes de austeridad fiscal se está llevando a rajatabla y que, además, ello no está lastrando la capacidad de crecimiento de la economía. Un reto que se aventura muy difícil de alcanzar.

A pesar de las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública de los países periféricos, la realidad es que el avance del PIB de la eurozona está siendo bastante robusto. Tras el fuerte crecimiento del segundo trimestre, un 1,0% intertrimestral, la tasa de

**El rescate de Irlanda irá dirigido fundamentalmente al sector bancario.**

**Portugal es el siguiente país en el punto de mira de los mercados.**

**La demanda da tímidas señales de mejora.**

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB	0,3	-4,0	-2,0	0,8	1,9	1,9	-
Ventas al por menor	-0,7	-2,3	-1,0	0,6	0,6	1,4	...
Confianza del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-17,0	-16,8	-16,7	-12,1	-10,9
Producción industrial	-1,7	...	-7,4	4,7	9,1	6,8	...
Sentimiento económico (1)	93,5	80,8	91,9	96,6	99,3	102,2	104,1
Tasa de paro (2)	7,5	9,4	9,9	9,9	10,0	10,0	...
Precios de consumo	3,3	0,3	0,4	1,1	1,5	1,7	1,9
Balanza comercial (3)	-1,2	-13,6	16,1	28,1	23,4	10,6	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,6	1,2	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	110,6	111,7	113,8	108,8	103,2	102,3	106,1

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

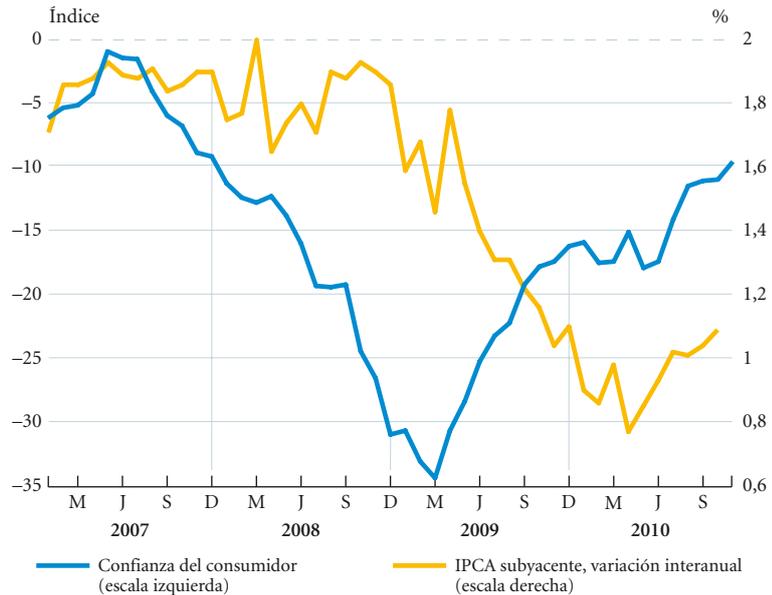
(3) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

(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.

## SÍNTOMAS DE MEJORA DE LA DEMANDA

Indicadores de demanda y precios



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

### El sector exterior resiste a las tensiones del tipo de cambio.

crecimiento se ha mantenido relativamente fuerte y ello nos ha obligado a revisar nuestras previsiones de crecimiento para este año ligeramente al alza, hasta el 1,7%. Alemania ha vuelto a ejercer, un trimestre más, como motor de la recuperación europea. De todas formas, seguimos esperando que la tasa de crecimiento se mantenga en niveles moderados los próximos trimestres e incluso podría bajar ligeramente.

Así lo sugieren los distintos indicadores de oferta. La producción industrial, por ejemplo, que avanzó con mucha fuerza durante el segundo trimestre, perdió su pujanza en el mes de septiembre tras retroceder un 0,9% respecto al mes anterior. Todavía es pronto para determinar si el ritmo de crecimiento al que nos ha tenido acostumbrados últimamente se reducirá, pero los riesgos han basculado ligeramente a la baja. Es importante remarcar que el cambio de tendencia, si se produce, será pequeño, pues el índice de los gestores

de compras PMI siguió mostrando síntomas de fortaleza en el mes de noviembre.

La evidencia que nos proporcionan los distintos indicadores de demanda también es mixta, por lo que muy probablemente en el tercer trimestre el consumo haya mantenido una tasa de crecimiento bastante débil, como ya sucedió en los últimos trimestres. Las ventas minoristas siguen con una tónica muy plana y no consiguen dibujar una tendencia alcista.

La otra cara de la moneda son la confianza del consumidor y la inflación. Por lo que a la confianza se refiere, en el mes de noviembre volvió a avanzar con fuerza y su tendencia positiva no cesa. La variación de los precios también sugiere un ligero cambio de tendencia en el estado de ánimo de la demanda. Ello se ve reflejado en el avance de la tasa de variación interanual del índice subyacente de precios al consumo armonizado, que avanzó el 1,1% en el mes de octu-

bre tras cuatro meses estancada en el 1%. De todas formas, hasta que el mercado laboral no ofrezca síntomas claros de mejora, el consumo no volverá a crecer a un ritmo más alegre. Hecho que no se espera que suceda hasta finales del año que viene.

Finalmente, merece la pena destacar la evolución del sector exterior. Durante el tercer trimestre, tanto las exportaciones como las importaciones mantuvieron un ritmo de crecimiento interanual entre el 20% y el 30%, con lo que el temido efecto de la depreciación del dólar ha sido muy limitado hasta la fecha. De hecho, el euro se depreció rápidamente durante el mes de noviembre a medida que la crisis de la deuda irlandesa ganaba fuerza. De todas formas, esperamos que cuando se vayan concretando las medidas de soporte a Irlanda el euro volverá a ganar terreno al billete verde.

En definitiva, el momento que atraviesa la economía de la eurozona es ciertamente delicado. Es muy importante que el plan de rescate a Irlanda se apruebe rápidamente y de forma muy transparente para evitar que se produzcan contagios a otros países. Es igualmente importante que los distintos países de la eurozona estudien la situación de Portugal y, si es necesario se

anticipen a los mercados en la aprobación de un paquete de ayudas al país luso si éste realmente lo necesita. El proceso de recuperación del conjunto de la eurozona está bien encarrilado, pero un pequeño fallo político en la gestión de los rescates podría tener consecuencias muy negativas.

### Buenas perspectivas para Alemania en 2011

La economía alemana redujo su ritmo de recuperación entre julio y septiembre, con un incremento del 0,7% intertrimestral. Un aumento que, sin embargo, mantiene «una senda de sólido crecimiento» según asegura el consejo económico asesor del gobierno germano en su informe anual. En este informe, «los cinco sabios» elevaron sus previsiones de crecimiento del PIB hasta el 3,7% para este año y el 2,2% en 2011. De cumplirse estos datos, la economía germana recuperaría, a mediados de 2011, el nivel máximo alcanzado en 2008.

El desglose del crecimiento del tercer trimestre en sus distintos componentes muestra un mayor equilibrio de la economía germana, siguiendo la tendencia marcada desde la salida de la última recesión.

**El PIB alemán del tercer trimestre crece un 0,7% intertrimestral.**

**La actividad industrial se contrae en el mes de septiembre.**

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB	0,7	-4,7	-2,0	2,1	3,9	3,9	-
Ventas al por menor	0,0	-2,5	-2,0	0,9	0,5	2,1	...
Producción industrial	-0,1	-15,5	-8,0	6,1	12,2	10,0	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	93,5	96,5	101,7	106,6	107,6
Tasa de paro (**)	7,8	8,2	8,2	8,1	7,7	7,6	7,5
Precios de consumo	2,6	0,4	0,4	0,7	1,0	1,2	1,3
Balanza comercial (***)	195,2	142,8	133,2	143,2	149,6	149,0	...

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.

**Pero consumidores e industriales se muestran optimistas.**

En este sentido, la demanda interna y la externa presentan contribuciones al crecimiento muy similares, de 0,4 y 0,3 puntos porcentuales respectivamente. Destaca la recuperación del consumo público con un crecimiento del 1,1% respecto al trimestre anterior, contribuyendo en dos décimas al crecimiento del PIB. Por lo que respecta al componente exterior, se distingue un menor dinamismo de los flujos comerciales, que redujeron su ritmo de crecimiento alrededor de seis puntos porcentuales respecto al trimestre anterior.

A pesar de mantener un buen ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, la intensa corrección de los indicadores de mayor frecuencia en el mes de septiembre presenta nuevas incertidumbres respecto a la evolución futura. Así, la producción industrial de ese mes se redujo un 0,8% respecto a la de agosto, neutralizando gran parte del crecimiento registrado durante el mes anterior. Además, la fuerte contracción de los pedidos industriales en septiembre, del 3,5% intermensual, anticipa

un menor ritmo de la actividad industrial durante el último cuarto del año. Un indicio que se confirma con la ralentización en el crecimiento de la utilización de la capacidad productiva en noviembre, pronosticando una suavización del aumento de la inversión en este periodo.

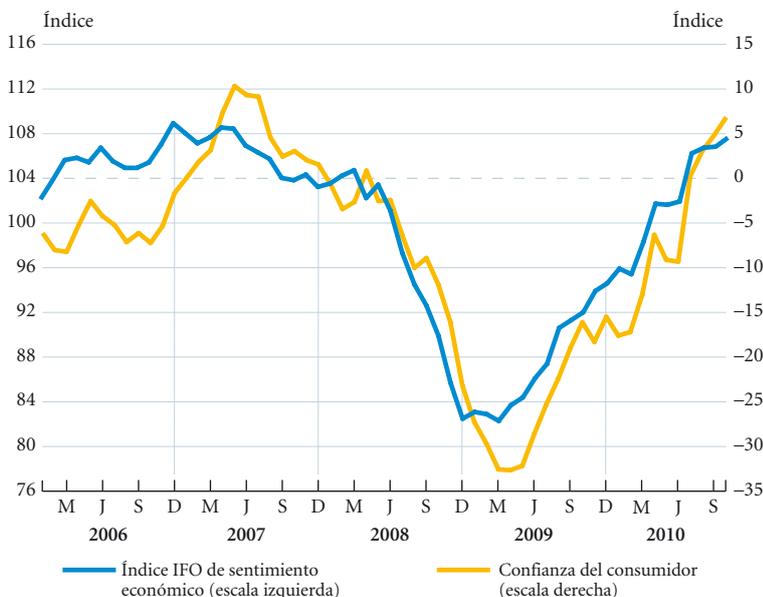
Por el lado de la demanda, las ventas minoristas volvieron a retroceder en septiembre, por segundo mes consecutivo, con una caída del 1,7% intermensual. Como consecuencia, el comercio al por menor se situó prácticamente al mismo nivel que el alcanzado un año atrás. Solamente las exportaciones crecieron en septiembre, un 3,0% intermensual, impulsadas por el comercio con países terceros. Ello, y la caída de las importaciones en el mismo periodo, del 1,5%, supusieron un aumento del saldo comercial en ese mes del 46,6% interanual.

¿Significa este retroceso que la demanda interna se estancará en los próximos trimestres? La tendencia creciente de los in-

**Se espera que la demanda interna siga impulsando la economía.**

### LAS CONFIANZAS SE ACERCAN A SUS MÁXIMOS

Evolución de los índices de confianza



FUENTES: Instituto de Estadística alemán e IFO.

dicadores de confianza en octubre parece mostrar que no, con nuevos crecimientos de la economía, si bien es posible que a un ritmo menor. Esto se observa en el gráfico anterior, donde tanto el índice IFO de sentimiento económico como la confianza de los consumidores alcanzan niveles muy cercanos a los máximos de 2007. Este último caso responde a la solidez del mercado laboral, que en octubre mantuvo la tasa de desempleo en el 7,5%, la menor desde 1992. Una cifra que, según los cinco sabios, seguirá reduciéndose durante 2011, aunque lejos del pleno empleo, objetivo que se ha marcado la canciller alemana para los próximos ejercicios.

Por lo tanto, Alemania iniciará 2011 con muy buenas perspectivas económicas, tanto por lo que se refiere a la mayor fortaleza de la demanda interna como por la paulatina recuperación de sus exportaciones. Ante este escenario, el ejecutivo alemán considera prioritario consolidar las cuentas públicas alemanas para situar el déficit por debajo del 3% del PIB lo antes posible. Es por ello que no se espera ningún tipo de reducción de las cargas impositivas durante el próximo ejercicio. Una política de austeridad de la que también quiere hacer partícipes al resto de miembros de zona del euro, especialmente en el contexto actual de fuertes tensiones en los mercados de riesgo soberano.

**El Gobierno alemán prioriza la consolidación de sus cuentas públicas.**

## Alemania: hacia un crecimiento equilibrado

Al llegar el mes de diciembre, suele ser habitual hacer balance de los logros alcanzados a lo largo del año, al mismo tiempo que se plantean los nuevos objetivos para el futuro. En 2010, tras sufrir la mayor recesión desde la Segunda Guerra Mundial, Alemania ha enderezado el rumbo de su economía a un ritmo que, en algunos trimestres, parecía más propio de un país en vías de desarrollo. Al mismo tiempo, la fortaleza del mercado laboral y la corrección del déficit público sitúan a la economía en una posición privilegiada de cara al futuro.

Sin embargo, se abren ciertos interrogantes en el horizonte germano para los próximos años, especialmente en lo que se refiere a su patrón de crecimiento, fuertemente sesgado hacia el sector exterior. La elevada competitividad y la débil demanda interna sitúan Alemania entre las economías con un mayor superávit por cuenta corriente, junto a China y los países exportadores de petróleo. Una posición que ha sido recientemente cuestionada en los principales foros económicos a nivel global, en los que el debate sobre la necesidad de controlar los desequilibrios excesivamente elevados ha ganado fuerza.

En cualquier caso, la recuperación alemana está teniendo un impacto positivo sobre la economía de la eurozona. El fuerte repunte del producto interior bruto (PIB) germano, que las principales instituciones económicas sitúan por encima del 3% interanual, ha convertido a Alemania en el motor de la zona del euro, contribuyendo en más del 50% a su crecimiento desde el segundo trimestre de 2009. Un liderazgo que contrasta significativamente con los primeros cinco años de la última década, cuando la aportación alemana al crecimiento europeo se situó en el 15%, inferior a la contribución conjunta de España e Irlanda.

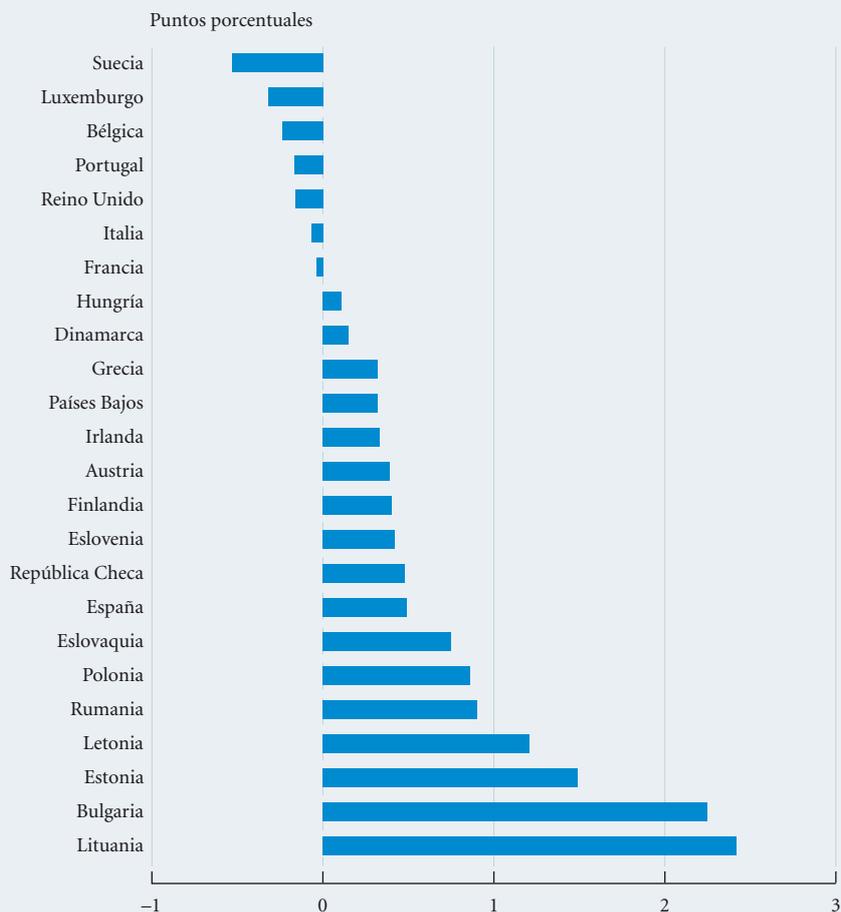
Además de este efecto directo sobre el crecimiento de la zona del euro, la recuperación también ha tenido un efecto de arrastre sobre la mayoría de países europeos a través del comercio exterior. El repunte de las importaciones alemanas durante 2010, alentadas por la mayor demanda de bienes intermedios para abastecer a su industria, ha dinamizado las exportaciones del resto de economías europeas. De esta forma, como se observa en el gráfico siguiente, el saldo comercial con Alemania ha mejorado en la mayoría de países europeos entre diciembre de 2008 y junio de 2010, especialmente entre los principales socios comerciales de la Europa del Este.

Todo esto hace que el comportamiento de la primera economía europea sea un factor clave en la evolución del PIB de la zona del euro en los próximos trimestres. Según las previsiones de los organismos supranacionales, Alemania crecerá como mínimo un 2% en cada uno de los dos próximos años, por encima de la media registrada entre 2000 y 2007. Esta cifra, aunque moderada si se compara con la evolución de la economía mundial, superará el crecimiento europeo previsto en este mismo periodo (del 1,5% y el 1,8% interanual en 2011 y 2012 respectivamente). De esta forma, Alemania seguirá impulsando la economía europea a medio plazo.

Sin embargo, tanto o más importante que la magnitud del crecimiento, es conocer qué componentes tomarán las riendas de la economía germana en el futuro próximo. El desglose del crecimiento del PIB muestra que la demanda exterior ha sido el principal responsable de la generación de valor añadido durante la recuperación. Este patrón de crecimiento coincide con el registrado desde los inicios de la década actual, cuando una serie de reformas estructurales del mercado laboral mejoraron la competitividad del país.<sup>(1)</sup> Gracias a éstas, la economía

### EL CRECIMIENTO ALEMÁN IMPULSA LAS ECONOMÍAS EUROPEAS

Variación del saldo comercial con Alemania entre 2008 y 2010 (\*) en porcentaje del PIB



NOTA: (\*) Del tercer trimestre de 2009 al segundo de 2010.  
FUENTES: FMI e Institutos de Estadística Nacionales.

(1) Para más detalles véase R. Sabbatini y F. Zollino, *Macroeconomic Trends and Reforms in Germany*, PSL Quarterly Review, vol. 63.

alemana llegó a situarse como el mayor país exportador del mundo, un título que recientemente le ha sido arrebatado por China.

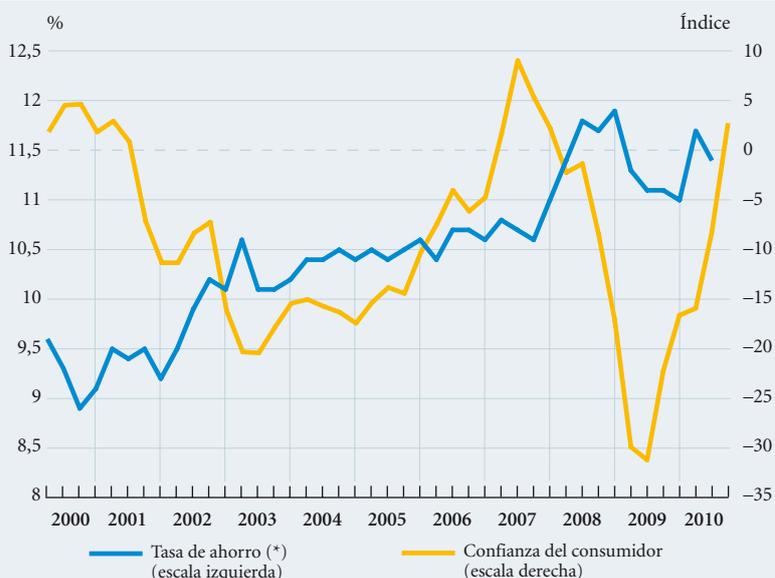
¿Se mantendrá este predominio del sector exterior o podrá la demanda interna modificar este patrón de crecimiento? Ante las tensiones surgidas recientemente en los mercados financieros a raíz del elevado endeudamiento de algunos estados europeos, el Gobierno alemán anunció, a mediados de 2010, medidas de austeridad para sanear sus cuentas públicas, que frenarán el consumo y la inversión públicos. En cambio, existen algunos indicios que apuntan hacia una mayor relevancia del consumo privado en la evolución futura de la economía, dejando atrás diez años en que su contribución al crecimiento fue prácticamente insignificante.

Así, mientras la inversión y las exportaciones se desmoronaban en 2009, el consumo privado lograba mantenerse estable durante la última recesión. Dicha solidez se explica, en parte, por los planes de estímulo al consumo implementados por el Ejecutivo alemán, entre los que destacaban los incentivos fiscales para la compra de automóviles. Sin embargo, fue sobre todo la robustez del mercado laboral la que permitió este buen comportamiento del consumo privado.

A diferencia de lo ocurrido tanto en los ciclos recesivos anteriores como en otras economías desarrolladas, la contracción económica tuvo un efecto muy limitado sobre la tasa de paro germana. Ésta solamente aumentó en siete décimas entre septiembre de 2009 y el mismo mes de 2010, alcanzando un máximo del 8,3%. En este mismo periodo, el número de puestos de trabajo disminuyó en 275 mil. Este exiguo deterioro responde, en gran medida, al programa de reducción temporal del empleo (*Kurzarbeit*), que permitió a los empresarios alemanes adaptar sus plantillas a los vaivenes de la demanda, sin necesidad de destruir puestos de trabajo. El uso extendido de este programa, al que según los datos de la Oficina de Empleo se acogieron más de un millón de trabajadores (por encima del 2% de la población activa), supuso un deterioro de los costes laborales y la productividad alemanes. A cambio,

## LA RECUPERACIÓN DE LA CONFIANZA REDUCIRÁ LA TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS

Tasa de ahorro y confianza del consumidor



NOTA: (\*) En porcentaje a la renta bruta disponible de las familias.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística alemán.

permitió a las empresas mantener la relación con sus trabajadores especializados para la vuelta a la actividad una vez iniciada la recuperación. Esta mayor flexibilidad explica que las mejoras de los indicadores del mercado laboral y de la economía alemana hayan sido prácticamente simultáneas alcanzando, en octubre, una tasa de paro del 7,5%.

Los favorables datos económicos recientes y la senda creciente de la confianza empresarial permiten seguir esperando buenas noticias referentes al empleo durante los próximos trimestres. Una mejora que se traducirá en nuevos incrementos de la renta bruta disponible de las familias. Al mismo tiempo, se prevé una paulatina reducción de la tasa de ahorro de los hogares, para volver a niveles similares a los registrados entre 2002 y 2007 (10,4%). Como se puede apreciar en el gráfico anterior, el ahorro de los hogares aumentó intensamente al inicio de la crisis, cuando la confianza de los consumidores registró un importante deterioro. Un aumento que, aunque fue temporalmente corregido con las medidas de estímulo al consumo implementadas por el Gobierno, no ha sido hasta el aumento del optimismo de los consumidores y el buen momento del mercado laboral que ha vuelto a reducirse.

En definitiva, la economía alemana ha experimentado una intensa recuperación en el 2010. Existen, además, indicios que apuntan hacia un crecimiento más equilibrado, con un menor impulso del sector exterior y una mayor contribución del consumo privado, lo que permitiría, además, moderar el superávit corriente y apaciguar algunas voces críticas.

*Este recuadro ha sido elaborado por Joan Daniel Pina  
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

### **El PIB francés crece un 0,4% en el tercer trimestre de 2010.**

#### **La economía francesa continúa nutriéndose del consumo interno**

La recuperación de la economía francesa continuó a un buen ritmo durante el tercer trimestre de 2010, con un crecimiento del PIB del 0,4% intertrimestral, y así la variación interanual se elevó hasta el 1,8%. Con este dato suman seis los trimestres consecutivos con cifras de crecimiento intertrimestral en Francia por lo que el riesgo de recaída queda prácticamente descartado.

El desglose de la evolución del PIB galo en sus principales componentes muestra que la demanda interna continuó tirando fuertemente de la economía con un incremento del 0,6% durante el tercer trimestre. Los datos confirman que la inversión está tomando parte en el proceso de recuperación ya que esta partida aumentó un 0,5% en el tercer trimestre con respecto al trimestre anterior, tras el 0,9% anotado en

el segundo trimestre. De este modo se encadenan dos trimestres de tasas positivas y ello contrasta con los retrocesos de la inversión registrados durante los dos años precedentes. Por su parte, el consumo privado mantuvo su rol de motor de crecimiento de la economía gala con un incremento del 0,6% intertrimestral, mientras que el gasto público lo hizo un 0,4%.

Con respecto a la demanda externa, las importaciones mantuvieron su dinamismo, con un incremento del 4,1%, superior al aumento del 2,5% de las exportaciones, por lo que la balanza comercial se deterioró. No obstante, la contribución negativa de la demanda externa al PIB fue parcialmente compensada por la recomposición de las existencias de las empresas, que contribuyeron un 0,3% al crecimiento.

Los indicadores avanzados apuntan a que el ritmo de crecimiento de la actividad económica se mantendrá firme pero con

### **La OCDE estima un crecimiento del PIB del 1,6% en 2011.**

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

tasas relativamente moderadas propias de la reactivación gala. Así, desde el lado de la oferta, un análisis de los datos muestra un incremento de la producción industrial del 5,1% interanual en el tercer trimestre de 2010, aunque ésta siguió más de un 10% por debajo del pico alcanzado antes del periodo recesivo. Ello sugiere que el tejido productivo francés continuará su avance, con tasas intermensuales positivas, aunque probablemente con altibajos.

En efecto, según el indicador de confianza empresarial del informe de coyuntura del Banco de Francia del pasado día 9 de noviembre, las expectativas son favorables. A partir de esta variable, este organismo prevé un crecimiento del 0,5% en el cuarto trimestre con respecto al trimestre anterior. Esta cifra es coherente con las perspectivas de crecimiento de la economía francesa para el 2011 de la OCDE, que augura una tasa interanual del 1,6%, muy similar al crecimiento esperado para este año.

Por otro lado, los datos apuntan a que la demanda continuará avanzando principalmente gracias al consumo de los hogares. Se espera que éste mantenga su fortaleza los próximos meses, mientras está previsto que el gasto público disminuya con la implementación de las medidas de

austeridad. 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 cedió cuatro décimas en octubre hasta los 76,4 puntos, por lo que se espera que su contribución al crecimiento en el último trimestre sea algo menor.

En definitiva, las perspectivas son que la actividad francesa prosiga su recuperación de forma lenta pero segura en 2011, gracias al buen comportamiento del consumo privado y al mayor dinamismo de la inversión. Todo esto en un entorno de cambio de gobierno, tras la amplia remodelación ministerial llevada a cabo por el presidente Sarkozy el pasado 14 de noviembre.

### La economía italiana muestra sus carencias tras la recuperación

El ritmo de crecimiento del PIB italiano se redujo en el tercer trimestre de 2010, con un crecimiento del 0,2% intertrimestral, el menor en lo que va de año. Esta ralentización pone de manifiesto la debilidad estructural de la economía transalpina que, tras un corto periodo de recuperación, vuelve a enfrentarse a los mismos

**Los motores de crecimiento para el año 2011 serán el consumo privado y la inversión.**

**El PIB italiano sólo crece un 0,2% intertrimestral entre julio y septiembre.**

**El consumo privado se estanca en este periodo.**

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

### El crecimiento italiano en 2011 será inferior al de la zona del euro.

problemas que padecía antes del estallido de la crisis. Fruto de ello es que tras un repunte previsto para 2010 alrededor del 1%, no se espera un mayor ritmo de crecimiento para el año próximo.

A pesar de no disponer del desglose del PIB por componentes, el estancamiento del consumo privado y la menor inversión, debido a la finalización de los incentivos fiscales en julio, frenaron el crecimiento en el tercer trimestre. En el caso del consumo, el deterioro de la tasa de desempleo y la lenta evolución de los salarios mermaron la confianza de los hogares. Esto repercutió en el crecimiento casi nulo de las ventas minoristas durante los meses de julio y agosto de 2010. El pesimismo de los consumidores registrado en octubre hace prever que esta tendencia se mantenga durante el cuarto trimestre.

Además, la contribución del sector exterior, que jugó un destacado papel en la recuperación del segundo trimestre, también muestra signos de agotamiento. Así, el déficit comercial de septiembre se triplicó respecto al mismo mes del año anterior, debido al intenso crecimiento de las importaciones. Por lo tanto, no sorprende la contracción de la producción industrial en septiembre, del 2,1% intermensual.

### El PIB británico crece un 0,8% intertrimestral.

Las perspectivas económicas para el año en el que entraremos no son mucho más favorables para el país transalpino. La menor contribución de la demanda exterior prevista para 2011 y la debilidad del consumo, público y privado, mantendrán la senda de crecimiento italiana por debajo de la media europea. Un escenario que requeriría la implementación de medidas estructurales para incrementar la competitividad italiana. Un hecho que no parece factible a corto plazo debido a la inestabilidad política del país, que puede terminar abocándolo a unas elecciones anticipadas.

### La economía británica se recupera más rápido que lo previsto

El Gobierno británico se encuentra inmerso en un severo plan de austeridad que busca reducir el déficit desde el 10% del PIB este año al 1,1% en 2015-2016. Uno de los riesgos de este plan de contención es que la recuperación de la actividad económica se detenga. No obstante, cuanto más consolidado esté el proceso de reactivación, mayor será la probabilidad de resistir los recortes que tendrán lugar el próximo año. De este modo, el hecho de que el avance del PIB británico en el tercer trimestre fuera del 0,8%, el doble de lo previsto por

el consenso, resultó una grata sorpresa. Este dato elevó la variación interanual hasta el 2,8%, el mayor incremento desde 2007. Otro aspecto alentador reside en que el crecimiento del PIB del este trimestre fue impulsado por el sector privado.

El buen comportamiento de la economía británica en el tercer trimestre coincide con la evolución favorable del mercado de trabajo. Así, durante el periodo julio-septiembre se crearon 167.000 empleos y ello contribuyó a que la tasa de paro bajara una décima hasta el 7,7%. Con todo, persiste la posibilidad de que los esfuerzos de consolidación fiscal conlleven una desaceleración en el proceso de recuperación persiste. Ello en gran medida dependerá de la confianza del sector empresarial y del impulso que la depreciación de la libra esterlina pueda ejercer sobre la capacidad exportadora.

En efecto, un análisis de los datos de mayor frecuencia sugiere que el tejido industrial británico continuará su senda de recuperación, aunque de forma más suave. Así, los indicadores de oferta muestran que la confianza de los empresarios se situó en octubre por debajo de los niveles registrados en meses anteriores. En este contexto, el Na-

tional Institute of Economic and Social Research estima que la economía británica aumentó un 0,5% en los tres meses hasta octubre, lo que denota una cierta ralentización en el ritmo de crecimiento.

Por otra parte, las perspectivas de la demanda dependen en parte de la voluntad de ahorro de los hogares y las empresas. Por lo que respecta al consumo de las familias, todo apunta a que su ritmo de avance será moderado. Si bien el índice de confianza del consumidor mejoró el mes de octubre, su comportamiento es bastante errático. Además, el nivel de endeudamiento de algunos hogares es aún elevado. Con respecto a la inversión, las encuestas sugieren una cierta mejoría. Así, según el *Inflation Report* de noviembre del Banco de Inglaterra, un mayor número de empresarios planea aumentar sus inversiones en los próximos doce meses.

Por lo que respecta a la evolución de la tasa de inflación, ésta volvió a aumentar una décima en octubre hasta el 3,2%, y superó nuevamente al valor esperado. De este modo, la inflación continúa a un nivel bastante superior al objetivo del Banco de Inglaterra de estabilidad de precios del

**La recuperación puede frenarse un poco en el último trimestre del año.**

**La inflación sorprende nuevamente al alza y se sitúa en el 3,2%.**

## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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.

**En Europa emergente, 2010 ha sido un año de recuperación, aunque desigual.**

2%. A pesar de que no espera que la inflación se sitúe por debajo del 2% antes del 2013, por el momento el Banco de Inglaterra se resiste a subir los tipos de interés ya que ello incidiría negativamente sobre la reactivación de la actividad económica.

En definitiva, las expectativas son que la economía del Reino Unido continúe su recuperación, aunque con menos intensidad, en parte por el fuerte ajuste previsto por el Gobierno. No obstante, el hecho de que el PIB británico haya mostrado un avance sólido en los últimos dos trimestres excluye prácticamente la probabilidad de recaída.

### Europa emergente, 2011: *momentum*, ciclo y riesgo financiero

¿Qué se puede esperar de 2011 en términos económicos en Europa emergente? Quizás la mejor forma de presentar nuestro escenario de previsiones es contrastar el presente 2010 con lo que prevemos para el próximo año. De entrada, 2010 habrá sido el año de la consolidación de la incipiente recuperación económica iniciada en la segunda mitad de 2009. Una recupe-

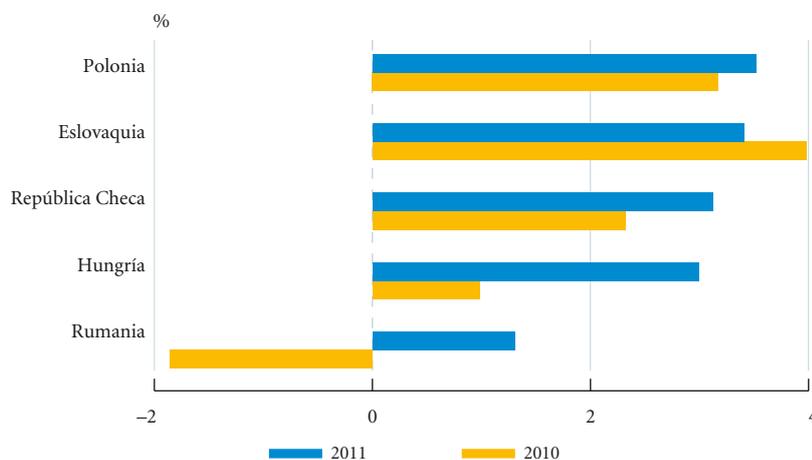
ración, con todo, profundamente desigual. A pesar de que todas las economías que habitualmente reseñamos en este apartado –Polonia, Eslovaquia, República Checa, Hungría y Rumania– experimentarán una mejoría de la actividad en 2010, habrá notables diferencias entre ellas. Así, Rumania no habrá podido evitar una nueva caída del PIB debido a la necesidad de ajustar duramente sus finanzas públicas. Un proceso similar, aunque de una intensidad menor, al que ha seguido Hungría y que le ha provocado un crecimiento positivo pero reducido en 2010. Las restantes tres economías habrán cerrado 2010 con un crecimiento promedio anual en la zona del 2%-4%.

En la región, la expansión se habrá debido fundamentalmente al tirón de la exportación y, en menor medida, a la recomposición de existencias. Fruto, por tanto, de la mejoría de la eurozona. La salvedad principal a esta dinámica será Polonia, cuya demanda interna ha exhibido mayor vigor. Finalmente, 2010 será también recordado por haber reflejado sólo en parte las fuertes presiones sobre el riesgo-país que otras economías de la periferia de la Unión Europea acusaron apreciablemente.

**Para 2011 esperamos que el empuje de la expansión se mantenga.**

## 2011, AÑO DE CRECIMIENTO EN EUROPA EMERGENTE

Previsión de crecimiento real



FUENTES: Oficinas nacionales de estadísticas, Eurostat y elaboración propia.

Y bien, ¿por qué derroteros circulará la coyuntura en 2011? Las cuatro tendencias anteriores, y su evolución prevista, se pueden etiquetar bajo cuatro titulares. El primero, el *momentum* se mantiene. Esto es, el empuje de la recuperación tiene visos de tener recorrido futuro. Los datos de crecimiento del tercer trimestre han sorprendido positivamente. A excepción de Rumania, país inmerso en una fuerte reducción de su gasto público, en las restantes economías el PIB creció en términos intertrimestrales en dicho periodo.

Asimismo, los indicadores de confianza, tras flojear un tanto a finales de dicho tercer trimestre, han reemprendido su expansión a principios del último trimestre de 2010. Esta evolución, que sugiere una arrancada de 2011 positiva, se ve avalada por el escenario de crecimiento que mantenemos para la eurozona, que debería crecer alrededor de un 1,6% en el próximo año.

Segundo titular: menor disparidad cíclica. Las economías de la región mostrarán en 2011 un dinamismo más parejo. De entrada, los cinco países mencionados registrarán un crecimiento positivo del PIB, Rumania en la zona del 1,0% y los restantes cuatro en el rango del 2%-3,5%. O, expresado de forma un tanto distinta, mientras en 2010 la diferencia entre el país que creció más (Eslovaquia) y el que menos (Rumania) habrá sido de cerca de seis puntos porcentuales, en 2011 dicha distancia (siendo los países extremos otra vez Rumania y Polonia) será de unos dos puntos porcentuales.

Una tercera frase-resumen sería «recomposición del crecimiento». Bajo esta expresión, un tanto enigmática, sencillamente identificamos el hecho de que en 2010 el binomio exportación-existencias fue el principal motor del crecimiento, mientras que en 2011 se espera que éste pase a ser exportación-inversión. Así, paulatinamente, la demanda interna empezará a jugar un pa-

pel más destacado, situación que facilitará una mayor sostenibilidad de la recuperación al hacerla menos tributaria del momento económico de la zona del euro.

El último de estos titulares del futuro podría ser «volatilidad política y financiera acotada». Hasta la fecha los inversores internacionales se han mostrado precisos al discriminar las fuentes de riesgo-país. Las primas de riesgo actuales (aproximadas por los llamados *Credit Default Swaps*, más conocidos por sus siglas CDS) apuntan a tres categorías de países. Rumania y Hungría están en una zona de elevado riesgo-país (del orden de los 300 puntos básicos, inferior al que registra, por ejemplo, Portugal). Polonia, cuya situación fiscal es menos acuciante que la de los países acabados de mencionar pero lejos de ser plenamente satisfactoria, se mantiene en la zona de los 125 puntos. Finalmente, la República Checa y Eslovaquia están en niveles reducidos, en la zona de los 70-80 puntos.

Las recientes tensiones de los mercados de deuda derivados de los problemas de Irlanda apenas se han dejado sentir en los CDS de Hungría y Polonia, siendo nulo el impacto en los restantes países. Pues bien, este desarrollo es el que se ha venido repitiendo a lo largo de los distintos momentos de crisis de confianza inversora en Europa y el que creemos que podría ser la pauta durante los próximos meses. Así, las fuentes de volatilidad financiera principales deberían ser notablemente idiosincráticas, esto es, derivadas de la política económica interna y circunscritas al ámbito nacional. Ello implica que no se pueden descartar tensionamientos puntuales en Hungría y Rumania a lo largo del año, dos países cuyo esfuerzo por contener el déficit público podría generar dificultades internas. Nada de ello, no obstante, se nos antoja motivo suficiente para truncar la tendencia reciente de recuperación de los flujos internacionales financieros con destino a los países de la región.

**Los países crecerán a ritmos más similares que en 2010.**

**La demanda interna comenzará a recuperarse.**

**Pueden producirse repuntes puntuales de riesgo-país en Hungría y Rumania.**

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

**La divergencia en torno a la actividad económica se refleja en la política monetaria.**

### Divergencias económicas y monetarias

Conforme nos acercamos al final de 2010, la diferente posición cíclica en la que se encuentran las economías avanzadas y las emergentes se va acentuando. Además, las perspectivas para 2011 apuntan a que los países desarrollados continuarán registrando un crecimiento lánguido, mientras que las emergentes sólo ralentizarán ligeramente el buen ritmo que vienen desplegando a lo largo de 2010. En materia de inflación también se han puesto de mani-

fiesto notables divergencias. En este contexto, es muy probable que los países industrializados mantengan una política monetaria laxa, a la vez que los menos desarrollados sigan restringiéndola.

La economía de Estados Unidos, que acumula un elevado *output gap* negativo (diferencia entre el PIB efectivo y el PIB potencial) y una baja tasa de inflación, es uno de los actores principales en esta escena de contrastes. En este complejo contexto se enmarcan las últimas actuaciones de la

### TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2009</b>									
Diciembre	1,00	0,70	1,25	0,25	0,25	0,28	0,50	0,61	0,35
<b>2010</b>									
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	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Noviembre (1)	1,00	1,04	1,54	0,25	0,28	0,20	0,50	0,74	0,36

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.

Reserva Federal (Fed). En su reunión del 3 de noviembre, la Fed tomó una decisión de gran trascendencia: ampliar el programa de compra de bonos (QE2), anunciando una cuantía inferior a la de 2009, con un calendario mensual flexible y condicionado a la evolución de la actividad económica. De hecho, el banco emisor comunicó que el objetivo principal del QE2 es doble: apoyar la reactivación del crecimiento y sostener la estabilidad de precios, evitando caer en deflación.

La estrategia que ha decidido seguir la institución que preside Ben Bernanke cuenta con partidarios y detractores. Estos últimos argumentan que el exiguo beneficio económico no compensa el elevado riesgo de inflación que se asume. A este respecto, importantes miembros de la Fed han salido al paso de estas críticas recordando que la institución dispone de los instrumentos necesarios—como la capacidad para remunerar las reservas excedentarias, las operaciones acuerdo de recompra inversas (*reverse repos*) o los depósitos a plazo—para endurecer las condiciones monetarias sin necesidad de reducir el tamaño de su balance.

La mayor liquidez que el QE2 proporcionará, junto con medidas adicionales de corte regulatorio y supervisor (por ejemplo, las directrices de la Fed a los bancos respecto al pago de dividendos y recompras de acciones), favorecen la contención y consolidación de las primas de riesgo de contrapartida en el mercado interbancario. Esto apoya el comportamiento estable que se ha observado en los tipos de interés líbor en dólares, que es previsible que continúe de cara al corto y al medio plazo.

El caso de la eurozona es diferente al de Estados Unidos, ya que si bien la región crece por debajo de su potencial, no presenta serios riesgos deflacionistas. Por esta razón, las declaraciones de los miembros del Banco Central Europeo (BCE) man-

tienen la misma línea y argumentos de los últimos meses. De esta forma, la autoridad monetaria ha dejado entrever que seguirá avanzando de forma gradual en la retirada de los estímulos excepcionales de provisión de liquidez y apoyo al crédito durante el primer trimestre de 2011. Dado que aparentemente los problemas financieros que enfrenta Irlanda se solucionarán a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (fondo de rescate gubernamental), el BCE tendrá un mayor margen para mantener su rumbo. En cualquier caso, diferentes portavoces del banco emisor han recordado que se puede comenzar a subir el tipo rector antes de retirar por completo los programas financieros, aunque el mercado considera esta opción como poco probable.

En un escenario en el que el BCE no vislumbra cambios sustanciales, y en el que el grueso del exceso de liquidez ya se ha drenado (LTRO de octubre), es previsible que los tipos interbancarios euríbor no registren variaciones importantes en los próximos meses. En un horizonte de medio plazo es probable que los tipos interbancarios europeos inicien una suave senda alcista a medida que el banco central vaya realizando ajustes adicionales de liquidez o señale con claridad que comenzará a subir los tipos oficiales.

Finalmente, el panorama de divergencia global se completa con varias economías emergentes. Países como China, Brasil, Corea del Sur, India o Chile han registrado un fuerte crecimiento económico y un importante repunte de los riesgos inflacionistas. La respuesta de los bancos centrales nacionales ha sido la de subir los tipos de interés oficiales para mantener bajo control dichas presiones.

El caso concreto de China destaca por la magnitud de los efectos que su política monetaria puede provocar globalmente. Así, una vez se conoció que la inflación anual en China se situó en el 4,4%, el ban-

**La Fed apuesta por una mayor expansión monetaria y el BCE indica que mantiene su plan de acción.**

**El BCE podría retirar los estímulos excepcionales de provisión de liquidez en el primer trimestre de 2011.**

**Las presiones inflacionistas en los países emergentes explican las políticas monetarias restrictivas.**

co central incrementaba el coeficiente de reservas obligatorias en 100 puntos básicos en la primera mitad del mes de noviembre. Un riesgo latente sería que el banco emisor endureciera excesivamente la política monetaria, elevando de esta forma el riesgo de un aterrizaje económico brusco.

### Resolución de la crisis de deuda soberana irlandesa

Durante los meses de septiembre y octubre parecía que se había reconducido la crisis financiera de la deuda soberana de la eurozona, pero ésta resurgió con virulencia redoblada en noviembre. El epicentro del terremoto se concentró en Irlanda. Dos factores desencadenaron la tormenta en los mercados financieros. En primer lugar, la cámara de compensación de Londres, denominada LCH. Clearnet solicitó mayores garantías en las operaciones de

repo con deuda pública irlandesa. Una cámara de compensación actúa como contrapartida de las partes contratantes y determina diariamente los depósitos de garantía por las posiciones abiertas, y finalmente liquida los contratos al vencimiento. Al aumentar los requisitos de garantía, varios bancos irlandeses tuvieron dificultad para cumplirlos. Ante esta situación, se vieron abocados a vender parte de los bonos de deuda pública de Irlanda en sus carteras y, por tanto, presionaron al alza las rentabilidades.

El segundo elemento que alimentó las ventas del bono irlandés fue la incertidumbre sobre las posibles quitas a los bonistas de deuda pública de la eurozona en el caso de un rescate. El resultado fue la caída del precio de los bonos y el aumento de las rentabilidades. El bono irlandés con vencimiento a 10 años cotizó una rentabilidad de 8,9%.

**Resurge la crisis de deuda soberana en la eurozona, centrada ahora en Irlanda.**

## 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
<b>2009</b>								
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
<b>2010</b>								
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	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Noviembre (*)	2,72	3,10	4,67	4,19	2,88	1,14	3,38	1,55

NOTA: (\*) Día 22.

FUENTE: Bloomberg.

Para calmar los ánimos de los inversores, los ministros de Finanzas de la eurozona emitieron un comunicado en el que desmentían que, en caso de activarse el mecanismo de rescate de un miembro de la Unión Europea, el sector privado asumiera una pérdida con respecto a la deuda soberana ya emitida. La nota consiguió tranquilizar a los mercados durante unos días, pero no impidió que el miedo contagiara finalmente a la deuda pública de otros países de la eurozona, como por ejemplo Portugal y, en menor medida, España.

Aunque Irlanda, con la liquidez de la que dispone, tiene cubiertas las amortizaciones de su deuda pública hasta mediados de 2011, la situación de su sistema financiero es problemática. Efectivamente, la elevada morosidad de los bancos irlandeses y el esfuerzo financiero de inyección de capital por parte del Estado convenció a la Unión Europea de que era necesario preparar un plan de rescate para Irlanda. Los técnicos del Fondo Monetario Internacional, en combinación con los de la Unión Europea y del Banco Central Europeo, se desplazaron físicamente a Irlanda para diseñar el plan de rescate a mediados de noviembre. Finalmente, Irlanda, tras Grecia, es el segundo país de la eurozona que ha solicitado formalmente ayuda oficial a la Unión Europea. El ministro de Finanzas irlandés, Brian Lenihan, confirmó que parte del dinero será canalizado hacia el sistema financiero a través de un fondo de capital contingente.

También aumentaron ligeramente las rentabilidades de la deuda de Estados Unidos. Por ejemplo, el *treasury* con vencimiento a 10 años aumentó el tipo de interés desde el 2,60% de finales de octubre hasta un máximo de 2,96% del 16 de noviembre. Este incremento no se debe a un aumento del riesgo de crédito soberano ni tampoco a un rápido deterioro de las expectativas de inflación de los agentes económicos, que permanecen razonablemente ancladas. Existen dos elementos que explican el

movimiento. El primero se remite a una mera toma de beneficios tras el anuncio de una mayor expansión de la política monetaria de la Fed. El segundo está relacionado con la reconfortante mejora de la situación del consumidor estadounidense, que se vio confirmada a través de las ventas minoristas del mes de octubre. Ambos factores contribuyeron a elevar los tipos de la deuda a niveles más acordes con la situación económica.

Los motivos expuestos permiten descartar una lectura de cambio de tendencia en los tipos de interés de la deuda pública de Estados Unidos. Lo más probable es que durante los próximos meses se produzcan oscilaciones alrededor de las cotizaciones actuales, y que sea difícil que volvamos a ver los bajos niveles alcanzados durante este año. A medio plazo, y al compás de la expansión económica, deberán experimentar una suave tendencia alcista. Finalmente, cabe señalar que, a largo plazo, un insuficiente ajuste fiscal en los Estados Unidos puede presionar con mayor intensidad los tipos de interés de la deuda norteamericana.

En el caso de la deuda pública de la eurozona, y tras la fuerte señal de la Unión Europea de que hará todo lo que sea necesario para rescatar los países miembros que así lo requieran, en los próximos meses deberían reducirse las tensiones en la deuda de la región, aunque puedan producirse turbulencias puntuales. A largo plazo, la perspectiva es de suave tendencia al alza de las rentabilidades de la deuda soberana en el conjunto de la región.

### **Mucho ruido y pocas nueces en los mercados de divisas**

Desde el inicio del año se han multiplicado las declaraciones oficiales sobre los niveles de los tipos de cambio por parte de gestores de política económica de todo el mundo.

**Irlanda es el segundo país, tras Grecia, que solicita oficialmente ayuda financiera a la Unión Europea.**

**El aumento de las rentabilidades de la deuda de Estados Unidos se debe a una toma de beneficios y a los buenos datos sobre las ventas minoristas.**

**La guerra de divisas es más un conflicto verbal, cuyo impacto en la economía real no es significativo.**

## LA RECONDUCCIÓN DE LA CRISIS IRLANDESA FRENÓ LA DEPRECIACIÓN DEL EURO FRENTE AL DÓLAR

Evolución de la cotización del euro-dólar



FUENTE: Bloomberg.

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

22-11-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2009	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	83,5	2,5	-11,4	-6,6
Libra esterlina	0,622	2,4	-0,6	-3,3
Franco suizo	0,989	1,2	-4,7	-2,2
Dólar canadiense	1,013	-1,2	-3,9	-4,2
Peso mexicano	12,234	-0,8	-7,0	-6,0
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,374	1,5	4,0	8,1
Yen japonés	114,7	1,0	-16,1	-16,0
Franco suizo	1,359	-0,3	-9,2	-11,2
Libra esterlina	0,855	-4,0	-3,8	-5,4
Corona sueca	9,360	1,3	-9,6	-10,1
Corona danesa	7,455	0,0	0,2	0,2
Zloty polaco	3,924	-1,0	-4,5	-5,1
Corona checa	24,69	0,5	-7,1	-4,8
Forint húngaro	272,8	-0,9	0,9	1,8

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

FUENTE: Bloomberg.

Incluso, durante los últimos meses, la prensa ha bautizado la situación como «guerra de divisas». Aunque, en realidad, no ha aumentado apenas la volatilidad en el mercado de divisas a pesar de este entorno mediático. Ciertamente, la «guerra» se ha percibido en los titulares de prensa, pero el impacto sobre los mercados y la economía ha sido pequeño, como demuestran los últimos datos de crecimiento del comercio internacional publicados por la Organización Mundial de Comercio.

Incluso la ausencia de un acuerdo concreto en la cumbre del G-20, celebrada en Corea del Sur los días 11 y 12 de noviembre, sobre la coordinación cambiaria, no ha provocado movimientos violentos en los principales tipos de cambio, más allá de los rangos considerados habituales por los agentes económicos.

Esto no significa que los tipos de cambio permanezcan inmóviles. Si tras el anuncio del programa de compras de la Fed el dólar se depreciaba contra el euro, posteriormente la crisis irlandesa producía el efecto con-

trario. En el gráfico siguiente puede observarse este movimiento de ida y vuelta. Si un euro a finales de octubre se cambiaba por 1,39 dólares, empezó a apreciarse hasta cotizar en 1,42 dólares (el 4 de noviembre), para más tarde volver hacia el nivel de los 1,35 dólares a mediados de noviembre.

De cara a los próximos 12 meses, será determinante la postura que adopten los países asiáticos y, en particular, China. Esperamos una progresiva apreciación de sus monedas, hecho que permitirá que el tipo de cambio entre el euro-dólar se determine esencialmente por los fundamentales económicos y monetarios relativos de ambas regiones. Teniendo en cuenta estos factores, las perspectivas apuntan a que en los próximos meses el euro cotice en torno a los niveles actuales.

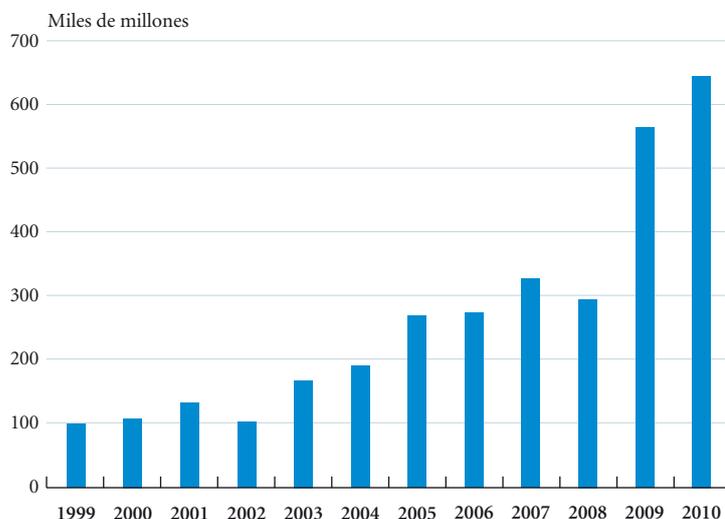
### Renta fija privada con y sin burbujas

En un entorno de recuperación económica mundial y de políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, la

**La euforia en la renta fija privada se expande a todos los sectores, y muchos analistas se cuestionan si se está alcanzado niveles de burbuja.**

## LA FUERTE DEMANDA DE ACTIVOS EMERGENTES IMPULSA LAS EMISIONES

Emisiones de bonos corporativos de países emergentes



NOTA: Desde inicio de año hasta el 15 de noviembre.

FUENTE: Bloomberg.

**La crisis de deuda pública en Europa empuja a los inversores hacia la renta fija privada.**

**Las grandes empresas con acceso a los mercados de deuda han refinanciado su endeudamiento a bajos niveles de tipos de interés.**

renta fija privada continúa su buen comportamiento, es decir, registrando subidas en los precios y descensos en las rentabilidades. La singularidad de este ciclo es que la rápida reducción que han registrado las rentabilidades en los países emergentes ha sido similar o mayor que en las economías desarrolladas, dado que estas últimas se encuentran afectadas por abultados déficits fiscales o endeudamiento exterior.

Recientemente, el anuncio por parte de la Fed de incrementar el programa de compra de bonos ha generado un aumento del apetito por los activos de mayor riesgo y, más concretamente, por los bonos corporativos. Estas medidas suponen un nuevo impulso para que los flujos se trasladen desde activos monetarios hacia activos de renta fija corporativa. Esto ha provocado un descenso adicional de los diferenciales de crédito y una reducción hasta mínimos históricos de las rentabilidades en varios sectores, como consecuencia de la fuerte presión compradora de los inversores.

En este entorno de elevada liquidez y disponibilidad de fondos en los mercados de

capitales globales, unido a una situación de bajos tipos de interés en los mercados monetarios, los gestores diversifican su estrategia dando entrada en sus carteras a títulos de nuevos emisores con menor calidad crediticia pero con mayor rendimiento. Sorprendentemente, la crisis de deuda soberana en la eurozona no está alterando apenas el continuo flujo de fondos hacia la renta fija privada. Más bien parece producirse un fenómeno contrario a la experiencia histórica, y es que los inversores consideran como activo más seguro los bonos corporativos, frente a la incierta evolución de la deuda pública.

Adicionalmente, ante la escasez de deuda pública de los países emergentes, sus mercados de renta fija corporativa ofrecen una atractiva relación entre rentabilidad y riesgo. Así, de forma paulatina, los inversores institucionales han mejorado su percepción sobre los mercados de capitales de estas economías, considerándolos más estables y seguros, en contraposición a la inestabilidad de la deuda pública de algunos países desarrollados.

#### PROSIGUE EL BUEN COMPORTAMIENTO DE LOS BONOS CORPORATIVOS EMERGENTES

Índice de bonos corporativos. Países emergentes



FUENTES: Bloomberg y Credit Suisse.

Las perspectivas para la renta fija privada, en un escenario de consolidación de las pautas de recuperación económica, son favorables. Por una parte, las expectativas futuras de beneficios son positivas; por otro, el resultado de las reestructuraciones y desapalancamiento financiero de las empresas también apoya la reducción del riesgo crediticio. Por estas razones, las grandes empresas que tienen acceso a los mercados de deuda privada han logrado refinanciar su endeudamiento a tipos de interés muy bajos. Adicionalmente, esta reducción del coste financiero debe repercutir de forma positiva en las cuentas de resultados empresariales.

Si bien es probable que continúe la reducción de las primas de riesgo, lo que sería un poderoso factor de apoyo para esta familia de activos financieros, cabe realizar dos salvedades. En primer lugar, en algunos segmentos de renta fija privada hay signos de sobrecalentamiento, por lo que no son descartables retrocesos puntuales en momentos de incertidumbre ya sea de

alcance global o local. En segundo lugar, las condiciones apuntan a que el mejor comportamiento relativo que ha tenido la renta fija privada frente a las bolsas no se repita durante el año 2011.

### Bolsas: buenas perspectivas a pesar de los riesgos

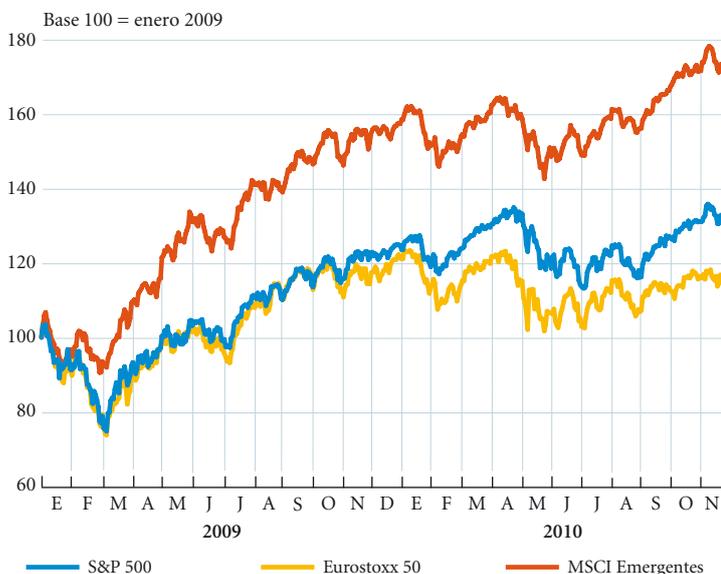
Durante el mes de noviembre las pautas de comportamiento de las principales bolsas se han caracterizado por las divergencias y los movimientos erráticos, como viene siendo tónica dominante desde principios de año. En los índices de Estados Unidos y de las economías emergentes han primado las fuerzas alcistas impuestas por las expectativas de crecimiento económico y por las medidas de política monetaria. En cambio, los mercados europeos se han visto cautivos de un nuevo repunte de la incertidumbre suscitada por la delicada situación financiera de Irlanda y Portugal, a pesar de que las previsiones económicas de la eurozona no han empeorado.

**Los beneficios de los inversores en renta fija privada se disparan, dejando poco margen de mayores ganancias.**

**La renta variable de las economías emergentes acumula las mayores ganancias en el año.**

## EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

**Sin descartar correcciones a corto plazo, se mantiene la perspectiva alcista a medio y a largo plazo para las bolsas globales.**

A medio plazo, las perspectivas de la renta variable internacional siguen siendo positivas, aunque los analistas no descartan que factores como una política monetaria más restrictiva en China y la crisis de la deuda soberana de la eurozona propicien, en el corto plazo, descensos adicionales. Las previsiones de mejora de la actividad económica, de crecimiento de beneficios y la aceleración en los anuncios de fusiones y adquisiciones, junto con las estrategias con sesgo menos defensivo por parte de las grandes empresas cotizadas, apun-

talan una evolución futura positiva de la renta variable.

La mayor caída de las bolsas europeas, y sobre todo de la española, ha empujado a los indicadores de valoración a niveles atractivos. Por esto, en el horizonte del medio plazo, a medida que la crisis de deuda pública en la eurozona vaya remitiendo, debería cerrarse la brecha con respecto al precio de la renta variable de Estados Unidos y de los países emergentes.

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-11-2010

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	11.203,6	0,6	7,4	8,6
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.199,7	1,4	7,6	9,9
<i>Nasdaq</i>	2.518,1	1,6	11,0	17,3
Tokio	10.115,2	7,3	-4,1	6,5
Londres	5.758,0	0,3	6,4	9,6
Zona del euro	2.860,5	-0,5	-3,5	1,0
<i>Fráncfort</i>	6.884,2	4,2	15,6	21,6
<i>París</i>	3.882,9	0,4	-1,4	4,1
<i>Ámsterdam</i>	346,2	1,5	3,2	11,7
<i>Milán</i>	20.761,4	-3,6	-10,7	-7,8
<i>Madrid</i>	10.287,3	-5,8	-13,8	-12,2
Zúrich	6.597,7	1,9	0,8	5,1
Hong Kong	23.524,0	0,0	7,6	4,8
Buenos Aires	3.260,8	14,3	40,5	46,1
São Paulo	70.897,9	2,0	3,4	6,9

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: Ibex 35 de las bolsas españolas; Zúrich: Swiss Market Index; Hong Kong: Hang Seng; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.

FUENTE: Bloomberg.

## Basilea III, ¿a la tercera va la vencida?

El sector financiero ha cambiado profundamente desde el inicio de la crisis, tanto en el ámbito internacional como en España, pero el proceso de transformación que está experimentando sólo se encuentra a medio camino. Durante los últimos dos años varios países se han visto obligados a intervenir directamente algunas entidades para evitar que la crisis se generalizase, un hecho impensable hasta hace poco tiempo, pero que fue imprescindible para estabilizar el sistema financiero internacional. Al mismo tiempo, se ha iniciado un rápido proceso de consolidación de la industria financiera en el ámbito global.

En España, la estricta supervisión llevada a cabo por el Banco de España durante los años de fuerte crecimiento y la gestión relativamente prudente, sobre todo, de las principales instituciones financieras se ha traducido en unas necesidades de inyección de capital público mucho menores que en otros países desarrollados. El ajuste del sector financiero se está llevando a cabo, fundamentalmente, mediante una rápida consolidación del sector. De todas formas, aunque las turbulencias sobre el sistema financiero hayan disminuido notablemente, hay distintos factores que hacen que el proceso de transformación todavía no se pueda dar por terminado.

En primer lugar, la debilidad de la demanda y el mantenimiento del riesgo en un nivel elevado hacen que la recuperación del conjunto del sector se esté produciendo lentamente. La tasa de crecimiento del crédito anotó un retroceso del 0,1% en septiembre de 2010 y la tendencia bajista se mantendrá el año próximo, aunque algunos segmentos, como el crédito al consumo, es probable que empiecen a dibujar una senda positiva. A los bajos niveles de actividad se le ha añadido un factor de presión adicional: el descenso del margen de intermediación y, como consecuencia, de los beneficios. El bajo nivel en el que se encuentra el tipo de interés de referencia del BCE limita la amplitud del margen de intermediación y, además, todo apunta a que el BCE no cambiará la política monetaria en el medio plazo.

Este entorno económico adverso, aunque presionará al sistema financiero español, no debería poner al sector en aprietos si éste sigue buscando soluciones para mejorar su eficiencia. Los test de estrés al sector financiero que se llevaron a cabo en todos los países de la Unión Europea (UE) en el mes de julio analizaban su capacidad de resistencia en condiciones más adversas que las antes descritas, y la mayoría de entidades españolas los superaron. Asimismo, en un ejercicio de transparencia, en España los test de estrés se aplicaron a prácticamente todas las entidades del sistema, el 95% concretamente, mientras que el promedio para el resto de países fue del 65%.

Además de a este complejo entorno, el sector financiero tendrá que adaptarse a un profundo cambio del marco regulador. La crisis financiera internacional puso en evidencia algunas carencias muy importantes de la regulación del sector bancario, conocida por Basilea II, y ello ha hecho que reguladores, supervisores, académicos y la propia industria financiera hayan estado trabajando contrarreloj durante los últimos dos años para rediseñarla. Está previsto que a finales de este año el Banco de Pagos Internacionales (BPI) haga pública la versión definitiva de lo que ya se conoce por Basilea III, pero las principales características que muy probablemente tendrá ya se han hecho públicas.

A grandes rasgos, destacan dos cambios fundamentales respecto al marco regulador actual. En primer lugar, se producirá un importante aumento de la calidad y la cantidad de capital que las entidades financieras deberán tener.<sup>(1)</sup> Ello reforzará la solvencia del sector y, por lo tanto, éste debería poder afrontar con garantías periodos de recesión económica profundos. Además, los requerimientos de capital serán relativamente flexibles a lo largo del

(1) Para una discusión más detallada del nuevo marco regulador, véase Aspachs-Bracons, Bulach, Gual y Jódar-Rosell (2010), «Hacia una nueva arquitectura financiera». *Documentos de Economía*, n.º 18, "la Caixa".

ciclo económico, de manera que incentivarán la acumulación de capital durante las épocas de bonanza económica para que se pueda disponer de él durante las recesiones. Dado que el cambio en los requerimientos de capital será considerable, el BPI ha propuesto que el aumento se produzca de forma gradual entre 2013 y 2019.

En segundo lugar, destaca la introducción de unos requerimientos mínimos de liquidez para las entidades financieras. El objetivo es asegurar que las entidades pueden hacer frente a periodos en los que es más difícil obtener liquidez en los mercados de capitales internacionales. La necesidad de introducir este tipo de requerimientos se ha puesto de manifiesto durante los últimos años. Algunas entidades habían abusado de la financiación mayorista a corto plazo para financiar un rápido crecimiento de su negocio. Sin embargo, esta estrategia ha demostrado ser devastadora en periodos de incertidumbre económica, no sólo porque ha llevado a esas entidades a la quiebra, sino porque, además, ello ha aumentado la inestabilidad del conjunto del sistema.

El BPI ya ha publicado un estudio en el que trata de cuantificar los beneficios que el nuevo marco regulador podría conllevar. A largo plazo, apunta, la probabilidad de una crisis financiera se reducirá significativamente y pasará de una cada 20 años a una cada 200 años aproximadamente. Dado que los costes asociados a estos episodios han sido históricamente muy importantes, de un 60% del PIB de media, ello conllevaría un importante beneficio anual. De todas formas, el estudio presentado por el BPI no está libre de controversia. El BPI considera que la probabilidad de crisis se reducirá porque las entidades tendrán un nivel de capital mayor, pero no tiene en cuenta cuál será la estrategia del sector financiero para adaptarse al nuevo entorno regulatorio.

Por un lado, el riesgo tomado por las entidades podría aumentar, como sucedió con Basilea II. Es probable que el aumento de los requerimientos de capital encarezca el coste de financiación del sector bancario y, para intentar mantener la rentabilidad, algunas entidades puede que aumenten el riesgo tomado. Además, parte del aumento del coste de financiación podría trasladarse al tipo de interés de los préstamos. Ello, sin embargo, también puede tener un efecto perverso y no deseado por el regulador. A las empresas pequeñas les dificultaría el acceso al crédito, y por lo tanto se podría reducir el crecimiento potencial de la economía. Las empresas grandes, con más recursos, es previsible que disminuyan la financiación bancaria y que recurran más a la financiación a través de los mercados de capitales que, como se ha demostrado durante los últimos años, son mucho más volátiles en épocas de incertidumbre. Por lo tanto, el resultado final de Basilea III puede que sea el opuesto al deseado ya que, si bien el sistema bancario parecerá más solvente, el conjunto del sistema financiero podría debilitarse. De hecho, en el propio informe del BPI, sus autores reconocen las limitaciones de las técnicas utilizadas y concluyen que el efecto final es muy incierto.

La estrategia que adoptarán las entidades durante el proceso de transición al nuevo marco regulador es también fundamental. El BPI considera que se recapitalizarán, en parte, mediante la generación de beneficios y, en parte, mediante nuevas emisiones de capital. Pero hemos visto que los beneficios del conjunto del sistema financiero tienen un recorrido bastante limitado los próximos años, por lo que muchas entidades deberán recurrir ampliamente al mercado capital para cumplir con los nuevos requerimientos. En el ámbito español, la aplicación de la nueva ley de cajas será fundamental en este sentido. De todas formas, es muy importante tener presente cuáles serán las condiciones de estos mercados en los próximos años. Aunque en condiciones normales la recapitalización de una entidad se podría llevar a cabo sin problemas, debemos tener en cuenta que las necesidades de recapitalización serán generalizadas en la mayoría de países desarrollados y, además, es muy probable que el mercado presione para que los nuevos requerimientos de capital y liquidez se cumplan más rápidamente que lo estipulado por Basilea III. De hecho, ya hay varias entidades que han iniciado el proceso de recapitalización para poderse asegurar el acceso al mercado, y el número de entidades que lo harán el año próximo irá en aumento.

Ante tales circunstancias, no está claro que el mercado pueda absorber todas las necesidades de recapitalización del sector financiero, y ello podría tener consecuencias muy negativas para el conjunto de la economía. Un estudio

de "la Caixa" apunta que cada punto porcentual de incremento en los requerimientos de capital reduciría el PIB de España entre 0,7 y 2,2 puntos porcentuales. Los efectos sobre el crecimiento del crédito también podrían ser significativos.<sup>(2)</sup> Las estimaciones del Institute of international finance (IIF) para los Estados Unidos, la eurozona y Japón tampoco son nada halagüeñas. Según el IIF, la introducción de Basilea III en su diseño anterior al verano restará 4,4 puntos porcentuales al PIB de la eurozona en los próximos años y el efecto sobre el crédito también será notable.<sup>(3)</sup>

Por si los retos a los que se enfrenta el sistema financiero fueran pocos, la introducción de Basilea III supondrá una auténtica prueba de fuego para la capacidad de transformación del sector. Pero antes de aplicar la nueva normativa, los reguladores deben asegurarse de que las consecuencias serán las deseadas: un sector bancario y financiero más estable que pueda contribuir al crecimiento del conjunto de la economía. La necesidad de reparar el marco regulador actual no debe conducir a la precipitación, no vaya a ser que a la tercera no vaya la vencida.

(2) Véase «The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee», *Working Paper 01/2010*, Estudios y Análisis Económico, "la Caixa".

(3) Véase «Interim report on the cumulative impact on the global economy of proposed changes in the banking regulatory framework», Institute of International Finance, June 2010.

*Este recuadro ha sido elaborado por Oriol Aspachs Bracons  
Departamento de Economía Europea, Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

## Actividad económica

**La subida del IVA en julio y la retirada de estímulos económicos motivan una desaceleración de la actividad económica en el tercer trimestre...**

**...pero el PIB registra su primer crecimiento interanual después de siete trimestres de retrocesos.**

### Estancamiento del PIB en el tercer trimestre

Después de un primer semestre de una cierta aceleración del ritmo de actividad económica, en el tercer trimestre el producto interior bruto (PIB) se estancó, según los datos de la contabilidad nacional publicados por el Instituto Nacional de Estadística. En efecto, el PIB aumentó el 0,0% en el periodo julio-septiembre en relación con el trimestre anterior, lo que supuso una desaceleración frente al aumento intertrimestral del 0,3% registrado en el segundo trimestre. Esta ralentización se explica sobre todo por el aumento de los tipos de gravamen del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en julio, por el agota-

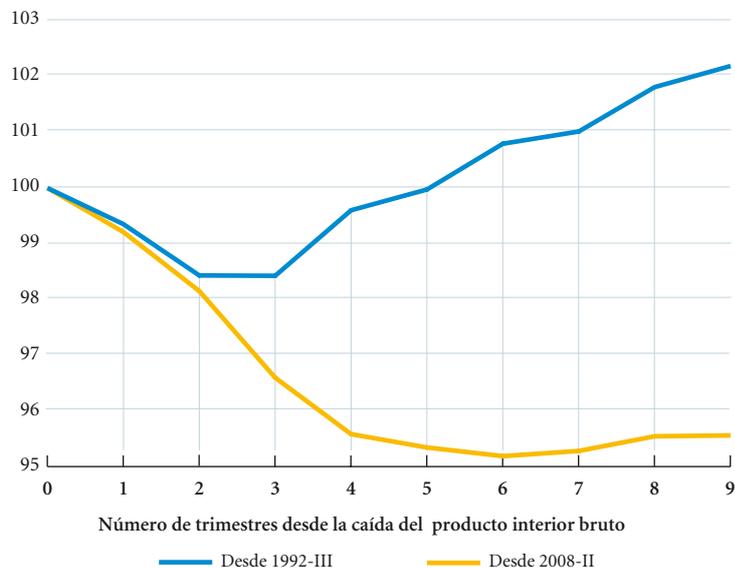
miento de las ayudas directas para la compra de automóviles y por medidas presupuestarias restrictivas como el recorte del sueldo de los funcionarios.

Sin embargo, en términos interanuales el PIB anotó una tasa de crecimiento del 0,2%, la primera positiva después de siete trimestres de caídas. Esta mejora fue debida al sector exterior, que elevó su aportación en 7 décimas hasta un punto. Por el contrario, la demanda interna intensificó su detracción en medio punto hasta 0,8 puntos.

Con todo, el nivel del PIB del tercer trimestre de 2010 se hallaba el 4,5% por debajo del segundo trimestre de 2008, al ini-

### LENTA SALIDA DE LA GRAN RECESIÓN

Índices del producto interior bruto en volumen (\*)



NOTA: (\*) Series desestacionalizadas y corregidas de calendario.  
FUENTES: INE y elaboración propia.

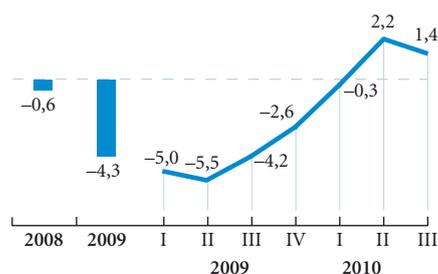
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)

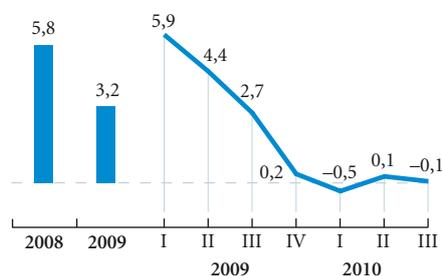
PIB



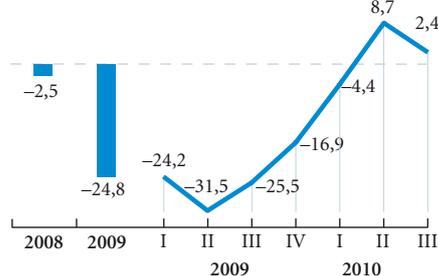
Consumo de los hogares



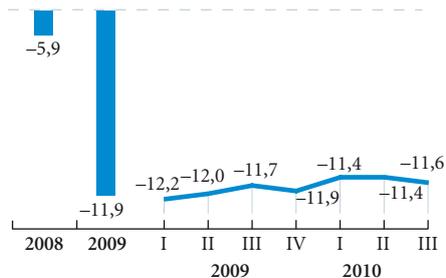
Consumo público



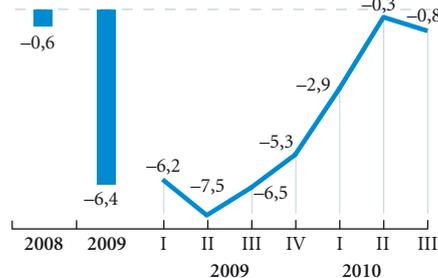
Inversión en bienes de equipo



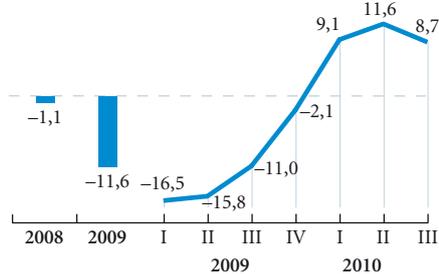
Inversión en construcción



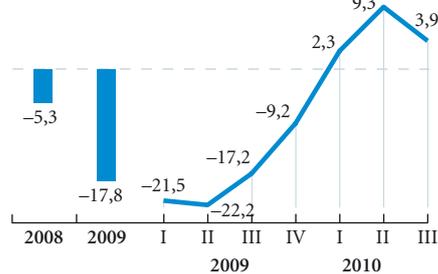
Demanda nacional (\*\*)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(\*\*) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Disminución del consumo público en el tercer trimestre, de acuerdo con la política presupuestaria restrictiva.**

**Caída de las transacciones de viviendas en septiembre, pero es probable que se reanimen ante la eliminación parcial de la deducción fiscal en 2011.**

**Repunte del consumo de electricidad al principio del cuarto trimestre.**

cio de la gran recesión. En cambio, en la anterior recesión de 1992-1993 al cabo de nueve trimestres del comienzo de la crisis, el PIB se colocaba el 2,2% por encima del nivel de partida. Esto ilustra la profundidad, la duración y la lenta salida de la gran recesión de 2008-2009.

Desde el punto de vista de la demanda, el consumo de las familias retrocedió el 1,1% respecto al segundo trimestre, afectado por la reversión del adelanto de las compras en el segundo trimestre ante el alza del IVA, el fin de algunos estímulos fiscales, unas menores rentas y el descenso de los precios inmobiliarios. Sin embargo, el consumo de los hogares se colocó el 1,4% por encima del tercer trimestre de 2009. Los escasos datos disponibles del cuarto trimestre muestran un consumo renqueante, al debilitarse ligeramente la confianza de los consumidores y proseguir el desplome de las ventas de automóviles, que en octubre anotaron un descenso interanual del 37,6% y se situaron a niveles de 1995.

En cuanto al consumo público, en el tercer trimestre disminuyó el 0,1% respecto al mismo periodo del año anterior. Esta evolución se debió especialmente a la reducción de la remuneración de los empleados de las administraciones públicas.

La tendencia a la mejora de la inversión se interrumpió en el tercer trimestre, también afectada por el alza del IVA, y retrocedió el 3,0% con relación al trimestre anterior. Esta contracción fue debida a los principales componentes: los bienes de equipo y la construcción.

Las compras de bienes de equipo bajaron el 5,2% en relación con el trimestre precedente. La reducción afectó tanto a la maquinaria, como sobre todo al equipo de transporte. No obstante, la matriculación de camiones frenó su disminución en oc-

tubre y es previsible una mejora gradual de la inversión en bienes de equipo, si bien limitada, ya que la utilización de la capacidad productiva ha bajado ligeramente en el cuarto trimestre.

La inversión en construcción bajó el 11,6% interanual, 2 décimas más que en el trimestre anterior. Esta ligera aceleración de la caída se debió a la construcción no residencial y a las infraestructuras, que acusaron los recortes presupuestarios y se contrajeron el 8,5% con relación al tercer trimestre del año anterior. En cambio, la inversión en viviendas moderó su contracción del 19,3% al 16,4%. Cabe señalar que en septiembre bajaron las transacciones de viviendas acusando la subida del IVA en julio. Sin embargo, probablemente se reanimarán en los próximos meses ante la supresión parcial de la deducción fiscal para la compra de la vivienda a partir de 2011.

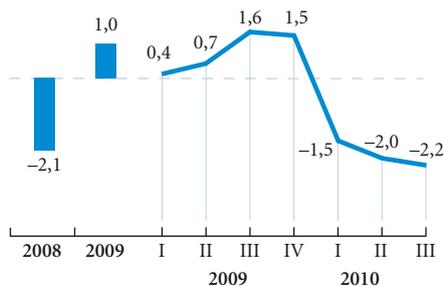
Por lo referente al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones se deceleraron, en consonancia con la moderación de la demanda, pero estas últimas lo hicieron en mayor grado. Las ventas al exterior de bienes subieron el 10,4% en relación con el mismo trimestre del año anterior, mientras que las de servicios turísticos subieron el 5,4%. El gasto turístico de los no residentes también creció el 5,4% en el último año, acelerándose sensiblemente, reflejando una notable temporada turística estival.

Por el lado de la oferta, la evolución de los distintos sectores fue dispar. Las ramas energéticas y los servicios de mercado avivaron el ritmo de expansión de su valor añadido. La industria anotó un incremento del 1,7% respecto al mismo periodo del año anterior, pero inferior al registrado en el segundo trimestre. Por el contrario, tanto la construcción como el sector primario registraron mayores retrocesos interanuales de su valor añadido.

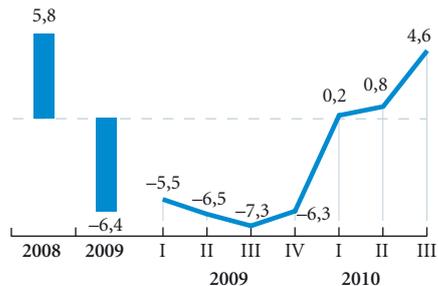
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (\*)

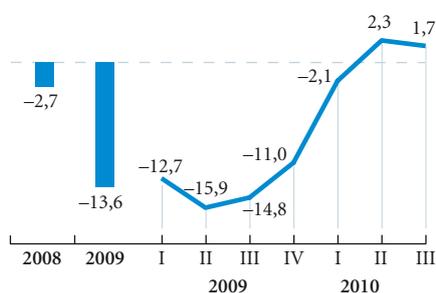
### Agricultura



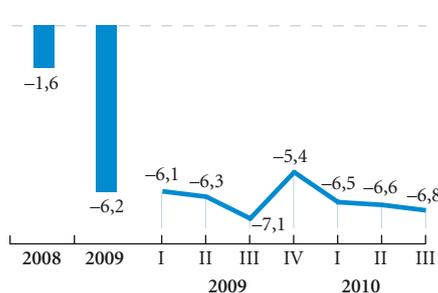
### Energía



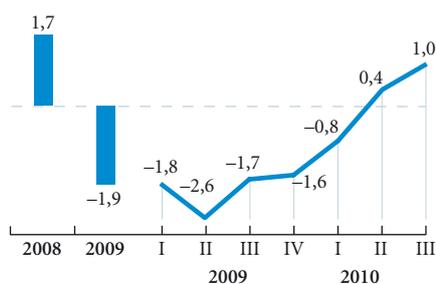
### Industria



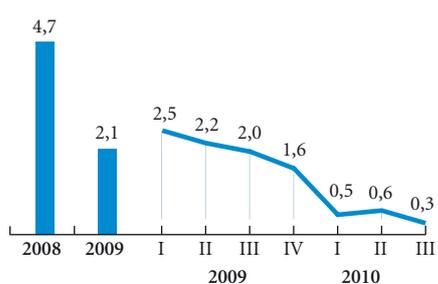
### Construcción



### Servicios de mercado



### Servicios de no mercado



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

Al principio del cuarto trimestre mejoró la confianza en la industria y repuntó el consumo de electricidad. Esto sugiere que el pulso del sector secundario se afirmará, pero probablemente de modo paulatino, dada la evolución de la demanda.

Desde la óptica de las rentas, la remuneración de los asalariados estabilizó el descenso interanual en el 0,9%, ya que la ralentización de la retribución media al 0,5% compensó totalmente la moderación de la

caída del número de asalariados al 1,3%. Por su parte, el excedente bruto de explotación y la renta mixta moderaron su contracción al 1,5% interanual.

La productividad por trabajador atenuó su avance anual hasta el 1,9%. Las manufacturas eran el sector que presentaba un mayor progreso de la productividad en el último año, del 5,5%, seguido de las ramas energéticas, 3,1%, de la construcción, 3,0%, y de los servicios de mercado, 1,8%.

**La aceleración de la caída del coste laboral unitario contribuye a la mejora de la competitividad.**

**Revisamos la previsión de crecimiento del PIB en 2010 una décima al alza hasta el -0,2%.**

Sin embargo, la caída del coste laboral unitario se acentuó hasta el -1,4%, lo que contribuye a la mejora de la competitividad.

El indicador de sentimiento económico de la economía española mejoró ligeramente en octubre respecto al mes de septiembre. Nuestras previsiones también contemplan una suave mejora en el cuarto trimestre, consolidando la salida de la recesión. No obstante, probablemente el PIB del conjunto de 2010 registrará una variación anual levemente negativa, que situamos en el -0,2%.

En 2011 continuará progresando el consumo, si bien con poco vigor en coherencia con el proceso de desapalancamiento del sector privado. El impulso del sector exterior y la paulatina mejora de la situación de las empresas también favorecerán a la inversión, si bien la de construcción todavía continuará registrando variaciones interanuales negativas. De este modo, en 2011 el PIB anotará de nuevo un crecimiento anual después de dos ejercicios negativos. Con todo, a causa del proceso de corrección de los desequilibrios acumulados y de la política fiscal restrictiva, la expansión económica será probable-

mente moderada, que ciframos en el 0,7% anual.

En este marco, a mediados de noviembre el presidente del Gobierno, José Luis Rodríguez Zapatero, anunció un plan de acción para combatir el paro y cambiar el modelo productivo. Este amplio conjunto de medidas se irá concretando hasta el final de la legislatura. El paquete comprenderá medidas de reforma del mercado laboral, como la modificación del sistema de negociación colectiva.

También abarca medidas de impulso empresarial, como el refuerzo de las líneas del Instituto de Crédito Oficial para la innovación, la generalización hasta 2015 de la libertad de amortización y la exoneración de tributación de las ampliaciones de capital en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, un Plan Integral de Política Industrial y una reforma del sector energético. Además, dentro del plan de racionalización del sector público empresarial estatal se procederá a la extinción de 14 empresas públicas y a la fusión de otras 24. Asimismo, se impulsará la reforma de las pensiones.

**El Gobierno anuncia un nuevo paquete de medidas para combatir el paro y cambiar el modelo productivo.**

## Mercado de trabajo

### Menor deterioro del mercado laboral

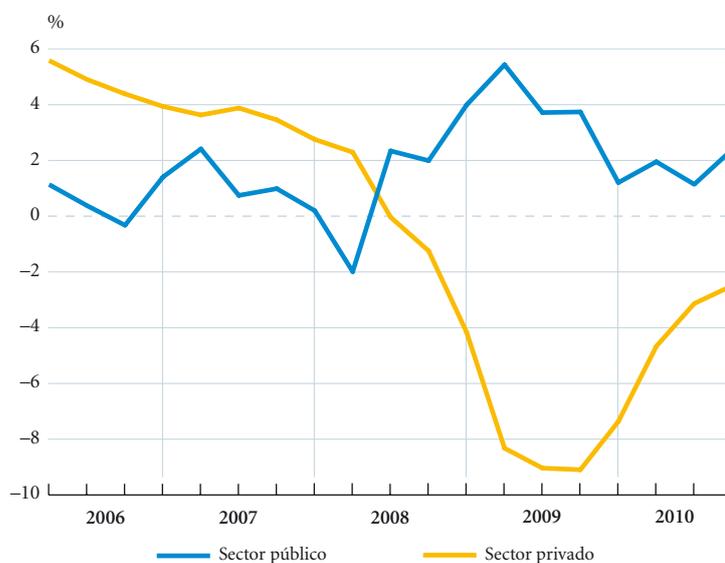
La lenta recuperación de la actividad económica no augura un cambio de tendencia en la creación de empleo en el corto plazo. A pesar de que la encuesta de la población activa (EPA) muestra que el número de ocupados aumentó en 69.900 en el tercer trimestre, situando el total en 18.546.800 personas, esta cifra está influida por un fuerte componente estacional, ya que los meses de verano tienden a ser intensos en cuanto a la creación de puestos de trabajo. Además, el hecho de que el incremento fuera gracias al sector público resta optimismo al dato. Efectivamente, durante el tercer trimestre se crearon 90.300 puestos de trabajo en las administraciones y empresas públicas, pero se destruyeron 20.400 en el sector privado.

Con todo, la tasa de caída interanual de la ocupación se moderó hasta el 1,7% (2,5% en el sector privado), lo que representa cerca de 325.000 empleos. Por el contrario, en los últimos doce meses, el total de trabajadores en las administraciones y empresas públicas creció un 2,4%, mayoritariamente en los entes locales de Andalucía, Madrid y el País Vasco. El incremento del empleo público en el tercer trimestre se debe en parte a los contratos de sustitución de empleados públicos de vacaciones y a los contratos eventuales de educación propios del mes de septiembre. Esta tendencia, sin embargo, contrasta con la voluntad de reducir la plantilla del sector público plasmada en el Acuerdo para la Función Pública en el periodo 2010-2012 entre el Gobierno y los sindicatos.

**En los últimos 12 meses se pierden cerca de 325.000 empleos.**

### ÚNICAMENTE EL SECTOR PÚBLICO CREA EMPLEO

Variación interanual del empleo estimado



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## Estancamiento en la recuperación del número de afiliados en alta laboral a la Seguridad Social.

Vistas las tendencias actuales, el componente estacional anticipa un retroceso de la ocupación en el cuarto trimestre, tal y como pone de manifiesto el número medio mensual de afiliados en alta laboral a la Seguridad Social del mes de octubre. Así, según el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, el total de afiliados en alta laboral este mes descendió en 5.531 personas hasta 17.666.149 (unos 18.000 en términos desestacionalizados), una caída del empleo superior a lo esperado. Estos datos confirman que la situación del empleo sigue empeorando, aunque con menor intensidad.

Volviendo a la EPA, en el tercer trimestre se observa que se crearon puestos de trabajo bastante a la par entre hombres y mujeres, y ello situó la tasa de caída interanual en un 2,2% y un 1,0%, respectivamente. Por edades, el número de ocupados aumenta en los jóvenes menores de 25 años impulsado por el empleo veraniego, y en los mayores de 44 años, que presentan también tasas interanuales de creación de empleo positivas. Por sectores de actividad, la construcción continuó expulsando más empleo, con una reducción anual del 9,8%. La caída en el último año también

### EMPLEO ESTIMADO

Tercer trimestre 2010

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>								
Agricultura	754,0	-24,2	-3,1	-28,6	-3,7	16,8	2,3	4,1
No agrarios	17.792,8	94,1	0,5	-70,5	-0,4	-340,2	-1,9	95,9
<i>Industria</i>	2.600,6	-18,3	-0,7	-80,3	-3,0	-119,0	-4,4	14,0
<i>Construcción</i>	1.668,1	-31,6	-1,9	-134,6	-7,5	-182,2	-9,8	9,0
<i>Servicios</i>	13.524,1	144,0	1,1	144,4	1,1	-39,0	-0,3	72,9
<b>Por empleadores</b>								
Sector privado	15.370,9	-20,4	-0,1	-209,3	-1,3	-397,4	-2,5	82,9
Sector público	3.175,9	90,3	2,9	110,2	3,6	74,0	2,4	17,1
<b>Por situación profesional</b>								
Asalariados	15.456,4	93,0	0,6	-36,2	-0,2	-193,7	-1,2	83,3
<i>Contrato indefinido</i>	11.506,5	-34,8	-0,3	-99,9	-0,9	-97,6	-0,8	62,0
<i>Contrato temporal</i>	3.949,9	127,8	3,3	63,7	1,6	-96,1	-2,4	21,3
No asalariados	3.085,4	-18,5	-0,6	-55,2	-1,8	-124,2	-3,9	16,6
<i>Empresarios empleadores</i>	1.008,0	-28,7	-2,8	-43,0	-4,1	-53,7	-5,1	5,4
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.927,6	12,6	0,7	-3,1	-0,2	-40,3	-2,0	10,4
<i>Ayudas familiares</i>	149,8	-2,4	-1,6	-9,1	-5,7	-30,2	-16,8	0,8
Otros	5,0	-4,6	-47,9	-7,7	-60,6	-5,5	-52,4	0,0
<b>Por tiempo de ocupación</b>								
A tiempo completo	16.174,8	196,6	1,2	-0,4	0,0	-379,2	-2,3	87,2
A tiempo parcial	2.371,9	-126,7	-5,1	-98,8	-4,0	55,8	2,4	12,8
<b>Por sexos</b>								
Varones	10.376,2	42,3	0,4	-64,4	-0,6	-237,1	-2,2	55,9
Mujeres	8.170,6	27,7	0,3	-34,7	-0,4	-86,3	-1,0	44,1
<b>TOTAL</b>	<b>18.546,8</b>	<b>69,9</b>	<b>0,4</b>	<b>-99,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-323,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

fue importante en la industria, del 4,4%, afectada por la débil demanda. Por el contrario, se creó empleo en los servicios en el último trimestre y ello facilitó que la pérdida de ocupación fuera mucho menor en este sector, del 0,3% interanual.

Por otra parte, el empleo asalariado total disminuyó un 1,2% interanual. El ajuste recayó en mayor medida sobre los trabajadores con contrato temporal, con un retroceso del 2,4%, superior a la tasa negativa del 0,8% anotada por el conjunto de asalariados con contrato indefinido. Por su parte, los no asalariados se ven todavía más afectados por la crisis económica y experimentaron un retroceso del 3,9% de los puestos de trabajo en los últimos doce meses. Así, el número de empleadores cayó el 5,1% interanual, tasa superior al descenso del 2,0% anotado por el colectivo de autónomos.

Con respecto al tipo de jornada, los datos muestran que el deterioro de la ocupación se concentra en mayor grado en los trabajos a tiempo completo. Así, mientras este grupo experimenta una caída del 2,3% respecto al año anterior, la ocupación a tiempo

parcial, más flexible, aumentó el 2,4% interanual. No obstante, cabe señalar que a lo largo de este tercer trimestre se rompió esta tendencia ya que únicamente se perdieron puestos de trabajo, del 5,1%, entre los trabajos a tiempo parcial. Así pues, la ratio de ocupados a tiempo parcial bajó 7 décimas en el tercer trimestre hasta el 12,8%.

La población activa estimada por la EPA permaneció prácticamente inalterada este trimestre, situándose en 23.121.500 personas, con un ritmo de crecimiento interanual del 0,6%, superior a lo esperado. Ello se debe al comportamiento expansivo de la población extranjera. Con este avance, las perspectivas son que el crecimiento medio anual de la población activa sea mayor que lo previsto hace unos meses.

La evolución del desempleo es el resultado del comportamiento de la población activa y la ocupación. De este modo, el número total de parados en el tercer trimestre disminuyó en 70.800 personas hasta alcanzar un total de 4.574.700. Esta evolución de la oferta y la demanda de trabajo contribuyeron a que la tasa de paro se redujera en tres décimas hasta el 19,8%. Así-

**La población activa se mantiene estable en el tercer trimestre.**

**La tasa de paro se sitúa en el 19,8%.**

## PARO ESTIMADO

Tercer trimestre 2010

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		% participación	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
<b>Por sexos</b>							
Hombres	2.480,2	-57,8	-2,3	189,3	8,3	54,2	19,3
Mujeres	2.094,6	-12,9	-0,6	262,1	14,3	45,8	20,4
<b>Por edades</b>							
Menores de 25 años	860,8	-10,2	-1,2	-25,0	-2,8	18,8	40,7
Resto	3.714,0	-60,5	-1,6	476,4	14,7	81,2	17,7
<b>Por situación personal</b>							
Paro de larga duración	1.970,3	2,0	0,1	753,0	61,9	43,1	-
Buscan primer empleo	378,4	16,6	4,6	64,0	20,4	8,3	-
Resto	2.226,0	-89,3	-3,9	-365,6	-14,1	48,7	-
<b>TOTAL</b>	<b>4.574,7</b>	<b>-70,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>451,4</b>	<b>10,9</b>	<b>100,0</b>	<b>19,8</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**El número de parados baja en octubre en términos desestacionalizados.**

mismo, las expectativas alcistas de la población activa apuntan a que la tasa de paro será el próximo trimestre algo más elevada que lo previsto y rebase de nuevo la cifra del 20%.

**El incremento del paro registrado muestra signos de estabilizarse**

En el mes de octubre, el paro registrado volvió a aumentar en 68.213 personas hasta alcanzar un total de 4.085.976, y ello situó la tasa de incremento interanual en el 7,3%. Con todo, si se desestacionaliza la serie, se observa un descenso del paro (de unos 10.000) y el ritmo de crecimiento del desempleo continuó a la baja.

En los últimos doce meses, el incremento de más de 275.000 nuevos parados registrados ha comportado 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

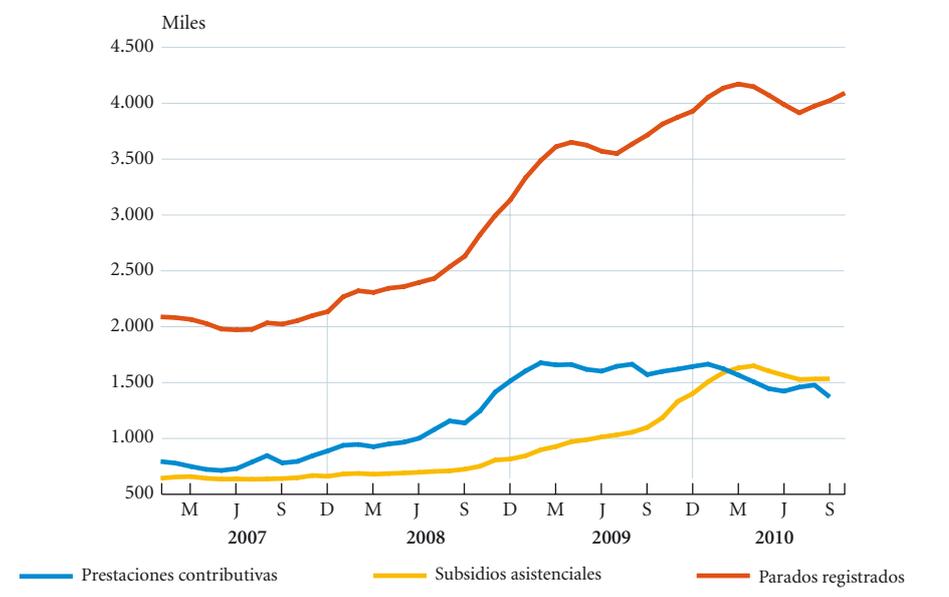
8,8% con relación al mismo mes del año anterior. No obstante, cabe señalar que en los últimos meses el total de beneficiarios de prestaciones se ha estancado, en gran parte por el incremento relativo de los parados de larga duración que han agotado las prestaciones contributivas. Como no está previsto que el número de parados descienda antes del segundo trimestre de 2011, las expectativas son que aumente el número de personas sin prestaciones o subsidios y ello podría tener un efecto negativo sobre el consumo en el corto plazo.

En definitiva, las perspectivas para el mercado de trabajo en los próximos meses continúan siendo poco optimistas ya que no se espera que el PIB avance a un ritmo tal que permita la creación de empleo. Como probablemente la población activa no va a disminuir, es muy posible que la tasa de paro se sitúe por encima del 20% en 2011. No obstante, se anticipa un horizonte más alentador a partir de la segunda mitad del próximo año.

**Los beneficiarios de prestaciones crecen menos que los desempleados.**

**EL TOTAL DE BENEFICIARIOS SE ESTANCA MIENTRAS EL DESEMPLEO CONTINÚA AUMENTANDO**

Beneficiarios de prestaciones y subsidios vinculados al desempleo



FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

## Precios

### La electricidad y los alimentos frescos impulsan a la inflación en octubre

La tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) se colocó en el 2,3% en octubre, 2 décimas más que en el mes anterior, y volvió al nivel de noviembre de 2008. Puede resultar desconcertante el repunte de la inflación en los últimos meses dada la situación coyuntural, pero se explica por diversos factores, en principio transitorios.

En primer lugar, el giro alcista de la inflación de los precios de consumo desde el mínimo del -1,4% de julio de 2009 se debió, sobre todo, al aumento de los precios energéticos, en particular de los carburantes y combustibles por el alza del

petróleo. En octubre, de las 2 décimas de incremento de la tasa interanual, casi una y media son atribuibles al alza del precio de la electricidad.

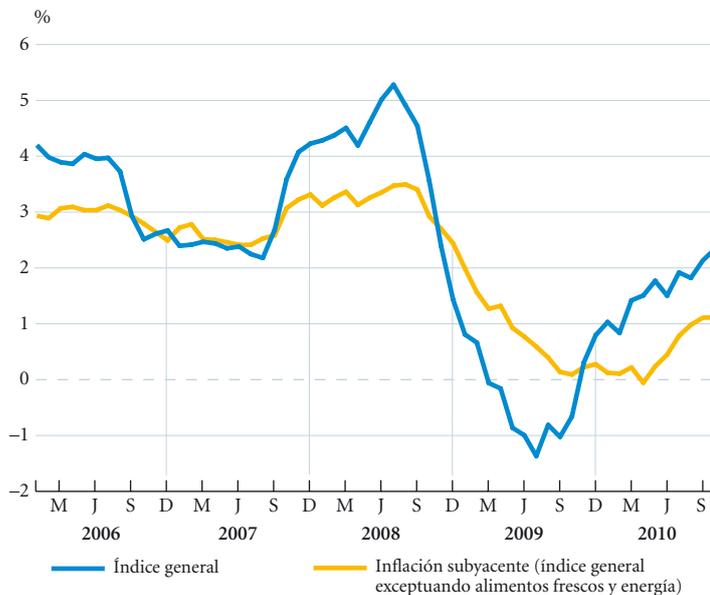
Los alimentos frescos también han contribuido al incremento de la inflación interanual en los últimos meses, reflejando el ascenso de los precios agrícolas y ganaderos en origen. En octubre su contribución fue de casi media décima al aumento de la tasa interanual del IPC debido al aumento del pollo y del pescado fresco.

Otro factor que ha alimentado el giro alcista de la inflación en los últimos meses fue la elevación del tipo general del impuesto sobre el valor añadido (IVA), del 16% al 18%, y del tipo reducido del 7%

**La tasa de variación interanual de los precios de consumo sube hasta el 2,3% en octubre, volviendo al nivel de noviembre de 2008.**

### LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE FRENA UNA VEZ ABSORBIDO EL IMPACTO DEL IVA

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	0,9	1,8	2,3
Noviembre	0,5	0,8	0,3			
Diciembre	0,0	0,8	0,8			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Los márgenes empresariales absorben cerca de la mitad del impacto teórico de 1,2 puntos de inflación por la subida del IVA.**

al 8% a partir de julio. El incremento del IVA supuso un aumento de la inflación de alrededor de medio punto, en torno a la mitad del impacto teórico de 1,2 puntos si se hubiese trasladado íntegramente a los precios de consumo, como se deduce de la

evolución del índice de precios de consumo a impuestos constantes publicado por el Instituto Nacional de Estadística. El resto fue absorbido por los márgenes empresariales, dada la debilidad de la demanda de consumo.

## REBOTE DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS FRESCOS

Variación interanual del índice de precios de los alimentos no elaborados



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye a los elementos más volátiles, los productos energéticos y los alimentos no elaborados, en octubre se mantuvo en el 1,1%. De este modo, se rompió una racha de cinco subidas consecutivas, una vez finalizado el impacto del alza del IVA.

Los principales componentes de la inflación subyacente tuvieron una evolución bastante estable en octubre, si bien los productos industriales no energéticos ele-

varon su tasa de variación interanual en 2 décimas, hasta el 0,6%. Tanto el vestido y el calzado como los artículos de menaje del hogar contribuyeron a esta alza.

El índice de precios de consumo armonizado también registró una tasa de variación interanual del 2,3%. De esta manera, el diferencial de inflación con la eurozona se colocó en 0,35 puntos porcentuales, que se explica básicamente por los productos energéticos. Por el contrario, el diferencial de la inflación subyacente era de -0,08 puntos.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Octubre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,2	-0,2	0,1	-2,6	0,1	-2,4	0,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	136,8	0,0	0,0	12,8	8,6	12,9	8,5
Vestido y calzado	104,9	9,6	9,8	-3,9	-2,8	-1,9	0,3
Vivienda	118,2	0,2	1,4	0,4	5,0	-0,3	5,4
Menaje	108,1	0,3	0,5	0,5	0,6	1,0	0,9
Medicina	96,5	0,0	-0,4	-1,4	-1,1	-1,3	-1,0
Transporte	109,8	0,0	0,2	3,2	6,3	-4,4	6,9
Comunicaciones	98,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,7	-0,9	-0,8
Ocio y cultura	97,2	-0,7	-0,8	-1,8	-1,4	-1,3	-0,8
Enseñanza	116,9	1,6	1,4	2,5	2,1	2,2	2,3
Hoteles, cafés y restaurantes	113,7	-0,2	-0,2	1,5	1,7	1,2	1,5
Otros	112,6	0,1	0,3	1,9	2,5	2,1	2,7
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	112,9	0,0	0,1	0,5	0,9	0,4	1,1
Alimentos sin elaboración	108,7	-0,5	0,3	-3,3	1,9	-2,6	2,1
Conjunto no alimentario	109,0	0,9	1,1	0,5	2,0	-0,7	2,6
Bienes industriales	105,8	2,0	2,5	-0,4	2,6	-3,0	3,7
<i>Productos energéticos</i>	<i>119,2</i>	<i>0,0</i>	<i>1,3</i>	<i>6,1</i>	<i>11,1</i>	<i>-6,6</i>	<i>12,6</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>114,9</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>6,0</i>	<i>12,3</i>	<i>-11,0</i>	<i>14,3</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>101,1</i>	<i>2,7</i>	<i>2,9</i>	<i>-2,6</i>	<i>-0,4</i>	<i>-2,1</i>	<i>0,6</i>
Servicios	112,3	-0,1	-0,2	1,5	1,3	1,6	1,5
Inflación subyacente (**)	108,4	0,9	0,9	-0,2	0,7	0,1	1,1
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>109,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,3</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**La inflación podría flexionar a la baja en noviembre, pero probablemente repuntará en diciembre, para moderarse en 2011.**

Respecto a las perspectivas de la inflación, en noviembre podría flexionar ligeramente a la baja, pero en diciembre probablemente volverá a repuntar para finalizar el año en torno al 2,4% a causa, principalmente, del precio del petróleo. Sin embargo, en 2011 la debilidad de la demanda de consumo y el efecto escalón del IVA a partir de julio tenderán a reducir la inflación. No obstante, existen riesgos por subidas bruscas de las materias primas.

### Los precios mayoristas presionan al alza

En septiembre, los precios industriales volvieron a repuntar, empujados sobre todo por la energía y los bienes interme-

dios. De este modo, la tasa de variación interanual de los precios industriales subió hasta el 3,4%, 7 décimas más que en agosto. Las ramas que presentaban mayores incrementos interanuales eran las coque-rías y el refino del petróleo, 24,4%, y la metalurgia, con el 16,1%, reflejando las subidas del crudo y de los metales en el último periodo.

Mayor fue el alza interanual de los precios de importación industriales en los últimos doce meses hasta septiembre, del 9,1%, debido a la depreciación del euro. Aunque los mayores aumentos interanuales de los precios de importación correspondían a la energía (24%) y los bienes intermedios (10,6%), los bienes de consumo ascendían el 6,6%.

**La energía y los bienes intermedios impulsan a los precios mayoristas.**

## 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 (**)	
<b>2009</b>											
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	-
<b>2010</b>											
Enero	-5,5	0,9	-0,5	-0,3	-0,9	6,3	3,4	-0,9	0,2	0,2	-
Febrero	1,0	1,1	-0,6	0,0	-0,4	6,8	4,8	-0,5	0,3	1,5	0,7
Marzo	5,6	2,3	-0,1	0,0	0,4	10,1	7,4	1,2	0,5	4,3	-
Abril	2,8	3,7	0,1	-0,1	2,4	13,1	8,5	2,1	0,7	6,7	-
Mayo	13,7	3,8	0,2	-0,1	3,5	12,0	10,2	4,2	1,6	9,9	0,6
Junio	8,6	3,2	0,3	0,1	3,7	8,7	10,1	5,3	2,0	10,9	-
Julio	...	3,3	0,2	0,2	3,2	9,8	9,3	4,9	2,0	10,5	-
Agosto	...	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,6	5,7	1,8	10,2	1,4
Septiembre	...	3,4	0,2	0,5	4,0	9,1	9,1	6,6	1,8	10,6	-

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

(\*\*) Excepto energía.

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

## Sector exterior

### Nuevo impulso al deterioro del déficit corriente

El sector exterior se convirtió en el principal motor de la economía española durante el tercer trimestre de 2010, contrarrestando el débil comportamiento de la demanda interna en el mismo periodo. Como ya anticipaban los datos de comercio exterior, esta contribución responde al menor ritmo de crecimiento de las importaciones, fruto del fin de los estímulos al consumo y de la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA). Según los datos de

contabilidad nacional, las importaciones crecieron un 8,9% interanual en el tercer trimestre, por debajo del 12,4% de las exportaciones en el mismo periodo. Este escenario presenta un cambio de tendencia en la evolución del déficit de la balanza de bienes entre julio y septiembre, que se redujo hasta el 4,2% del producto interior bruto (PIB) español.

¿Se mantendrá esta corrección del saldo comercial a medio plazo? El menor dinamismo de la economía española respecto a sus socios europeos en 2011 y la significativa

**El sector exterior se sitúa como principal motor de la economía española en el tercer trimestre.**

### BALANZA DE PAGOS

Agosto 2010

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-31.000	8,8	-47.626	6.286	-11,7
Servicios					
<i>Turismo</i>	18.792	2,4	26.476	-232	-0,9
<i>Otros servicios</i>	260	-	-36	1.108	-96,8
<b>Total</b>	19.052	6,2	26.440	875	3,4
Rentas	-15.241	-31,7	-23.473	11.506	-32,9
Transferencias	-7.431	12,1	-8.783	-443	5,3
<b>Total</b>	<b>-34.620</b>	<b>-12,3</b>	<b>-53.443</b>	<b>18.224</b>	<b>-25,4</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>4.742</b>	<b>68,9</b>	<b>5.992</b>	<b>2.150</b>	<b>56,0</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-438	-	-2.539	4.942	-66,1
Inversiones de cartera	3.166	-78,2	33.550	35.321	-
Otras inversiones	-20.044	-	-23.949	-69.034	-
<b>Total</b>	<b>-17.316</b>	<b>-</b>	<b>7.061</b>	<b>-28.770</b>	<b>-80,3</b>
Errores y omisiones	-3.783	266,5	-5.761	-6.051	-
Variación de activos del Banco de España	50.978	227,0	45.853	15.127	49,2

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 déficit de la balanza de rentas aumenta tras un año de contracciones.

mejora de las exportaciones a países terceros apunta a que sí, siempre y cuando las turbulencias cambiarias no sean demasiado severas. A esta favorable evolución de la balanza de bienes se le unirá un creciente superávit de la balanza de servicios, impulsado sobre todo por el saldo turístico que, en agosto, se aproximó a su máximo histórico de 2008. Ante el buen comportamiento de los dos principales componentes de la balanza corriente, se espera que el déficit corriente se reduzca a medio plazo, dejando atrás el estancamiento del segundo trimestre.

Sin embargo, no todas las secciones de la balanza corriente encaran el último tramo del año con las mismas perspectivas de mejora de su saldo. Así, por ejemplo, el déficit de la balanza de rentas en agosto sufrió su primer deterioro después de un año con correcciones. Teniendo en cuenta que las rentas de trabajo son muy poco significativas, el incremento del déficit refleja, fundamentalmente, el comportamiento de las rentas de inversión.

En definitiva, se espera que el déficit corriente vuelva a reducirse en los próximos

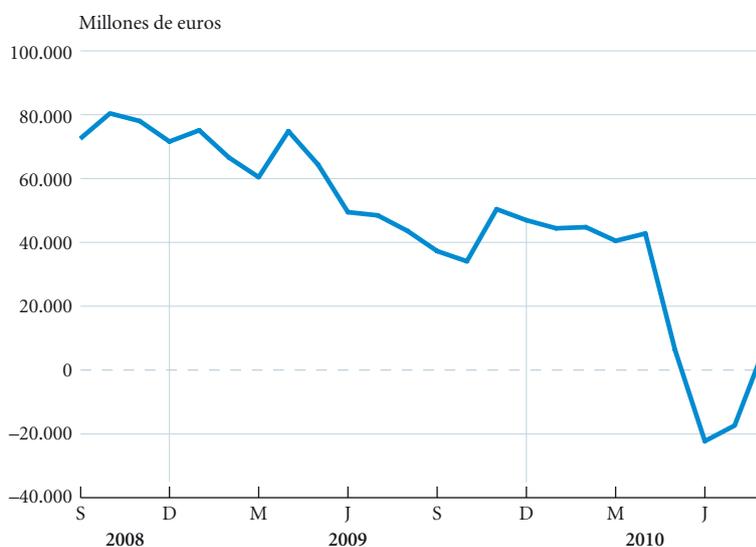
trimestres, de la mano de las balanzas de bienes y servicios. Sin embargo, el desequilibrio corriente español seguirá siendo muy elevado en 2011, superior al 4% del PIB. Además, las turbulencias sobre el tipo de interés de la deuda pública pueden debilitar esta corrección. Un lastre que, debido al fuerte apalancamiento de la economía española, podría empeorar en caso de una subida antes de lo esperado de los tipos de interés.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, se observa una reducción de las entradas de capital extranjero en agosto, siendo las inversiones en cartera y la financiación a corto las principales fuentes de captación de recursos. Este hecho se puede observar en el gráfico siguiente que muestra una recuperación de los canales más habituales de financiación (inversión en cartera, inversión directa y financiación a corto plazo). Este dato contrasta con los datos de junio y julio, cuando el estallido de la crisis de deuda soberana situó al Euro-sistema como principal prestamista para cubrir las necesidades de financiación españolas.

## Destaca la mejor inversión en cartera y a corto plazo en agosto.

### RECUPERACIÓN DE LOS CANALES MÁS HABITUALES DE FINANCIACIÓN

Saldo acumulado últimos doce meses de la balanza financiera (excluido el Banco de España)



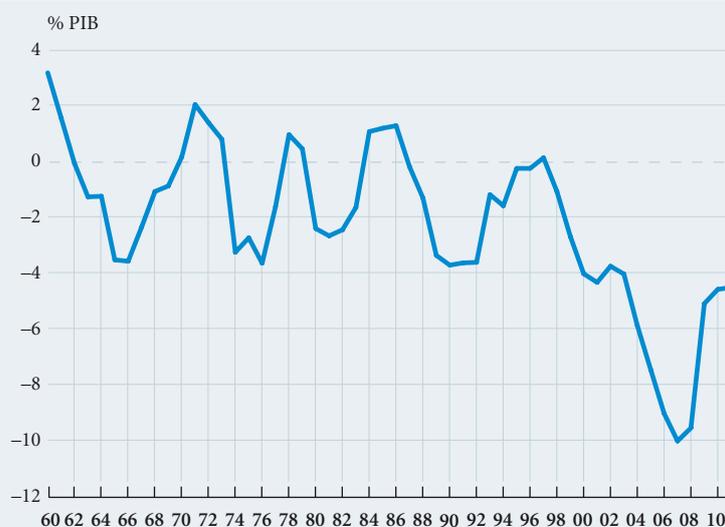
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## La corrección del déficit exterior de la economía española

Los desequilibrios externos tuvieron un importante protagonismo en la última cita del G-20, en la tercera semana de noviembre. Finalmente, la propuesta de Tim Geithner, secretario estadounidense del Tesoro, de limitar al 4% del PIB los desequilibrios por cuenta corriente (tanto déficits como superávits) no salió adelante. Pero sí se encargó a los ministros fijar indicadores que señalicen los desvíos excesivos en los saldos corrientes frente al exterior. España no forma parte del G-20, aunque ha participado en las últimas reuniones, pero sus representantes seguro que se dieron por aludidos: desde el año 2000, la economía ha incurrido en déficits superiores al 4% del PIB (con la excepción de 2002: 3,8%). Hasta dicho año nunca se había alcanzado la cota del 4%, ni en los peores momentos de la primera crisis del petróleo, a mediados de los setenta, ni en la recesión de principios de los noventa, que llevó a tres devaluaciones casi consecutivas de la peseta.

### MÁS ALLÁ DEL 4%, ¿HASTA CUÁNDO?

Saldo por cuenta corriente



FUENTES: AMECO y elaboración propia.

En 2010, pese al retroceso de la actividad derivado de la recesión que se inició en 2008, el déficit por cuenta corriente volverá a superar el 4%, algo que sólo sucede en muy pocos países de nuestro entorno (Grecia, Portugal, Turquía, Rumania, Chipre y Malta). Si la economía entra en una fase de recuperación o expansión, periodos en los que es frecuente un empeoramiento del desequilibrio exterior, cabe preguntarse si de nuevo el déficit va a ampliarse. ¿Cómo se explica esta evolución? ¿Es sostenible? ¿Cómo volver al equilibrio? Para entender mejor la dinámica del desequilibrio exterior español, es útil contemplarlo desde tres perspectivas distintas: los propios saldos de la balanza de pagos, la diferencia entre ahorro e inversión y, por último, la posición de inversión internacional neta de la economía española.

Desde la óptica de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el principal responsable es el déficit comercial, que en la última década no ha podido ser compensado por el superávit de servicios y que se ha visto agravado por el deterioro de los pagos por rentas de inversión y el cambio de signo de las transferencias corrientes. La persistencia histórica de los números rojos en el saldo de importaciones y exportaciones de bienes lleva a sospechar un problema de competitividad exterior, que se refuerza al comparar el nivel y la evolución de la productividad frente a otros competidores y al verificar la tendencia de los costes internos españoles a crecer por encima de los de la mayor parte del resto de socios comerciales. Sin embargo, cuando se contempla la cuota de las exportaciones españolas de bienes en el mercado mundial, se advierte un ligero retroceso en los últimos años, pero este resultado no es peor que el sufrido por países como Francia, Italia o el Reino Unido. De hecho, el retroceso se debe al comercio intra-comunitario, presumiblemente a causa de la competencia de las economías de la Europa central y oriental tras su integración a la Unión Europea. En cambio, la cuota en países terceros, si bien es muy baja, se mantiene estable. Por tanto, una parte importante del desequilibrio frente al exterior hay que atribuirlo directamente al fuerte tirón de la demanda interna, que en el último ciclo expansivo experimentó una subida extraordinaria. También ha influido notablemente la creciente cuota de los productos importados sobre la demanda final de consumo e inversión que cabe atribuir, además de a problemas de competitividad de la industria española, a la composición del crecimiento. Así, por ejemplo, el creciente peso de la construcción, bastante importador y nada exportador, es uno de los elementos que han influido en este sentido.

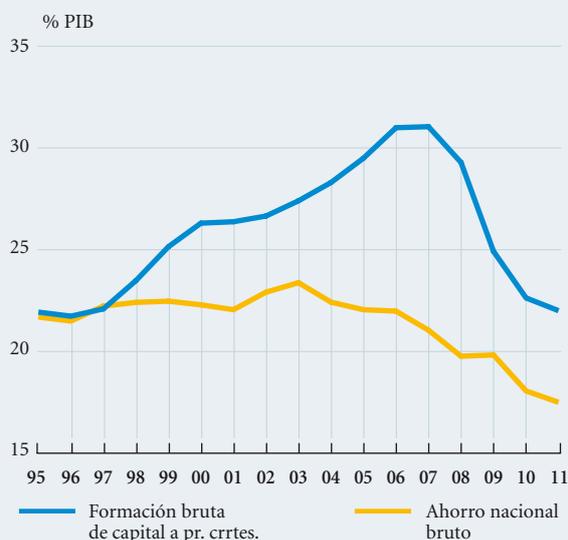
La fortaleza del último ciclo expansivo nos lleva a la segunda perspectiva desde la que se puede contemplar el desequilibrio corriente: la diferencia entre ahorro e inversión. La diferencia entre el ahorro nacional (lo que queda de la renta después del consumo) y la inversión es igual, en términos de contabilidad nacional, al saldo de la balanza corriente frente al exterior, que junto a las transferencias de capital constituye la necesidad (o capacidad) de financiación frente al exterior. Viéndolo así, como se comprueba en el gráfico siguiente, la responsabilidad de la desviación corresponde casi exclusivamente a la inversión. En los últimos años, hasta el inicio de la crisis, el ahorro nacional se ha mantenido cerca de la media histórica, un 22% del PIB, mientras que la inversión ha sobrepasado todos los años la media histórica del 25% del PIB, llegando a superar el 30% del PIB en dos años. Normalmente el gasto en formación de capital se valora más positivamente que el de consumo, pero en el último ciclo expansivo parece claro que se incurrió en un exceso de inversión o en una inversión dirigida a actividades poco productivas, vista la discreta evolución de la productividad total de los factores. En esta evolución, el protagonismo correspondió al sector privado (el ahorro neto del sector público fue positivo hasta el inicio de la recesión). El exceso de inversión privada con relación a su ahorro requirió unos recursos financieros muy elevados que han llevado su endeudamiento hasta cotas máximas históricas. Así, la deuda de las familias respecto a su renta disponible ha pasado del 70% a principios de los años 2000 al 130% a principios de 2008, al inicio de la crisis. En el caso de las empresas, su deuda ha pasado del 400% al 800% de su excedente bruto de explotación en el mismo periodo.

El *boom* del endeudamiento del sector privado no hubiera sido posible sin la incorporación al euro en 1999, que abrió las puertas a una financiación exterior abundante y barata... hasta el estallido de la crisis global en 2007. Durante ese periodo, la restricción financiera para familias y empresas fue extraordinariamente laxa y de ahí el creciente endeudamiento que se vehiculó desde el exterior, la tercera dimensión en la que se refleja el déficit corriente. La acumulación año tras año de déficits por cuenta corriente ha dado como resultado un notable incremento de la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo, casi un billón de euros, pasando del 30% del PIB en 1995 a más del 90% en 2009. Se trata de uno de los valores más elevados de los países de nuestro entorno y de un punto muy sensible en las condiciones actuales, puesto que una parte del mismo debe refinanciarse cada año, fondos que se suman a los recursos necesarios para cubrir el nuevo déficit generado en cada periodo. La crisis global alteró la placidez del panorama financiero internacional e hizo aflorar en toda su

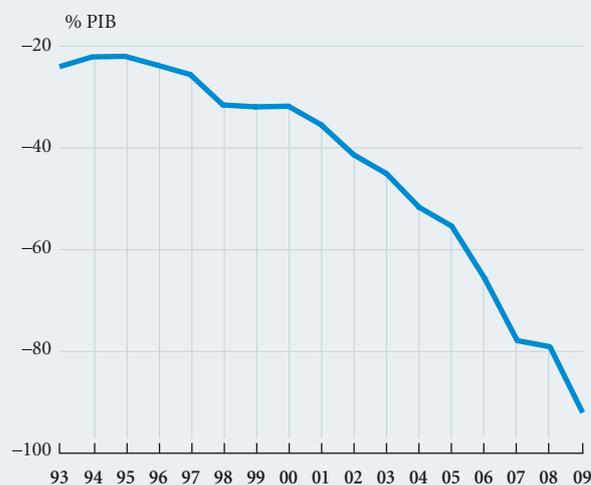
crudeza el problema del déficit exterior. Las tensiones de la crisis de la deuda soberana desencadenada este año han afectado a los mercados bursátiles y a la financiación mayorista, creando serios problemas de liquidez. En estas condiciones, un déficit exterior elevado, como el que todavía ostenta la economía española, es difícilmente sostenible.

### LAS OTRAS CARAS DEL DÉFICIT EXTERIOR ESPAÑOL

Ahorro e inversión



Posición de inversión internacional neta



FUENTES: AMECO y elaboración propia.

¿Es posible seguir creciendo sin incurrir en más déficit corriente frente al exterior? ¿Puede el sector privado desapalancarse sin deprimir la demanda interna? ¿Es posible generar la confianza necesaria para seguir atrayendo capitales en un entorno financiero restrictivo como el actual? La respuesta es afirmativa siempre y cuando se realice un serio esfuerzo dirigido a la mejora de la productividad y la competitividad, al control de los costes productivos, a orientar la economía productiva hacia el sector exterior, al aumento del ahorro público y a las reformas estructurales que deben facilitar todas las anteriores. El desafío es uno de los más importantes a los que se ha enfrentado la economía española en las últimas décadas.

*Este recuadro ha sido elaborado por Joan Elias  
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

## Sector público

**Las medidas discrecionales para la corrección del déficit público surten efecto.**

**Los ingresos no financieros del Estado suben el 10% hasta septiembre, impulsados sobre todo por el IVA.**

### Sensible contracción del déficit del Estado

La ligera mejora de la coyuntura económica y sobre todo las medidas discrecionales adoptadas para la corrección del déficit público, que incluyen algunas retiradas de los estímulos económicos que se pusieron en marcha para hacer frente a la recesión, están incidiendo en la corrección del déficit del Estado. No obstante, el ajuste se está notando más por el lado de los ingresos que por el de los gastos.

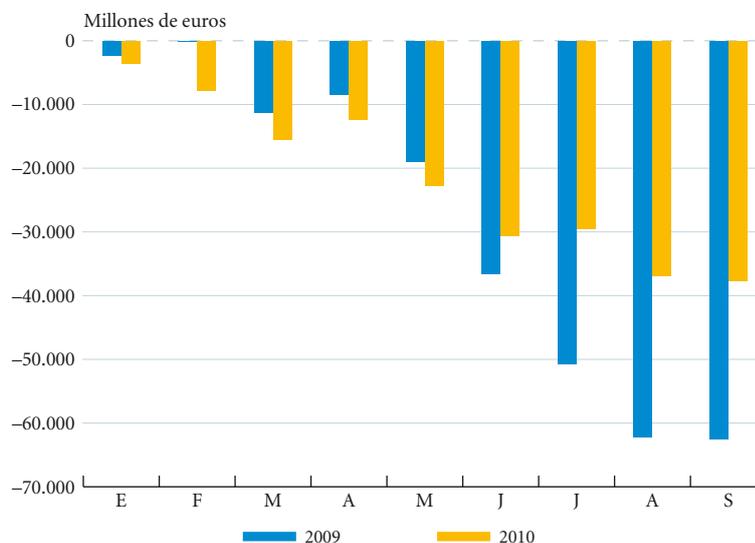
Los ingresos no financieros del Estado en términos de caja, o sea, atendiendo a los flujos monetarios registrados, ascendieron el 9,9% en enero-septiembre en relación con el mismo periodo del año anterior antes de las cesiones a las administraciones

territoriales según el sistema de financiación vigente. Este incremento se debió sobre todo a los impuestos indirectos, ya que la recaudación acumulada de los directos bajó el 0,4%.

Dentro de los impuestos directos, la principal figura, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), se elevó el 5,6% en los nueve primeros meses del ejercicio respecto al mismo periodo del año anterior hasta 49.453 millones de euros. Esta evolución fue producto mayormente del aumento de las retenciones del trabajo en un 5,0%, de la disminución de las retenciones del capital en un 8,2% y de las devoluciones en el 6,8%. La eliminación parcial de la deducción de los 400 euros aportó 2.870 millones de euros y el alza del tipo de retención del capital otros 210 millones

### LA CORRECCIÓN DEL DÉFICIT DEL ESTADO SE ESTANCA EN SEPTIEMBRE

Datos acumulados del año



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

de euros. Por el contrario, los ingresos por el impuesto de sociedades cayeron el 21,3% con relación al mismo periodo de 2009 hasta 11.334 millones de euros. Los cambios normativos contribuyeron al descenso con 555 millones de euros.

En cambio, las entradas por los impuestos indirectos se expandieron el 35,7% gracias mayormente al impuesto sobre el valor añadido (IVA), que se elevó el 57,1%. El dinamismo de la recaudación por el IVA se explica sobre todo por el descenso de las devoluciones, la subida de los tipos impositivos y la mejora del gasto final de las familias y las empresas. En concreto, el alza de los tipos de gravamen aportó 630 millones de euros.

Por su parte, los impuestos especiales ascendieron el 4,2% hasta 14.923 millones de euros. Este aumento es atribuible al aumento de los tipos de gravamen de los hidrocarburos y del tabaco en junio de 2009. No obstante, el mayor incremento interanual fue registrado por el impuesto especial sobre la electricidad, que subió el 9,2%, del que 3,0 puntos son debidos al mayor consumo y 6,2 al aumento medio de la tarifa.

Desde el otro lado del balance, los gastos no financieros acumulados se redujeron el 2,2% interanual. Los pagos corrientes retrocedieron el 0,3%. Entre ellos, los de personal subieron el 2,7%, si bien los sueldos y salarios del personal activo aumentaron menos, el 0,8%. Los gastos por bienes y

servicios disminuyeron el 2,2% y las transferencias corrientes el 2,9%. Por el contrario, los gastos financieros se elevaron el 9,1% debido a la expansión de la deuda, básicamente de bonos y obligaciones.

Los gastos de capital cayeron el 13,0% interanual hasta septiembre. Las inversiones reales sufrieron especialmente los recortes presupuestarios y se contrajeron el 11,0%, mientras que las transferencias de capital disminuyeron el 14,1%.

A resultas de la evolución de los ingresos y pagos, el déficit de caja no financiero del Estado se cifró en 37.939 millones de euros, con una reducción interanual del 39,6%. En términos de contabilidad nacional, es decir, según el criterio contable de derechos y obligaciones reconocidos, la necesidad de financiación del Estado acumulada fue de 36.363 millones de euros, con una reducción interanual del 42,1%. Respecto al producto interior bruto, la necesidad de financiación hasta septiembre resultó del 3,45%, sensiblemente menor que el 5,96% anotado en los nueve primeros meses de 2009.

Por otro lado, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea solicitó más reformas en cuanto al sistema público de pensiones, ya que se plantea su sostenibilidad a largo plazo por el fuerte envejecimiento de la población. En este sentido, el Gobierno avanzó que impulsará la reforma.

**Los gastos no financieros del Estado bajan el 2%, debido sobre todo a recortes en los pagos de capital.**

**La necesidad de financiación cae el 42% interanual.**

## Ahorro y financiación

### Se modera el desapalancamiento de las empresas

La oferta de préstamos al sector privado se estabilizó en el tercer trimestre, de acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de octubre de 2010 realizada por el Banco de España, lo que contrasta con el endurecimiento observado tres meses antes. Según este informe, la demanda de crédito mostró un comportamiento un poco más contractivo que en el trimestre anterior, a diferencia de la estabilidad apreciada tres meses antes. Para el cuarto trimestre las perspectivas apuntan a un incremento de peticiones de fondos, salvo para el consumo.

De hecho, el saldo de la financiación a las empresas no financieras continuó frenando su caída en septiembre hasta presentar un descenso interanual del  $-0,5\%$ , a lo que contribuyó un tipo de interés real, descontando la inflación, más bajo. El decremento interanual se debió a los préstamos, tanto del interior como del exterior, que mostraban bajadas del  $1,5\%$  y del  $2,1\%$ , respectivamente. En cambio, las emisiones de renta fija repuntaron hasta anotar un crecimiento del  $28,1\%$  con relación al mismo mes del año anterior.

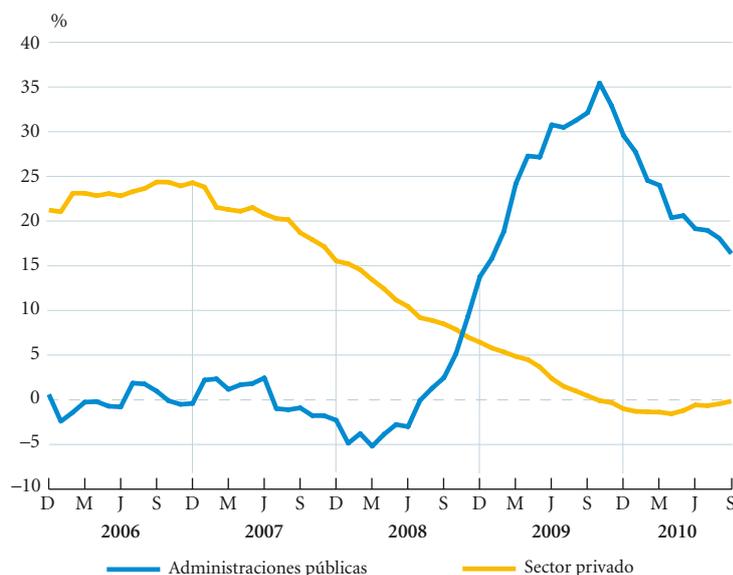
Por otro lado, el crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante de las empresas, frenó sensiblemente su

**Descensos de los créditos a las empresas, mientras que aumentan sus emisiones de renta fija.**

**Sensible frenazo de la caída del crédito comercial.**

### SE FRENA LA FINANCIACIÓN AL SECTOR PÚBLICO, MIENTRAS QUE SE ESTABILIZA AL PRIVADO

Variación interanual de la financiación



FUENTE: Banco de España.

## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Septiembre 2010

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.215.709	2.752	-0,1	78,4
Empresas no financieras	1.314.238	5.037	-0,5	46,5
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	903.873	-12.488	-1,5	32,0
<i>Valores distintos de acciones</i>	63.139	6.940	28,1	2,2
<i>Préstamos del exterior</i>	347.226	10.585	-2,1	12,3
Hogares (4)	901.472	-2.285	0,4	31,9
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	676.406	-2.146	0,4	23,9
<i>Otros (3)</i>	221.572	-252	0,3	7,8
<i>Préstamos del exterior</i>	3.493	113	2,5	0,1
Administraciones públicas (5)	611.445	50.857	16,3	21,6
<b>TOTAL</b>	<b>2.827.154</b>	<b>53.609</b>	<b>3,0</b>	<b>100,0</b>

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.

caída hasta presentar una bajada interanual del 3,5%. Por otra parte, los arrendamientos financieros, ligados a la financiación de la inversión, mostraban un descenso interanual del 15,4%, similar al de los meses previos.

Los créditos a los hogares se ralentizaron en septiembre hasta presentar un crecimiento interanual del 0,4%, 2 décimas menos que en el mes anterior. Esta desaceleración provino sobre todo de la vivienda, con un aumento interanual del 0,4%, 5 décimas menos que en agosto, a consecuencia de una cierta retracción de la demanda de hipotecas tras la subida de los tipos de gravamen del IVA a principios de julio. No obstante, la demanda probablemente se reavivará en los próximos meses, ya que en 2011 se suprimirá parcialmente la deducción por la compra de vivienda habitual. Por el contrario, el resto de préstamos del interior se aceleraron levemente hasta una tasa de variación interanual del 0,3%. Por su parte, los préstamos del exte-

rior siguieron moderándose suavemente hasta un alza interanual del 2,5%.

En cuanto a la morosidad, la del conjunto de las entidades de crédito en septiembre se tomó una pausa en su senda ascendente y retrocedió una décima hasta el 5,5%, aunque se situaba 0,6 puntos por encima de doce meses antes. Como novedad, la tasa de dudosidad de las cajas se colocó por debajo de la de los bancos. De todas formas, tanto cajas como bancos están aumentando en general sus provisiones dentro del proceso de adaptación a una nueva normativa.

Respecto a la financiación de las administraciones públicas, en septiembre continuó ralentizándose hasta el 16,3%, tanto por los valores a corto como a largo plazo. Por lo referente a la prima de riesgo, el diferencial de las obligaciones españolas a diez años en relación con las alemanas en las primeras semanas de noviembre repuntó notablemente en el contexto de la

**La tasa de morosidad baja en septiembre y la de las cajas se coloca por debajo de la de la banca.**

**La prima de riesgo de la deuda pública española marca un máximo a causa de la crisis irlandesa.**

## Repunte de los depósitos a plazo tras aumentar su remuneración.

crisis de la deuda irlandesa, y en la cuarta semana del mes llegó a marcar la cota máxima desde el lanzamiento del euro, con 253 puntos básicos.

De esta forma, el crecimiento de la financiación total a los sectores residentes se mantuvo estabilizado en el 3,0% interanual por cuarto mes consecutivo en septiembre. Esta evolución fue producto de la desaceleración de la financiación al sector público y un freno del desendeudamiento del sector privado.

### Ligero crecimiento de los depósitos bancarios

La remuneración de los depósitos ha tendido a repuntar suavemente en los últimos meses, en sintonía con la evolución del euríbor. Así, la retribución media de los depósitos a plazo de los hogares se colocó en el 2,73% en septiembre, 23 puntos básicos más que en agosto y 60 más que doce meses antes. Esto contribuyó a la expansión de los depósitos del sector privado,

que crecieron el 1,1% con relación a septiembre de 2009. De este modo, se fue cerrando, aunque muy limitadamente, la brecha entre los créditos y los depósitos, que forma parte del proceso de ajuste en marcha.

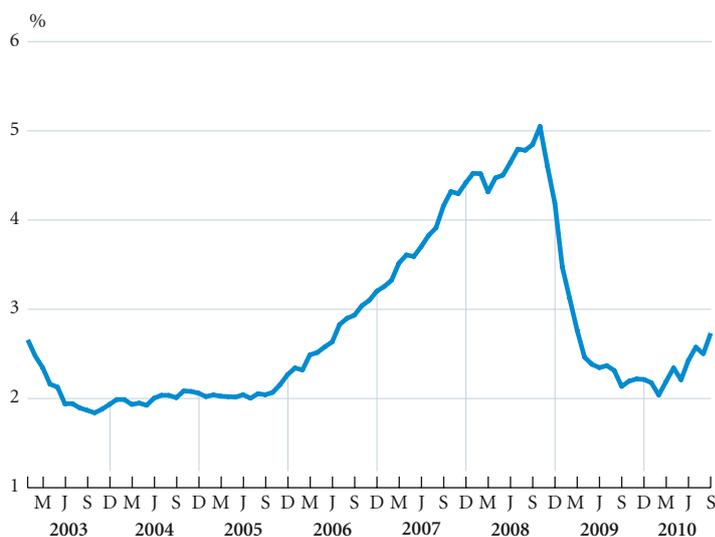
En este entorno, las cuentas a plazo cobraron protagonismo y anotaron un crecimiento interanual positivo por primera vez desde octubre de 2009. Por el contrario, las cuentas a la vista y de ahorro siguieron ralentizándose.

Los fondos de inversión mobiliaria continuaron acusando la competencia de los depósitos y la volatilidad de los mercados financieros. De esta manera, en octubre se registraron reembolsos netos por valor de 2.131 millones de euros, concentrados en la renta fija a corto plazo y los garantizados de rendimiento variable.

Sin embargo, los fondos de inversión mobiliaria anotaron una rentabilidad media positiva del 0,55% en el mes, con lo que el rendimiento promedio anual se colocó en

## REPUNTE DE LA REMUNERACIÓN DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO

Tipo de interés de nuevas operaciones en entidades de crédito de depósitos a plazo de las familias



FUENTE: Banco de España.

## PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Septiembre 2010

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	256.340	-6.395	-2,4	561	0,2	18,0
De ahorro	208.518	727	0,3	10.554	5,3	14,6
A plazo	733.342	13.331	1,9	5.436	0,7	51,4
En moneda extranjera	18.763	-3.252	-14,8	-3.672	-16,4	1,3
<b>Total depósitos</b>	<b>1.216.964</b>	<b>4.411</b>	<b>0,4</b>	<b>12.880</b>	<b>1,1</b>	<b>85,3</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>209.807</b>	<b>-3.323</b>	<b>-1,6</b>	<b>-6.696</b>	<b>-3,1</b>	<b>14,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.426.771</b>	<b>1.088</b>	<b>0,1</b>	<b>6.184</b>	<b>0,4</b>	<b>100,0</b>

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.

el 1,7%. Todas las categorías excepto la renta variable nacional y los de garantía parcial registraron plusvalías. Las mayores ganancias correspondieron a la renta variable internacional de los mercados emergentes, seguidos de otros fondos de renta variable internacional.

Por su parte, los activos de los fondos de pensiones ascendieron hasta 84.627 millones de euros en el tercer trimestre, con un incremento interanual del 3% en relación con septiembre de 2009. Las aportaciones brutas acumuladas del conjunto del 2010, de 2.912 millones de euros, fueron supe-

riorios a las registradas en los nueve primeros meses de 2009, de 2.813 millones de euros. Por sistemas, el mayor incremento interanual del volumen de activos fue anotado por el sistema de empleo, promovido por las empresas, con un aumento del 3,6%, seguido del sistema individual, con un alza del 2,8%.

La rentabilidad media de los últimos doce meses fue del 1,3%. A quince y veinte años, duraciones más apropiadas para evaluar este producto, los rendimientos medios anuales fueron del 4,2% y del 5,2%, muy superiores a la inflación de estos periodos.

**Los activos de los fondos de pensiones suben el 3% interanual.**

# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)  
Correo electrónico: [publicacioneseestudios@lacaixa.es](mailto: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 Maria 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 Maria 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](http://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

Diciembre 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...):  
publicacionesestudios@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
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>



# Informe Mensual edición iPad

*La economía desde tu sofá*

El Informe Mensual edición iPad se ha generado en un formato que se puede leer desde el iPad de Apple y desde la mayoría de lectores de libros electrónicos (e-Book readers). Se incluye el formato específico de los lectores Kindle de Amazon.

Más información en [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

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

