

# Informe Mensual



## LA REFORMA DEL SECTOR SERVICIOS

### *Servicios, eficiencia y productividad* Pág. 14

Una regulación inadecuada de los servicios entorpece el crecimiento de la productividad del conjunto de la economía

### *Un buen servicio sirve de mucho* Pág. 34

Los efectos positivos que se esperan de la entrada en vigor de la Directiva de Servicios son sustanciales

### *El sistema financiero tras la crisis: ¿más pequeño y más simple?* Pág. 45

Es posible identificar ya algunas líneas de lo que será la configuración del sistema financiero en los próximos años

### *¿Centro comercial o comercio en el centro?* Pág. 52

La Directiva Bolkestein reabre el debate sobre la liberalización del comercio minorista en España

# Previsiones

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

	2008	2009	2010	2009			
				I	II	III	IV
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>							
	Previsiones			Previsiones			
<b>Producto interior bruto</b>							
Estados Unidos	0,4	-2,5	2,0	-3,3	-3,8	-2,3	-0,3
Japón	-0,7	-5,7	1,7	-8,4	-7,2	-5,3	-1,6
Reino Unido	0,6	-4,6	0,8	-5,0	-5,5	-5,2	-3,0
Zona del euro	0,7	-4,0	0,8	-4,9	-4,8	-4,2	-2,2
<i>Alemania</i>	1,0	-5,1	0,8	-6,7	-5,9	-5,2	-2,6
<i>Francia</i>	0,7	-2,2	0,8	-3,4	-2,6	-2,2	-0,7
<b>Precios de consumo</b>							
Estados Unidos	3,8	-0,4	1,9	-0,2	-0,9	-1,6	1,0
Japón	1,4	-1,2	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-1,6
Reino Unido	3,6	1,9	2,0	3,0	2,1	1,5	1,0
Zona del euro	3,3	0,3	1,2	1,0	0,2	-0,4	0,4
<i>Alemania</i>	2,6	0,3	1,0	0,8	0,3	-0,3	0,2
<i>Francia</i>	2,8	0,1	1,2	0,7	-0,2	-0,3	0,4
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>							
	Previsiones			Previsiones			
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	-0,6	-5,0	-0,5	-5,1	-5,9	-5,3	-3,8
Consumo de las AAPP	5,5	4,3	1,5	6,4	5,1	3,0	2,7
Formación bruta de capital fijo	-4,4	-17,0	-5,7	-15,2	-17,0	-18,2	-17,4
<i>Bienes de equipo</i>	-1,8	-29,5	-9,6	-24,2	-28,9	-33,0	-32,2
<i>Construcción</i>	-5,5	-12,5	-6,1	-11,5	-12,0	-13,6	-12,8
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-0,5	-6,8	-1,4	-6,1	-7,3	-7,3	-6,0
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-14,4	2,3	-17,6	-15,7	-13,3	-11,2
Importación de bienes y servicios	-4,9	-21,5	-1,7	-22,9	-22,3	-21,7	-19,0
<b>Producto interior bruto</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,3</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	-0,6	-6,4	-2,1	-6,3	-7,1	-7,2	-6,2
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,1	20,3	17,4	17,9	17,9	19,3
Índice de precios de consumo	4,1	-0,3	1,4	0,5	-0,7	-1,1	0,1
Costes laborales unitarios	4,6	0,8	-0,8	1,0	1,4		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-9,5	-5,8	-4,3	-8,1	-4,5		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,1	-5,3	-3,8	-7,8	-3,9		
Saldo público (% PIB)	-4,1	-10,9	-9,8				
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>							
	Previsiones			Previsiones			
<b>Tipos de interés internacionales</b>							
Fed Funds	2,1	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	3,9	1,2	1,1	1,8	1,1	1,0	1,0
Bonos EEUU 10 años	3,6	3,2	3,7	2,7	3,3	3,5	3,3
Bonos alemanes 10 años	4,0	3,2	3,5	3,1	3,4	3,3	3,2
<b>Tipos de cambio</b>							
\$/Euro	1,48	1,38	1,38	1,30	1,36	1,43	1,49

## Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Previsiones FMI
  - 8 Estados Unidos
  - 12 Japón
- 14 *Servicios, eficiencia y productividad*
  - 17 China
  - 18 Brasil
  - 20 México
  - 21 Materias primas
- 23 Unión Europea
  - 23 Zona del euro
  - 26 Alemania
  - 28 Francia
  - 29 Italia
  - 30 Reino Unido
  - 32 Europa emergente
- 34 *Un buen servicio sirve de mucho*
- 37 Mercados financieros
  - 37 Mercados monetarios y de capital
- 45 *El sistema financiero tras la crisis: ¿más pequeño y más simple?*
- 49 Coyuntura española
  - 49 Actividad económica
- 52 *¿Centro comercial o comercio en el centro?*
  - 56 Mercado de trabajo
  - 59 Precios
  - 63 Sector exterior
  - 66 Sector público
  - 70 Ahorro y financiación

## Servicios: la gran reforma

El estruendo que provocan los indicadores y las noticias relativas a la crisis económica impide oír un murmullo suave, pero que va a ser vital en la evolución de la economía en los próximos años. Es el que provoca la reforma de los servicios, un sector que aglutina alrededor de dos tercios del valor añadido de las economías desarrolladas. A finales de 2006 el Parlamento y el Consejo europeos aprobaron, tras una larga y compleja negociación, la Directiva de Servicios o Directiva Bolkestein, por el comisario que la impulsó, la cual establece un marco jurídico general que favorece el ejercicio de la libertad de establecimiento de los prestadores de servicios, así como la libre circulación de los servicios, incentivando un elevado nivel de calidad de estas actividades.

La transposición de esta directiva a la normativa española resulta complicada. En marzo de este año el Gobierno aprobó un anteproyecto de Ley sobre conceptos genéricos, conocido como «Ley Paraguas»; en junio se aprobó un paquete de reformas de carácter específico conocido como «Ley Ómnibus». Además, en julio se aprobó un proyecto de Ley específico sobre la regulación del comercio minorista.

¿A qué viene tanta complicación? Primero, se trata de cumplir uno de los preceptos establecidos en la fundación de las comunidades europeas a finales de los cincuenta: la libre circulación de los servicios. Las barreras que impiden el libre establecimiento de profesionales no nacionales en algunos países comunitarios son numerosas, y algo parecido sucede con las empresas, pese a los avances alcanzados. Pero la razón última del lanzamiento de la gran reforma que pretende ser la Directiva de Servicios es el patente retraso de la mayor parte de los países de la Unión Europea en el desarrollo del sector terciario.

En efecto, en los últimos quince años se ha abierto una brecha evidente en el crecimiento de la productividad sectorial entre los países con una legislación más liberalizada –Estados Unidos, Reino Unido, algunos pequeños países europeos– comparado con países con un grado de regulación superior, como la mayor parte de Europa continental. La evidencia empírica apunta a la distinta regulación sectorial como el origen de la divergencia. No se trata de regular más o menos, sino de que las normas permitan e impulsen la libre competencia, la innovación, la calidad y el acceso de nuevas empresas. No se trata de eliminar aquellas regulaciones justificadas desde un punto de vista medioambiental o social, sino de prescindir de las restricciones que van más allá del fin perseguido. Además, se trata de poner a la administración pública al servicio de la actividad económica, impulsando las «ventanillas únicas» y la realización de los trámites administrativos por vía electrónica.

Se estima que el alcance de la Directiva de Servicios afecta a más del 40% del valor añadido de la economía española. Quedan fuera de la misma sectores para los que existe una regulación comunitaria específica, como las telecomunicaciones, el transporte o los servicios financieros (si bien es evidente que las regulaciones de estos últimos se hallan también en proceso de revisión), así como determinadas actividades, como la sanidad o los servicios sociales. Pero la naturaleza del sector terciario hace que las mejoras en la productividad del mismo se propaguen por el conjunto de la economía, tanto hacia el sector industrial, gran consumidor de servicios, como entre las diferentes actividades del propio sector. Mejorar los servicios significa conseguir una economía más eficiente y productiva y, por tanto, más próspera y con un mayor nivel de vida. Ésta es, precisamente, la recompensa que cabe esperar de la gran reforma.

## RESUMEN EJECUTIVO

**Estados Unidos y la eurozona dejan atrás las cifras de crecimiento negativas.**

**La actuación del sector público y la aportación del sector exterior son claves en la mejora...**

**...a la espera de que consumo e inversión privada se sumen a la recuperación.**

### Al final del túnel

Tras varios largos trimestres de recesión, los dos principales protagonistas de la economía mundial, Estados Unidos y la eurozona, registraron crecimientos de la actividad en el tercer trimestre (las primeras estimaciones oficiales de la eurozona no se conocerán hasta mediados de noviembre). Ahora, la incógnita se centra en la velocidad que puede alcanzar el proceso de recuperación y en sus más que probables altibajos. Los datos favorables del tercer trimestre no significan que la mayor crisis económica y financiera global en 60 años esté resuelta.

¿Cuáles son las principales fortalezas y debilidades de la actual recuperación? ¿Cuál es su alcance? Uno de los factores que están impulsando las economías avanzadas es, sin duda alguna, el sector público. Ya lo hizo en el segundo trimestre, especialmente en la eurozona, y para el tercer trimestre se espera que gane fuerza sobre todo en Estados Unidos. El sector exterior también se está erigiendo en uno de los pilares del proceso de recuperación, especialmente para los países de la zona del euro, donde el peso de las exportaciones es mayor. Para la economía estadounidense se estima que la recuperación del nivel normal de existencias, ahora muy bajo, influirá de forma muy positiva.

El consumo y la inversión se mantienen, de momento, en un segundo plano. En Estados Unidos las ventas minoristas descendieron en el mes de septiembre tras finalizar el programa de incentivos a la compra de automóviles nuevos, que impulsó las ventas en julio y agosto. En la eurozona, la

recuperación de las ventas al por menor está siendo bastante modesta. La variación interanual se sitúa por encima del mínimo alcanzado en febrero de este año, pero sigue en los mismos valores que se han venido observando desde entonces. La inversión tampoco dará muchas alegrías a corto plazo, pero la recuperación de la producción industrial está siendo algo más convincente. Tanto en Estados Unidos como en la eurozona, la producción industrial siguió avanzando en el mes de septiembre. Además, los indicadores avanzados apuntan a que esta tónica continuará en los próximos meses.

Así pues, las dos locomotoras mundiales ya ven la luz al final del túnel. En la eurozona, la debilidad que muy probablemente presentará tanto el consumo privado como la inversión hará que la tasa de crecimiento se mueva en valores discretos en los próximos trimestres. En Estados Unidos, en cambio, el final de la recesión inmobiliaria y los mayúsculos planes de estímulo económico pueden significar un mayor dinamismo en los próximos trimestres.

De todas formas, aunque la recuperación parece bien asentada, para que se consolide a medio plazo es necesaria la reacción de la demanda interna privada: consumo e inversión. Algo que no va a ocurrir con demasiada celeridad. El consumo de los hogares se ve lastrado por la elevada incertidumbre que genera la creciente tasa de paro. En la eurozona, en agosto subió una décima más y se situó en el 9,6%, el máximo en prácticamente 11 años. En Estados Unidos también quedan atrás los meses de intensa destrucción de empleo, pero el

ajuste no ha tocado fondo. La tasa de paro se situó en el 9,8%, lo que eleva a 7,2 millones la cifra neta de empleos destruidos desde el fin de 2007. Todo apunta a que la tasa de paro se mantendrá en cifras cercanas a los dos dígitos hasta, como mínimo, la segunda mitad del año próximo.

La recuperación de la inversión tampoco va a ser rápida, pues la utilización de la capacidad productiva está en mínimos históricos en la mayoría de economías desarrolladas. En definitiva, los factores que actualmente están impulsando el crecimiento serán sustituidos de forma gradual a lo largo de 2010 y de 2011. Es por ello que, aunque la recuperación es un hecho, no esperamos que en las principales economías avanzadas sea muy vigorosa.

¿Y las emergentes? Las perspectivas son significativamente mejores. En sus previsiones de octubre, el Fondo Monetario Internacional apuntó a que, mientras el crecimiento en las economías avanzadas se situará en torno al 1,3% en 2010, las economías emergentes volverán más rápidamente a tasas similares a las que gozaron en los años previos a la crisis. China seguirá liderando el crecimiento en Asia, con un crecimiento del 9,0%, y Brasil pasará de crecer un 0,7% en 2009 al 3,5% en 2010. La recuperación de los países de Europa del Este también será notable. Después de sufrir un importante retroceso en 2009, con un crecimiento negativo previsto del 5,0%, en 2010 éste se situará en el 1,8%.

El escenario de recuperación sostenida se ve reflejado en la evolución de los mercados financieros y en el tono de los mensajes de los principales bancos centrales. Tanto la Reserva Federal de Estados Unidos como el Banco Central Europeo han destacado la mayor estabilidad que finalmente reina en los mercados. Situación que refuerza el enfoque de las autoridades monetarias de centrar todos los esfuerzos en estudiar cómo retirar ordenadamente

la extraordinaria inyección monetaria realizada.

También merece la pena resaltar, una vez más, la mejora en los mercados de crédito mayorista, especialmente en los segmentos de alto riesgo y en aquéllos donde están interviniendo los bancos centrales. Las grandes empresas están aprovechando el bajo coste de financiación y la elevada liquidez de los mercados para emitir volúmenes récord de deuda corporativa, en un proceso que alcanza a un amplio espectro de emisores en cuanto a país, sector y nivel de *rating*. Por el contrario, el crédito destinado a empresas pequeñas y medianas no acaba de despegar.

Los mercados de renta variable también han vuelto a ofrecer en octubre una buena evolución, si bien se percibe un cierto agotamiento tras la espectacular subida de los últimos meses. Aparte de la menor aversión al riesgo, la mejora de las perspectivas de rentabilidad de las acciones se ha visto favorecida por la buena marcha de los resultados empresariales del tercer trimestre, con predominio de las sorpresas positivas y la recuperación de la actividad inversora de los *hedge funds*.

Las perspectivas para la economía española son similares a las del resto de países desarrollados. Eso sí, las tasas de crecimiento intertrimestrales positivas se harán esperar algo más y no llegarán hasta el año próximo. El distinto perfil de la recuperación significa que si en 2009 el producto interior bruto habrá caído menos que en otras economías desarrolladas, en 2010 la española registrará todavía un retroceso, frente a los avances de buena parte del resto. En este contexto, el sector exterior está realizando una aportación importante, a la espera de que la demanda interior del sector privado culmine su ajuste. El impulso del sector público disminuirá en el próximo año, de acuerdo con las disposiciones de los Presupuestos Generales del

**Las perspectivas de las economías emergentes son mejores.**

**Los mercados financieros reflejan el nuevo escenario de recuperación sostenida.**

**La economía española no llegará a cifras de crecimiento positivas hasta 2010.**

**La pérdida de empleos continúa a un ritmo elevado, superior al 7%, y el paro alcanza a más de 4 millones.**

**La tasa de ahorro de las familias se encarama hasta el 17% y los precios bajan.**

**Signos esperanzadores en los indicadores de actividad.**

Estado para 2010, que priman el freno al deterioro de las cuentas públicas en detrimento de las medidas tomadas para atenuar la gravedad de la recesión.

Mientras, la nota negativa la continúa ofreciendo el mercado laboral. En el tercer trimestre, la ocupación era inferior en 1,5 millones de personas a la del mismo periodo del año anterior, un descenso interanual del 7,3%, ritmo similar al del segundo trimestre. Hasta el segundo trimestre de 2009, la destrucción de empleo afectó principalmente a los asalariados con contrato temporal y, en menor cuantía, a los autónomos. En el tercer trimestre, las pérdidas de empleo empezaron a afectar ya de forma significativa a los asalariados con contrato indefinido. La construcción, la industria y el comercio se llevan la palma en términos de destrucción de empleo, mientras que la administración pública, la sanidad y los servicios sociales siguen creando empleo en términos interanuales.

La deteriorada situación del mercado laboral está provocando un efecto de desánimo sobre los que buscan empleo, lo que los hace desistir del empeño, de manera que la población que no tiene un puesto de trabajo y busca empleo de forma activa se ha desacelerado de forma brusca. Esto permite que el paro haya aumentado menos que las pérdidas de empleo, alcanzando los 4,1 millones, de manera que la tasa de paro del tercer trimestre de 2009 se mantuvo en el mismo nivel que en el trimestre anterior, el 17,9% de la población activa. Cabe destacar, sin embargo, las notables disparidades entre comunidades autónomas, ya que frente a tasas del 25% en Canarias y Andalucía, Cantabria y Navarra se mantienen en el 10%-11%.

Los datos más recientes no apuntan a mejoras. En septiembre, la afiliación a la

Seguridad Social interrumpió el freno al deterioro que venía mostrándose en los últimos meses. A este agravamiento contribuyó la finalización de obras municipales financiadas por el Fondo Estatal de Inversión Local. El número de parados registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal volvió a registrar tendencias alcistas.

La incertidumbre derivada de la delicada situación del mercado laboral afecta a las expectativas de renta de las familias, lo que en parte explica el rápido aumento de la tasa de ahorro de las mismas. Así, en el segundo trimestre la porción de renta apartada para el ahorro fue del 17,5% en términos de acumulado de cuatro trimestres, muy lejos del 11% de un año antes. Como consecuencia, el gasto de consumo se halla muy deprimido, lo que favorece la presión a la baja en los precios. El índice de precios al consumo anotó un descenso interanual del 1,0% en septiembre, con un núcleo subyacente que registraba un 0,1% de crecimiento interanual. Se prevé que en los próximos meses los precios vuelvan a la zona de inflación por el efecto de base del petróleo, pero la debilidad del resto de componentes probablemente se mantendrá en los próximos meses.

A pesar de estos datos decepcionantes, hay que señalar que los índices de confianza de consumidores y empresas han dejado atrás los mínimos históricos y apuntan claramente al alza. Algo parecido dibujan los indicadores de actividad –ventas minoristas, consumo de cemento, consumo de gasóleo, etc.– puesto que dentro de su tono negativo han flexionado en general hacia arriba. Un camino de recuperación lento y dificultoso, pero cabe confiar en que se acabe de asentar definitivamente en los próximos meses.

28 de octubre de 2009

## CRONOLOGÍA

### 2008

- octubre**
- 7 El Gobierno anuncia la creación de un **fondo para la compra de activos financieros** a las entidades de crédito hasta un máximo de 50.000 millones de euros y eleva la garantía de los depósitos e inversiones a 100.000 euros.
  - 8 El **Banco Central Europeo**, la **Reserva Federal** y el **Banco de Inglaterra** recortan sus tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos, en una acción concertada con otros bancos centrales.
  - 12 Los países de la eurozona acuerdan una **acción concertada** para reforzar el sistema financiero hasta el final de 2009.
  - 13 El Gobierno autoriza el otorgamiento de **avales del Estado** hasta 100.000 millones de euros en 2008 a operaciones de financiación nuevas de las entidades financieras, con posible ampliación a 2009.
  - 28 El índice de la **bolsa española** Ibex 35 anota su nivel más bajo (7.905,4) desde 2004.
  - 29 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 1,00%.
- noviembre**
- 6 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 3,25%.
  - 15 Reunión del G-20 en Washington para la **reforma del sistema financiero internacional**.
  - 20 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra su nivel más bajo (7.552,3) desde 2003.
  - 28 El Gobierno anuncia un **plan de inversión pública** de 8.000 millones de euros en obras municipales y de 3.000 millones en diversos sectores y ámbitos de la economía.
- diciembre**
- 4 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 2,50%.
  - 16 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta una banda del 0%-0,25%.
  - 24 El precio del **petróleo** calidad *Brent* cae hasta su nivel más bajo (37,23 dólares por barril) desde julio de 2004.

### 2009

- enero**
- 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Eslovaquia, hasta dieciséis estados miembros.
  - 15 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 2,00%.
  - 20 Barack Obama toma posesión como **presidente de Estados Unidos**.
- marzo**
- 5 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,50%.
  - 6 El Gobierno anuncia medidas para **facilitar la financiación del circulante de las empresas medianas** y para **reactivar el empleo** y paliar los efectos del **paro**.
  - 27 El Gobierno aprueba un conjunto de **medidas para impulsar la actividad**: reforma de la ley concursal, reactivación de los seguros de crédito y transposición de la Directiva de Servicios comunitaria.
- abril**
- 2 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,25%.  
Reunión del G-20 en Londres para la **reforma del sistema financiero internacional**.
- mayo**
- 7 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,00% y anuncia medidas para facilitar liquidez al sistema bancario.
  - 12 El Gobierno anuncia **nuevas medidas de política económica**: eliminación parcial de la deducción fiscal por la compra de la vivienda habitual a partir de 2011, ayudas para la compra de automóvil, reducción de la fiscalidad para algunas pymes y autónomos, etc.
- junio**
- 12 El Gobierno **incrementa los impuestos** que gravan al tabaco, la gasolina y el gasóleo de automoción.
  - 26 El Gobierno crea el **Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria**.
- septiembre**
- 26 El Gobierno aprueba el proyecto de **Presupuestos Generales del Estado para 2010**, que elimina la deducción de 400 euros en el IRPF, sube el tipo de gravamen sobre las rentas de capital y eleva los tipos general y reducido del IVA a partir de julio de 2010.
  - 28 El índice de la **bolsa española** Ibex 35 anota un máximo anual (11.891,2) con una ganancia acumulada del 29,3% con relación al final de diciembre de 2008.
- octubre**
- 19 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (10.092,2) con un alza del 15,0% en relación con el final del año 2008.

## AGENDA

### Noviembre

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).  
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 5 Índice de producción industrial (septiembre).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 12 Avance del PIB (tercer trimestre).
- 13 IPC (octubre). PIB de la UE (tercer trimestre).
- 17 IPC armonizado de la UE (octubre).
- 18 Contabilidad nacional trimestral (tercer trimestre).
- 24 Precios industriales (octubre). Ingresos y pagos del Estado (octubre). Comercio exterior (octubre).
- 27 IPCA (noviembre).
- 30 Balanza de pagos (septiembre).

### Diciembre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 4 Índice de producción industrial (octubre).
- 15 IPC (noviembre). Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 16 IPC armonizado de la UE (noviembre).  
Encuesta de coste laboral (tercer trimestre).
- 22 Comercio exterior (noviembre).  
Ingresos y pagos del Estado (noviembre).
- 23 Precios industriales (noviembre).
- 30 Balanza de pagos (noviembre).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**El FMI espera un crecimiento global del 3,1% para 2010, liderado por Asia emergente.**

**Los estímulos fiscales y monetarios seguirán siendo necesarios para sostener la recuperación.**

### Previsiones del FMI: cautela, pero mejores perspectivas

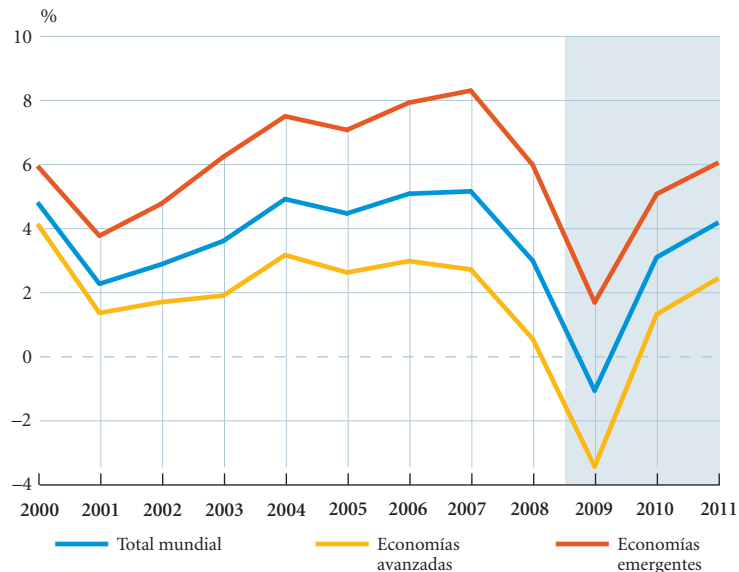
En su informe de perspectivas de la economía mundial de octubre, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó al alza sus previsiones para 2010 y espera que la economía global vuelva a crecer, liderada por Asia emergente. Así, el consumo y los mercados inmobiliarios se estabilizan, mientras que el ciclo de existencias adopta un giro alcista. Pero el Fondo aboga por el mantenimiento de los estímulos fiscales y monetarios que han hecho posible esta lenta recuperación, ya que los factores que ahora apoyan la demanda, como la reposición de inventarios, perderán fuerza en los

próximos meses, mientras que las debilidades persistirán.

Así, si bien las turbulencias financieras amainan, muchos sectores económicos seguirán teniendo un difícil acceso al crédito, mientras que la total recuperación del sistema financiero puede alargarse hasta finales de 2010. Asimismo, el consumo será débil en las economías avanzadas, especialmente en aquellas que han sufrido burbujas inmobiliarias o que han tenido déficit por cuenta corriente. Las pérdidas de empleos y el descenso de los ingresos de los hogares han sido intensos y se necesitarán estímulos para dar vigor al consumo. Por zonas geográficas, la recuperación será modesta en las economías

### LA SALIDA DE LA RECESIÓN

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: 2009, 2010 y 2011 son previsiones.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.



avanzadas, para las que se espera un crecimiento del 1,3% en 2010, mientras que las economías emergentes deberían avanzar un más contundente 5,1%, que llevaría a la economía global a crecer un 3,1%.

Por países, empeoran las perspectivas para Estados Unidos que, con una contracción prevista del 2,7% para 2009, mejora sus perspectivas para 2010 con un avance esperado del 1,5%. La zona del euro, con unas tasas de desempleo más persistentes, tendrá una evolución más débil, con un descenso del 4,2% en 2009 seguido de un modesto avance del 0,3% durante 2010. Japón y Alemania, que sufrieron la crisis del comercio global con especial intensidad dada su especialización en bienes de capital, se recuperarán gradualmente, dada la atonía de la inversión a nivel global, con avances del 1,7% para Japón y del 0,3% para Alemania. China seguirá liderando el crecimiento

en Asia, con una economía que se expandirá un 8,5% en 2009 y un 9,0% en 2010.

En el resto de países europeos, las previsiones se revisaron generalmente al alza. Durante 2010, Francia espera crecer un 0,9%, Italia un 0,2% y el Reino Unido un 0,9%, mientras que España, cuyo retroceso en 2009 fue algo menor que en la zona del euro, seguirá en terreno negativo en 2010, con un descenso del 0,7%. Según el Fondo, las crisis financieras tienen efectos duraderos en el crecimiento, lo que tiende a empeorar su relación con la inflación. Sin embargo, dado el importante exceso de capacidad existente, el Fondo no ve riesgos inmediatos de subidas de precios en las economías avanzadas, lo que deja cierto margen para la continuidad de los estímulos a la demanda.

Los riesgos para el escenario central son mayormente a la baja. El principal peligro

**Las economías avanzadas crecerán un 1,3% en 2010 y las emergentes, un 5,1%.**

**La inflación dará margen a la continuidad de los estímulos.**

## PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje (\*)

	PIB		Precios al consumo		Tasa de paro (**)	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Estados Unidos	-2,7	1,5	-0,4	1,7	9,3	10,1
Japón	-5,4	1,7	-1,1	-0,8	5,4	6,1
Alemania	-5,3	0,3	0,1	0,2	8,0	10,7
Francia	-2,4	0,9	0,3	1,1	9,5	10,3
Italia	-5,1	0,2	0,8	0,9	9,1	10,5
Reino Unido	-4,4	0,9	1,9	1,5	7,6	9,3
España	-3,8	-0,7	-0,3	0,9	18,2	20,2
<b>Zona del euro</b>	<b>-4,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>9,9</b>	<b>11,7</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>8,2</b>	<b>9,3</b>
<b>Países en desarrollo</b>	<b>1,7</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	...	...
<i>América Latina</i>	-2,5	2,9	6,1	5,2	...	...
<i>Europa del Este y Central</i>	-5,0	1,8	4,8	4,2	...	...
<i>Asia emergente</i>	6,2	7,3	3,0	3,4	...	...
<b>Total mundial</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	...	...
<b>Comercio mundial en volumen (***)</b>	<b>-11,9</b>	<b>2,5</b>				

NOTAS: (\*) Previsiones de octubre 2009.

(\*\*) Porcentaje de población activa.

(\*\*\*) Bienes y servicios.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

**El mayor riesgo está en la debilidad de la demanda de las economías avanzadas.**

es que la demanda privada de las economías avanzadas continúe languideciendo, lo que crearía un duro dilema entre la sostenibilidad del endeudamiento de las arcas públicas y el mantenimiento de los estímulos. También el encarecimiento del petróleo puede suponer un palo en la rueda de la recuperación para muchos países. En el lado optimista, hay que considerar que, con una menor posibilidad de un retorno a los temidos años treinta, podría darse un giro positivo en el sentimiento de los diferentes agentes económicos que alentaría mayores tasas de crecimiento.

La recuperación se asienta en la progresiva disipación de las turbulencias financieras, el cambio de ciclo de los inventarios y la estabilización del consumo privado y del precio de los inmuebles, y en unos estímulos fiscales y monetarios sin precedentes desde el fin de la Segunda Guerra Mundial. En este sentido, la Oficina Presupuestaria del Congreso anunció que, en el año fiscal de 2009, el Presupuesto Federal arrojaría un déficit de 1,4 billones de dólares, el 9,9% del PIB, muy superior al 3,2% de 2008. Pese al elevado coste de estas medidas, que incluyen estímulos a la compra de automóviles y viviendas y el plan de rescate de los activos tóxicos del sistema financiero (245.000 millones de dólares), la demanda seguirá necesitando ayudas hasta la segunda mitad de 2010.

**Estados Unidos: la recuperación está asentada, pero sigue necesitando políticas expansivas.**

**Estados Unidos: recuperación sin V de victoria**

Al cierre de este informe el Bureau of Economic Analysis anunció que la economía había crecido un 3,5% intertrimestral anualizado en el tercer trimestre, dejando atrás la recesión más intensa desde 1945.

Tres factores lastran la recuperación de la demanda. En primer lugar, los consumidores siguen con su largo proceso de despalancamiento, con la consiguiente re-

**ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2007	2008	2008		2009				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	2,1	0,4	0,0	-1,9	-3,3	-3,8	-	-2,3	-
Ventas al por menor	3,3	-0,7	0,3	-8,0	-8,9	-9,5	-8,5	-5,8	-5,7
Confianza del consumidor (1)	103,4	58,0	57,3	40,7	29,9	48,3	47,4	54,5	53,1
Producción industrial	1,5	-2,2	-3,2	-6,7	-11,6	-12,9	-12,5	-10,4	-6,1
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	47,4	36,1	35,9	42,6	48,9	52,9	52,6
Venta de viviendas unifamiliares	-26,7	-37,4	-36,2	-41,0	-40,0	-27,1	-14,8	-3,4	...
Tasa de paro (2)	4,6	5,8	6,1	6,9	8,1	9,3	9,4	9,7	9,8
Precios de consumo	2,9	3,8	5,3	1,6	0,0	-1,2	-2,1	-1,5	-1,3
Balanza comercial (3)	-701,4	-695,9	-725,8	-695,9	-605,7	-505,9	-472,8	-442,6	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,3	2,8	3,2	2,2	1,2	0,8	0,5	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,9	74,4	73,5	81,3	82,7	79,4	76,5	75,2	74,6

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

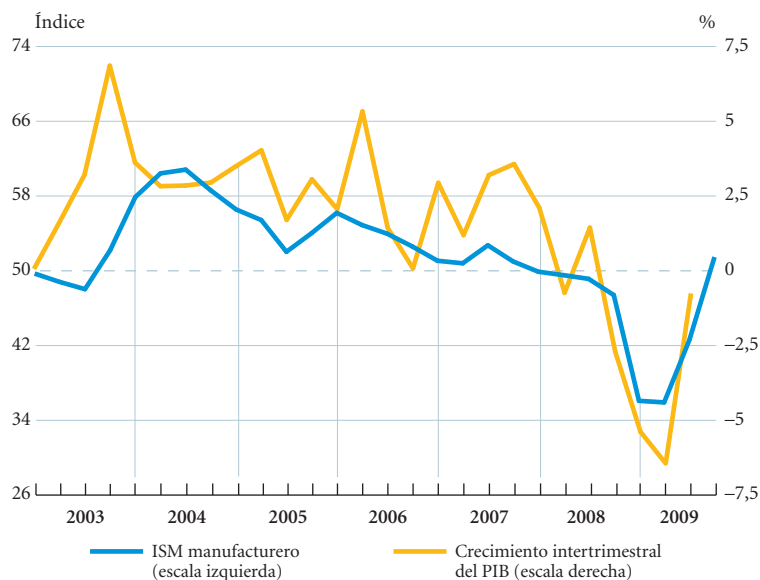
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

(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.

## ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS LO VEN MÁS DESPEJADO

Índice ISM manufacturero y crecimiento intertrimestral anualizado del PIB



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Labor Department y elaboración propia.

ducción de sus presupuestos para compras. Conscientes de esto, los comercios prevén que, en las próximas navidades, los hogares gastarán un 1,0% menos que en la campaña de 2008. El segundo factor es la debilidad del mercado de trabajo, ya que el empleo evoluciona con retraso en las recuperaciones. Por último, a pesar de la importante inyección de liquidez en el sistema, al crédito bancario le cuesta llegar a las pequeñas empresas y a los consumidores. En el lado positivo, el exceso de capacidad de la economía hará que las tensiones inflacionistas sigan sin aflorar en los próximos meses, lo que dará margen de maniobra para mantener las políticas expansivas hasta que la recuperación haya tomado más cuerpo.

Los últimos indicadores de demanda apuntan a este perfil de recuperación lenta. Las ventas minoristas descendieron tras finalizar el programa de «dinero para chatarra» que había incentivado las ventas de coches en julio y agosto. Sin embargo, el indicador sin automóviles ni gasoli-

na volvió a mejorar el registro del mes previo, en un 0,4%, y vino a constatar que el consumo tiene un suelo relativamente sólido. Pero el índice de confianza del consumidor del Conference Board de septiembre perdió el impulso de los dos meses previos, cediendo de 54,5 hasta el nivel de los 53,1 puntos, con las mayores debilidades centradas en la percepción de la situación actual.

Por el lado de la oferta, la percepción empresarial es optimista por segundo mes consecutivo, pero los indicadores de la industria sólo mejoran con parsimonia. El índice de manufacturas se tomó un leve respiro en su larga serie de avances, quedando en el nivel de los 52,6 puntos, mientras que el de servicios llegó a los 55,1 puntos. Por su parte, la producción industrial de septiembre registró su tercer mes de avances, pero su recuperación sigue siendo magra en comparación con la caída previa, mientras que la utilización de la capacidad productiva del 70,4% se mantuvo cerca del mínimo histórico.

**La recuperación se verá lastrada por el endeudamiento de los hogares, el mercado de trabajo y la necesidad de crédito.**

**La confianza de los consumidores sigue baja, pero las ventas minoristas tienen vida después de los estímulos.**

**Los empresarios se pasan al optimismo, pero la actividad industrial se recupera con lentitud.**

## ESTADOS UNIDOS: ESTABILIZACIÓN MÁS QUE RECUPERACIÓN

Viviendas iniciadas en términos anuales



FUENTES: Department of Commerce y elaboración propia.

**La vivienda toca fondo. Los precios confirman el final de los descensos, pero sigue habiendo sobreoferta.**

**El mercado laboral sigue débil, con una tasa de paro del 9,8%.**

**El IPC desciende un 1,5% y el subyacente sube un 1,4% en una línea de estabilidad.**

El mercado de la vivienda también presenta este patrón de mejora lenta. El índice de precios Case-Shiller tuvo en julio su segundo mes de avances, creciendo un 1,3% respecto a junio, en términos desestacionalizados, tras tres años de retrocesos que totalizaron una bajada del 33,1%. Áreas como San Francisco o Cleveland acumulan una recuperación del 6,7% y del 7,9% desde su nivel mínimo, mientras que Las Vegas o Detroit siguen sin tocar fondo. Pero la recuperación del sector seguirá lastrada por las ejecuciones de hipotecas por impago que, según la National Association of Realtors, subieron en agosto un 23% interanual, lo que dificulta la reducción de los 2,4 millones de viviendas pendientes de venta. Las 590.000 viviendas iniciadas en septiembre, 11.000 más que en el mínimo histórico de abril, son un modesto incremento que queda lejos de los dos millones típicos del año 2006.

El mercado de trabajo seguirá siendo en los próximos meses uno de los puntos débiles de la economía estadounidense. Quedan atrás los meses de intensa des-

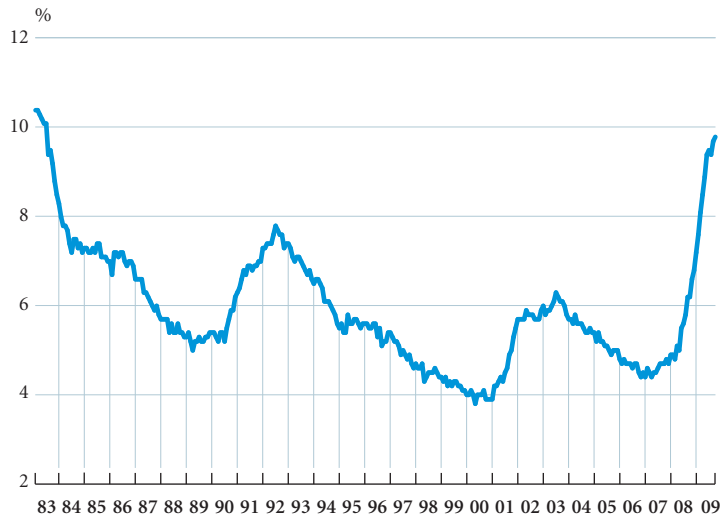
trucción de empleo, pero el ajuste no ha tocado fondo. En septiembre se perdieron 263.000 empleos, lo que eleva a 7,2 millones la cifra neta de empleos destruidos desde el fin de 2007. La tasa de paro, que subió hasta el 9,8%, sigue teniendo recorrido al alza y se deberá esperar hasta bien entrado 2010 para ver mejoras sustanciales.

La floja demanda y los recursos ociosos hacen que los precios sigan estables. El índice general de precios al consumo (IPC), que en septiembre retrocedió un 1,3% interanual, debería repuntar en los próximos meses a causa del precio del petróleo. Por su parte, el IPC subyacente, el general sin los alimentos ni la energía, tuvo un leve repunte que lo llevó a subir un 1,5% interanual aunque, sin la ayuda del descenso del precio del alquiler de la vivienda, hubiera aumentado un 2,1%.

En el capítulo del sector exterior, el déficit comercial de bienes y servicios de agosto fue de 30.710 millones de dólares, 1.140 millones por debajo del saldo de julio y poco más de la mitad del valor de inicios

## ESTADOS UNIDOS: UN PARO NO VISTO DESDE 1983

Tasa de desempleo respecto a la población activa



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

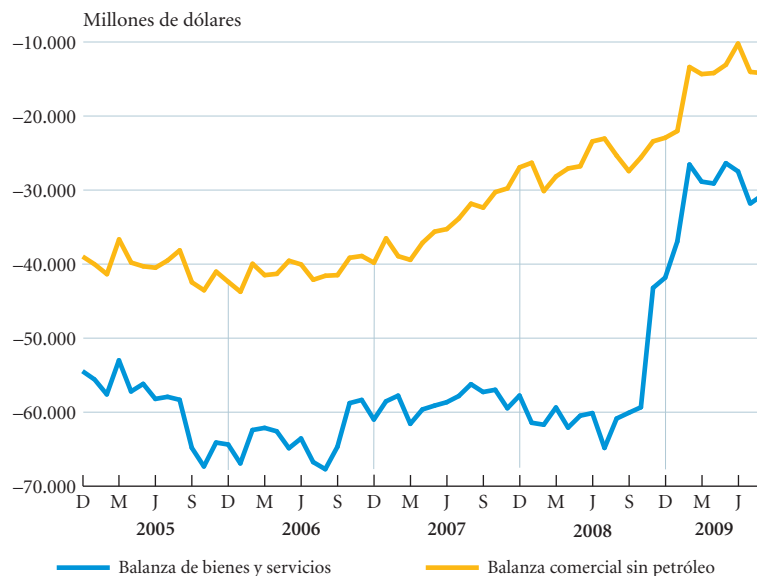
de 2008. Sin embargo, la recuperación de exportaciones e importaciones pierde fuerza. La menor demanda interna y la reducción global de los flujos comerciales habían contribuido inicialmente a una

corrección del déficit exterior que, sin embargo, lleva ya cinco meses interrumpida. Así, la balanza sin el petróleo y sus derivados, más acorde con las tendencias de fondo, arrojó en septiembre un déficit

**El déficit comercial detiene la corrección que empezó con la crisis del comercio global.**

## ESTADOS UNIDOS: UN DÉFICIT COMERCIAL PERSISTENTE A PESAR DE TODO

Saldo mensual de la balanza de bienes y servicios desestacionalizada



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

**Japón crece un 2,3% gracias a las exportaciones y a las ayudas públicas.**

de 14.204 millones de dólares, superior al registro de marzo, cuando culminó la crisis del comercio. A largo plazo, subyace la senda de la corrección, pero la previsible recuperación de la demanda interna y de los flujos comerciales dificultará una vigorosa contribución al crecimiento del sector exterior en los próximos meses.

**Japón: a la espera del aliento exportador**

La economía japonesa creció en el segundo trimestre un 2,3% intertrimestral anualizado, por la mejora del sector exterior y los estímulos gubernamentales al consumo privado. Las exportaciones, un pilar del crecimiento de los últimos años, se vieron intensamente afectadas por la reducción de la demanda global y por la restricción del crédito a la exportación. La pérdida de empleos y la consiguiente reducción de ingresos en la economía global y el reajuste de la inversión redujeron con inten-

sidad la demanda de bienes duraderos y de capital, los puntos tradicionalmente fuertes de las exportaciones japonesas.

En esta segunda mitad de 2009 y en 2010 los impulsos a la actividad seguirán siendo las ayudas fiscales y el sector exterior. En lo primero, se prevén estímulos cercanos al 5% del PIB para 2009 y 2010. Pero Japón es, en este aspecto, un caso opuesto a China. Sus arcas públicas empezaron la crisis en precario, a causa de las expansiones fiscales del periodo deflacionista de los noventa. La deuda pública, que ya se acerca al 200% del PIB, puede comprometer la eficacia de los estímulos en marcha. En el sector exterior, las perspectivas son mejores. La mitad de las ventas japonesas al exterior es a China y a las economías emergentes de Asia oriental, que lideran la recuperación mundial con un crecimiento mayor del que previamente se anticipaba. Esto debería suponer una mejora del sector exterior aunque, de momento, no llega.

**El crecimiento de Asia debe dar un impulso a la economía japonesa, pero la deuda pública dobla al PIB.**

**JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2007	2008	2008		2009				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	2,3	-0,7	-0,3	-4,5	-8,4	-7,2	-	...	-
Ventas al por menor	-0,1	0,3	0,8	-1,5	-3,9	-2,8	-2,4	-1,8	...
Producción industrial	2,9	-3,4	-3,3	-15,0	-34,0	-27,6	-22,7	-18,9	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	-2,8	-3,0	-24,0	-58,0	-48,0	-	-33,0	-
Viviendas iniciadas	-17,2	2,4	40,3	3,9	-21,4	-32,0	-32,0	-38,4	...
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	4,0	4,0	4,4	5,2	5,7	5,5	...
Precios de consumo	0,1	1,4	2,2	1,0	-0,1	-1,0	-2,2	-2,2	...
Balanza comercial (3)	12,6	4,0	7,5	4,0	1,4	1,0	1,0	1,6	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	81,9	98,5	102,1	95,7	96,9	95,5	98,5

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.

## JAPÓN: LA RECUPERACIÓN DE LA INDUSTRIA PIERDE FUELLE

Índice de producción industrial desestacionalizado



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

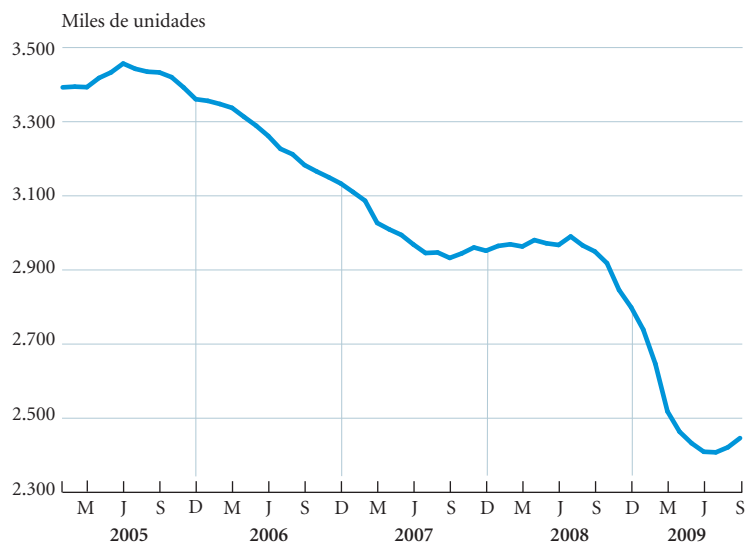
Asimismo, los últimos indicadores de la oferta no acaban de corroborar mejores perspectivas. La recuperación de la industria se ha desacelerado apreciablemente en los últimos tres meses, aun cuando se sigue

estando lejos de los niveles de mayo de 2008. En la misma línea, el índice de sentimiento empresarial Tankan para grandes firmas manufactureras del segundo trimestre fue menos malo, pero evidenció que los empre-

**La recuperación de la industria se desacelera y el repunte inversor no llega.**

## JAPÓN: LA DURA TAREA DE INCENTIVAR LA COMPRA DE COCHES

Ventas de automóviles. Suma de los últimos doce meses



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

**Las exportaciones bajan y el paro se sitúa en el 5,5%.**

sarios son reacios a reactivar sus planes de inversión. Esta cautela también se refleja en los pedidos de maquinaria, indicador adelantado de la inversión, que en agosto retrocedieron a causa del sector exportador. En esta misma tónica, el saldo comercial de septiembre (según datos de la balanza de pagos) siguió positivo, pero con tendencia a la baja. Las exportaciones, con un retroceso del 0,8% respecto a agosto, sumaron su tercer descenso consecutivo, mientras que las importaciones siguieron ligeramente al alza, con lo que el esperado impulso del sector exterior queda en entredicho.

En el lado de la demanda, las ventas minoristas de agosto retrocedieron un 1,8% interanual, mientras que las ayudas gubernamentales llevaron a las ventas de automóviles de agosto y septiembre a repuntar con fuerza, creciendo un 8,2% y un 9,2% interanual, respectivamente. Por su parte, el mercado de la vivienda tuvo en septiembre un repunte en el área de

Tokio tanto en ventas como en precios, pero los continuados mínimos de las viviendas iniciadas ponen en duda la continuidad de estas subidas. En una dinámica similar, el mercado laboral, que sigue siendo uno de los puntos frágiles de la economía nipona, tuvo también una leve mejoría. Así, la tasa de paro de agosto, que venía de su máximo histórico en julio, se redujo hasta el 5,5%, mientras que la recuperación del empleo incluyó esta vez al maltrecho sector de las manufacturas.

Esta debilidad de la demanda hará que las tendencias deflacionistas se prolonguen durante todo 2010. El IPC de agosto registró un descenso del 2,2% interanual, en máximos desde el inicio del índice en 1971, mientras que el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, volvió a ceder un 0,9% interanual, acumulando su octavo mes consecutivo de bajadas.

**El nuevo periodo deflacionista se alargará hasta 2010, con un IPC que baja un 2,2%.**

## Servicios, eficiencia y productividad

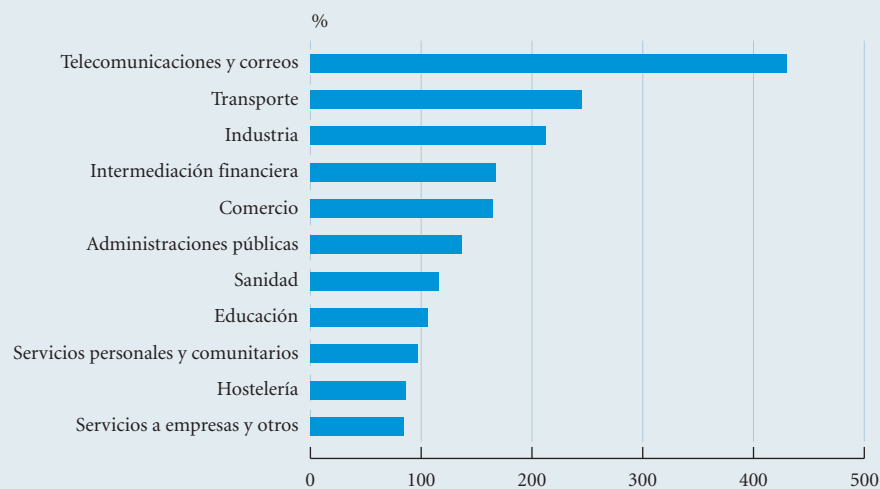
Los fabricantes de automóviles son capaces de aumentar su producción cada año sin necesidad de incrementar su plantilla. En cambio, una compañía de teatro sólo puede satisfacer, en cada función, a un número máximo de espectadores, el que permite el aforo del local; si quiere deleitar a más espectadores debe aumentar el número de funciones, con el consiguiente aumento del número de horas trabajadas. En la industria, las economías de escala permiten reducir los costes de producción y aumentar las ganancias por hora trabajada, es decir, aumentar la productividad. Esto apenas es posible en la mayor parte del sector servicios. Esta constatación sirvió para que el estadounidense William Baumol teorizara sobre el menor crecimiento de la productividad en los servicios en comparación con las manufacturas, lo que hizo que durante muchos años al sector servicios se le contemplara como una rémora para el crecimiento económico. Además, esta baja productividad llevaba a los servicios a un crecimiento relativo de sus precios superior al de la industria. Mala propaganda para el sector, que en las últimas décadas precisamente se ha convertido en el dominante, al representar alrededor de dos tercios del producto de la economía.

Está claro el mejor comportamiento de la industria en términos de productividad, si bien existen casos en los que la productividad del sector terciario supera la de la industria manufacturera. Éste es el caso de las telecomunicaciones y del transporte. Con todo, el elevado componente de trabajo personal que contiene la mayor parte de las actividades terciarias dificulta las mejoras de la productividad, frente a una producción industrial



## NO SIEMPRE LA PRODUCTIVIDAD DE LOS SERVICIOS ES INFERIOR A LA DE LA INDUSTRIA

Crecimiento del valor añadido bruto real por hora trabajada en la zona euro, 1980-2005



FUENTES: EUKLEMS database y elaboración propia.

que cada vez necesita menor aportación de mano de obra gracias a la inversión en equipo y a la mejora de procesos.

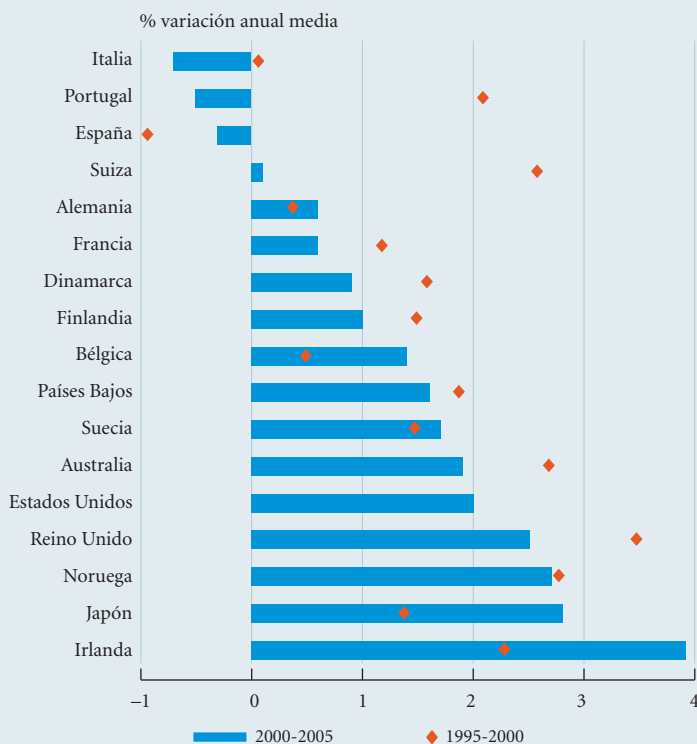
Una crítica acertada a la supuesta inferioridad de los servicios en términos de productividad está en la dificultad de medir adecuadamente la calidad del producto. En la industria manufacturera este problema también se presenta, especialmente en los productos vinculados a las nuevas tecnologías, pero generalmente los atributos del producto, como por ejemplo un ordenador, pueden cuantificarse: velocidad de proceso, capacidad de memoria, resolución de la imagen, etc. Pero, ¿cómo valorar objetivamente las mejoras en calidad del servicio en el sector de restauración, en los bufetes de abogados o en las oficinas bancarias, por ejemplo? Existen razones para pensar que en muchas actividades del sector terciario los avances en calidad han sido importantes, pero a la hora de medir lo producido, la contabilidad nacional pasa por alto este punto crucial.

A pesar de estos matices, lo cierto es que la fatalidad de Baumol, el más lento crecimiento de la productividad en el sector servicios, provoca que a medida que el sector terciario aumenta su peso en la economía, las ganancias de productividad total van siendo menores. Sin embargo, en los últimos quince años esta tendencia se ha alterado en un grupo de países –Estados Unidos, Australia, algunos pequeños países europeos–, los cuales han experimentado mejoras importantes en los avances de productividad del conjunto de la economía. En cambio, otros –la mayor parte de economías de Europa continental– han sufrido un práctico estancamiento en los avances de productividad. Y donde más se aprecia la brecha de la productividad es, precisamente, en el componente de servicios.

En un principio se pensó que la causa radicaba en la temprana incorporación de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación a los procesos productivos en determinados países. Sin embargo, la persistencia de las divergencias no casaba con la realidad observada. Un vasto volumen de estudios empíricos converge ahora en la causa de esta dicotomía: la distinta regulación del sector servicios. El freno de los países rezagados se explica

## NOTABLES DISPARIDADES EN EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD EN LOS SERVICIOS

Valor añadido bruto por persona ocupada



FUENTE: OCDE.

principalmente por tres causas. Primero, las barreras de entrada en algunas actividades terciarias, segundo, la baja presión competitiva y por último, la baja calidad o los elevados costes de actividades.<sup>(1)</sup> Estos factores impiden la necesaria renovación y dinamismo de las empresas de servicios y debilitan los incentivos para adoptar nuevas tecnologías. El impacto de la regulación anticompetitiva en las estructuras de costes es mayor en los sectores industriales con mayor utilización de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación, puesto que éstas utilizan en mayor medida los *inputs* del sector terciario, vía por la cual la inadecuación regulatoria en los servicios se extiende al conjunto de la economía.

Una regulación excesiva, inadecuada o ajena al funcionamiento del mercado en las actividades del sector terciario entorpece la asignación eficaz de recursos, perjudicando a las empresas más eficientes y dinámicas. Estas regulaciones anticompetitivas afectan la eficiencia de los servicios y repercuten negativamente en las empresas más abiertas a los avances de las nuevas tecnologías. Los estudios muestran que cuanto mayor es el grado de regulación de los servicios, menos tiende a crecer la productividad del conjunto de la economía. Países con regulaciones menos restrictivas como Estados Unidos, Reino Unido, Canadá o Australia consiguen avances de la productividad superiores a los de países con reglamentaciones más restrictivas, como Italia, Portugal, España o Francia.

(1) Jens Arnold, Giuseppe Nicoletti y Stefano Scarpetta, «Regulation, Allocative Efficiency and Productivity in OECD Countries: Industry and Firm-Level Evidence» Economics Department Working Paper N° 616, OECD 2008.

El crecimiento de la productividad es un elemento determinante en los avances en los niveles de renta y riqueza, tanto a nivel relativo como absoluto. No cabe pensar en aumentos persistentes de la renta per cápita en economías en las que la productividad no progresa, y el sector servicios, por su peso y su naturaleza, tiene hoy en día la clave en los avances de la productividad del conjunto de la economía. Es por este motivo que las reformas que faciliten y estimulen un mejor y más ágil funcionamiento del sector terciario son decisivas en la mejora del nivel de vida.

*Este recuadro ha sido elaborado por Joan Elias  
Departamento de Economía Europea, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

### China: liderando la recuperación

Las revisiones al alza del FMI para China ya auguraban buenas noticias y éstas no se han hecho esperar. Con un crecimiento interanual del 8,9% el tercer trimestre, el 7,9% del segundo trimestre parece modesto. En línea con las buenas noticias chinas y después de cuatro trimestres de crecimiento negativo, Singapur, base manufacturera y uno de los grandes centros financieros de Asia emergente, avanzó un 0,8% interanual el tercer trimestre.

Siguiendo la tendencia de los últimos meses, la mayoría de los indicadores de sep-

tiembre mejoraron con respecto al mes anterior. La mayor sorpresa ha llegado por el lado del sector exterior, que hasta el momento se resistía a mostrar claros signos de recuperación. Si bien los datos de agosto ya nos permitían escribir que el comercio comenzaba a recobrar aliento, con los resultados de septiembre las dudas sobre la fortaleza del comercio se desvanecen. En particular, las exportaciones bajaron en septiembre un 15% interanual, muy por debajo del promedio entre enero y agosto, del 22%. Durante este periodo éstas se han beneficiado del inmovilismo del tipo de cambio del renminbi frente al dólar y, dada la evolución

**China crece un 8,9%  
en el tercer trimestre.**

**El comercio muestra claros  
signos de recuperación.**

### CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB real	13,0	9,0	9,0	6,8	6,1	7,9	-	8,9	-
Producción industrial	17,5	12,6	13,0	6,4	9,7	9,0	10,8	12,3	13,9
Producción eléctrica	15,7	6,7	6,7	-6,0	-4,3	-0,4	4,7	8,9	10,7
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	5,3	2,5	-0,6	-1,5	-1,8	-1,2	-0,8
Balanza comercial (**)	262	297	259	297	318	295	281	267	251
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	5,31	7,20	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	7,6	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

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.

**La producción industrial ya se encuentra en el rango del 15% de años pasados.**

de este último, de la depreciación del renminbi frente a las principales divisas. Por otro lado, la mayor ralentización en la caída de las importaciones, que pasaron de un 17% en agosto a un 3,8% en septiembre, explica la disminución en el superávit comercial de septiembre hasta los 12.932 millones de dólares.

La posibilidad de que el renminbi reanude la senda de apreciación frente al dólar toma fuerza ante la mejora de las exportaciones. Un tipo de cambio más flexible, además, facilitará la adecuación de la política monetaria a las condiciones de la economía china. Sin duda, China requiere una política monetaria más restrictiva que la economía americana, donde la recuperación se prevé más gradual. Por último, un renminbi más fuerte es absolutamente necesario para impulsar un reequilibrio del crecimiento chino hacia una menor dependencia de las exportaciones y una mayor importancia del consumo.

Otros indicadores recientes sugieren que el crecimiento ganará aún más vigor en el último tramo del año. El índice de gestores de compras (PMI) de septiembre subió por cuarto mes consecutivo situándose en el 54,3 en consonancia con la vitalidad de la economía. La producción industrial creció en septiembre un 13,9% interanual, superior al 12,3% de agosto y ya en el rango del 15%-16% de los pasados años. El crédito bancario sigue en su línea ascendente, consecuencia de la política monetaria expansiva llevada a cabo por las autoridades del país. Así, con un crecimiento interanual del 34,1% en septiembre, la media para los nueve primeros meses se mantiene en el 30%, duplicando la cifra de 2008. Finalmente, las ventas al por menor subieron en septiembre un 11,5% interanual, por debajo del 15,4% de agosto debido al salto en el calendario, de septiembre a octubre, del Festival de la Luna de Otoño.

Ante el nuevo ímpetu chino, la caída de los precios observada en los últimos meses se ralentiza de manera dramática. En concreto, el IPC cayó en septiembre un 0,8% interanual, muy por debajo del 1,2% de agosto y del 1,8% de julio. Esperamos que el alza en el precio de las materias primas y de la vivienda empuje la inflación a territorio positivo en los próximos meses.

Por último, la Bolsa de Shanghai sigue su tendencia alcista. En las primeras tres semanas de octubre el índice *Composite* había crecido un 8%, rozando los valores que encontrábamos a principios de julio, justo antes de la fuerte corrección de agosto. Ante este escenario se han alzado voces advirtiendo del riesgo de una burbuja especulativa. Sin embargo, el índice bursátil se encuentra todavía un 50% por debajo de los máximos alcanzados en 2007. Lo mismo se puede decir del mercado inmobiliario, cuyos precios, a nivel nacional y a pesar del *boom* de crédito, se encuentran a niveles de 2000.

**La Bolsa de Shanghai sigue con su tendencia al alza.**

### **Brasil: los juegos y Tobin, rumbo a Río**

Cuando Río suena... los juegos se lleva. O al menos eso debieron pensar Lula da Silva y la representación brasileña, en Copenhague, cuando el presidente del COI, Jacques Rogge, pronunció el nombre de la sede elegida para celebrar las olimpiadas de 2016. Su reacción de júbilo dejó entrever no sólo la satisfacción por convertirse en el primer país latinoamericano que organizará un certamen olímpico, sino también su confianza en que el efecto Río lleve al país carioca mucho más que unos juegos: infraestructuras, prestigio, un escaparate global y, cómo no, riqueza.

Las últimas previsiones del FMI también invitan al optimismo y otorgan a Brasil el liderazgo de la recuperación en América

**COI y FMI contribuyen al optimismo en Brasil.**

## BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		2009		
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	5,6	5,1	6,7	1,2	-1,6	-1,2	-	...	-
Producción industrial	5,9	2,9	6,2	-6,9	-13,7	-11,3	-10,5	-8,1	...
Confianza del consumidor (*)	132,3	140,4	136,3	132,9	128,5	128,4	139,9	139,8	146,1
Tasa de paro São Paulo (**)	15,0	13,0	12,7	11,6	12,6	13,9	13,4	13,1	...
Precios de consumo	3,6	5,7	6,3	6,2	5,8	5,2	4,5	4,4	4,3
Balanza comercial (***)	40,0	24,8	28,7	24,8	25,0	27,4	27,0	27,8	26,4
Tipo de interés SELIC (%)	12,75	11,25	13,75	13,75	11,25	9,25	8,75	8,75	8,75
Reales por dólar (*)	2,1	1,8	1,9	2,3	2,3	2,0	1,9	1,9	1,8

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.

Latina. Para 2009, y tras mejorar 0,6 puntos porcentuales su estimación anterior, dejan la caída del PIB brasileño en un modesto 0,7%. Al mismo tiempo, prevén una recuperación más vigorosa en 2010, añadiendo 1 punto porcentual a su pronóstico de julio y situándolo en el 3,5%. Dicha revisión se explica por el repunte de los precios de las materias primas, la recuperación de la demanda externa en mercados clave y la mejora de la confianza de empresas y consumidores brasileños.

Todo apunta a que esa confianza sigue consolidándose, y los indicadores adelantados del tercer trimestre dibujan un anhelado escenario: actividad vigorosa e inflación benigna. El índice de sentimiento económico de los consumidores remontó con fuerza en septiembre y vuelve a superar los niveles previos a la crisis. En agosto, y por cuarto mes consecutivo, las ventas minoristas prosiguieron su avance, con un crecimiento interanual del 4,6% y, el mes siguiente, las ventas de vehículos batieron récords, con un aumento del 14,9% interanual, impulsadas por el crédito y los incentivos fiscales. El empuje de la demanda interna se explica también,

en parte, por la progresión de un mercado de trabajo cuyo sector formal ya ha suplido los 800.000 puestos de trabajo que perdió entre septiembre de 2008 y enero de 2009. Por el lado de la oferta, el índice de gestores de compra (PMI) volvió a superar en septiembre el umbral de 50 que señala recuperación, mientras que la producción industrial suma ya siete meses de crecimiento y aminora su retroceso interanual, dejándolo en el 8,1%.

Así pues, octubre de 2009 será recordado, en Brasil, como un buen mes. No tanto así por sus inversores internacionales, sorprendidos por un nuevo impuesto sobre las entradas de capital extranjero. El tributo, al más puro estilo Tobin –laureado economista que en 1971 sugirió un canon sobre el flujo de capitales para aplacar la especulación–, grava el 2% de la compra tanto de renta variable como fija, aunque excluye la inversión extranjera directa. Con este tributo, el gobierno de Lula pretende frenar una pujante apreciación del real (más de un 30% respecto al dólar desde su mínimo en marzo) que podría complicar la recuperación en 2010 y que, hasta la fecha, se ha intentado con-

**La confianza interna avanza con fuerza.**

**Brasil sorprende con un nuevo gravamen a las entradas de capital.**

**México vislumbra la recuperación y se prepara para encauzar el pleno crecimiento en 2010.**

trarrrestar interviniendo en el mercado cambiario y esterilizando dicha intervención –más costoso para las arcas públicas que la tasa Tobin, que podría reportar unos ingresos anuales equivalentes al 0,3% del PIB–.

Con todo, el FMI ya ha alertado de la dudosa eficacia de este tipo de medidas. Además, con la economía brasileña al alza y los inversores globales en busca de rentabilidad en mercados emergentes, es improbable que la medida consiga frenar el avance del real por mucho tiempo.

**México: pendientes de la reforma fiscal... y de su calificación**

A estas alturas, nadie duda de que México esté entre los países que más han sufrido el temporal de la crisis. Así lo confirman los últimos pronósticos del FMI, que dejan inalterada su previsión de crecimiento para la economía mexicana en 2009, aun revisando al alza el avance de la mayoría de sus vecinos latinoamericanos. A pesar de ello, el país azteca empieza a dar señales de una incipiente recuperación.

El dato más sugerente de un posible cambio de tendencia nos llega desde el sector exterior, con unas exportaciones que alcanzaron, en agosto, su máximo nivel desde noviembre de 2008. Asimismo, el gasto interno también muestra indicios de mejoría. Las ventas minoristas siguieron moderando su ajuste en agosto, aun retrocediendo un 5,5% interanual, y el índice de confianza del consumidor, tras el decepcionante retroceso del mes anterior, remontó ligeramente en septiembre, aunque continúa por debajo de su valor en 2008. Cabe esperar que el lastrado mercado laboral, con una tasa de paro que modera su avance pero no cede, no entorpezca el avance de dicha confianza.

En lo referente a la oferta, la producción industrial sigue en terreno negativo, cediendo un 0,2% respecto a julio y un 7,8% interanual. Sin embargo, el índice de manufacturas IMEF prosiguió su avance, hasta ubicarse en 51,6 puntos y superar por tercer mes consecutivo el umbral de 50 que indica recuperación. Todo ello sugiere que, si bien el camino de la recuperación está resultando arduo para la industria, sus peores días quedaron atrás.

**La reforma fiscal y sus consecuencias acaparan la atención político-económica en México.**

**MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2007	2008	2008		2009		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB real	3,3	1,4	1,5	-1,7	-8,4	-9,7	-	...	-
Producción industrial	2,4	-0,9	-1,5	-4,3	-9,9	-10,0	-7,0	-7,8	...
Confianza del consumidor (*)	104,9	92,2	88,9	83,3	80,1	80,5	85,4	81,6	81,9
Tasa de paro general (**)	3,7	4,0	4,2	4,3	5,0	5,2	6,1	6,3	6,4
Precios de consumo	-22,7	-11,8	5,5	6,2	6,2	6,0	5,4	5,1	4,9
Balanza comercial (***)	-10,1	-17,3	-11,9	-17,3	-17,5	-16,0	-16,0	-14,6	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	8,25	8,25	6,75	4,75	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	11,0	10,6	11,0	13,9	14,2	13,2	13,2	13,3	13,5

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

Así pues, si no hay sorpresas, el panorama esperado de cara a 2010 cambia sustancialmente: esperamos un repunte notable de la economía azteca, con un crecimiento en torno al 4%, impulsado por la gradual recuperación tanto de las exportaciones, sobre todo a los Estados Unidos, como del consumo interno; una tendencia compartida por la mayoría de analistas. Aun así, México tiene pendiente solventar una serie de escollos estructurales que podrían entorpecer el crecimiento del país a medio y a largo plazo, necesidad en la que también insisten algunas agencias de calificación, especialmente inquietas por la sostenibilidad de un patrón fiscal mexicano excesivamente dependiente del petróleo.

En ese sentido, el pasado 20 de octubre, el congreso mexicano aprobó un subconjunto de las medidas propuestas por el proyecto de reforma fiscal del gobierno, aunque rechazó la introducción de un nuevo tributo generalizado a bienes y servicios. Entre dichas disposiciones, se convino incrementar, en 2010, la tasa del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en un punto porcentual, al 16%, y el impuesto sobre la renta (ISR) de las rentas más altas en dos puntos, a un 30%. El nuevo plan reduce el déficit fiscal en 2010 hasta el 0,75% del PIB, superior al 0,25% presupuestado inicialmente por el gobierno, pero muy por debajo del 3,2% que resultaría de mantener el *statu quo*. Con todo, queda por ver si el senado ratifica lo acordado por la cámara baja y si ello será suficiente para salvaguardar el *rating* de la deuda soberana de una posible revisión a la baja, y para impulsar el crecimiento a largo plazo de la segunda potencia latinoamericana.

## El petróleo acelera en su carrera alcista

El precio del petróleo intensificó su evolución al alza. Entre el 20 de septiembre y el 21 de octubre el crudo ganó un 14,1%, llegando a los 78,38 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes). La subida estuvo concentrada en la últimas dos semanas, y acumuló un incremento del 100,5% en el año corriente y un avance interanual del 14,5%.

La subida del petróleo, y de otras materias primas en menor medida, obedece a factores financieros como la debilidad del dólar y la disminución de la aversión al riesgo, y también a fundamentales que han ido tomando cada vez más protagonismo a lo largo de 2009. Estos factores son la mejora de las expectativas de recuperación mundial, y especialmente el protagonismo de las economías emergentes, más intensivas en el uso de petróleo. En este sentido, la AIE ha efectuado la tercera revisión al alza desde mayo de la demanda mundial de petróleo. También influye la falta de inversión en la capacidad extractiva por parte de los países de la Organización de Estados Exportadores de Petróleo de los últimos meses.

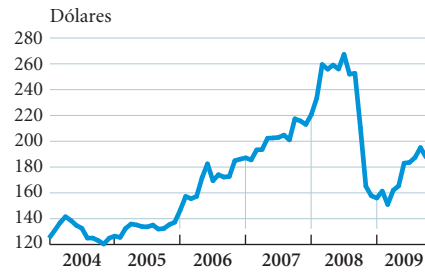
Los precios de las materias primas siguieron la estela del petróleo con mucha mayor moderación. El índice *The Economist* de materias primas subió un 3,4% entre el 21 de septiembre y el 21 de octubre, dejando en un 26,5% el incremento en el año corriente. El oro y los metales básicos tuvieron alzas moderadas, mientras que los alimentos subieron con mayor fuerza.

**El precio del crudo llega a 78 dólares y se duplica desde inicios de año.**

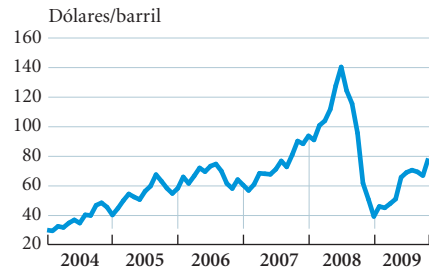
**Las expectativas de un mayor crecimiento global tiran al alza del petróleo.**

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

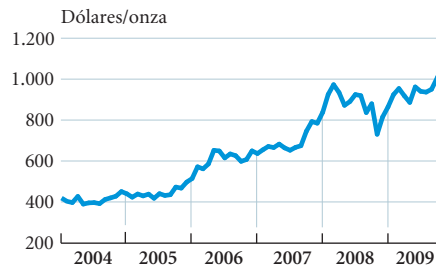
Índice «The Economist»



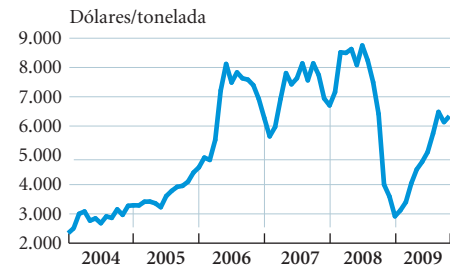
Petróleo Brent



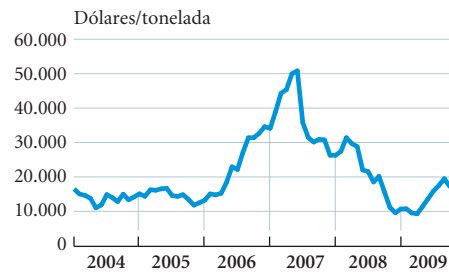
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 21 de octubre).  
FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.



# UNIÓN EUROPEA

## Zona del euro: recuperación inminente

Prácticamente todos los analistas dan por hecho que la tasa de crecimiento intertrimestral de la eurozona, que se conocerá a mediados de noviembre, será positiva en el tercer trimestre. La gran incógnita es la velocidad del proceso de recuperación. Si en el tercer trimestre el crecimiento intertrimestral es positivo, pero se queda alrededor del 0,1% o 0,2%, ganaría fuerza la teoría de que en la eurozona la recuperación será lenta. Especialmente si lo comparamos con la recuperación prevista para los Estados Unidos, que todo indica que será bastante más vigorosa. Si, por el contrario, la tasa de crecimiento intertrimestral alcanza valores del 0,6%

o superiores las perspectivas a medio plazo serían más halagüeñas.

Para hacer una estimación de lo que ha sucedido a lo largo del tercer trimestre, sin disponer todavía de las cifras de la contabilidad nacional, podemos hacer un breve repaso de cuáles han sido las principales fortalezas y debilidades de la economía de la zona del euro utilizando las series de más alta frecuencia. Ello nos dará alguna pista de la velocidad que puede alcanzar el proceso de recuperación.

Las medidas de estímulo económico tomadas por los distintos gobiernos ya se notaron en el segundo trimestre, y todo hace prever que esa tónica continuó en el tercer trimestre. El sector exterior, que

**En el tercer trimestre la tasa de crecimiento intertrimestral es positiva.**

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		2009		
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	2,7	0,6	0,4	-1,8	-4,9	-4,8	-	...	-
Ventas al por menor	1,4	-0,7	-1,0	-1,9	-3,2	-2,4	-1,8	-2,7	...
Confianza del consumidor (1)	-4,9	-18,0	-19,1	-27,1	-32,5	-27,9	-23,0	-22,0	-19,0
Producción industrial	3,5	-1,7	-1,5	-9,0	-18,5	-18,6	-15,9	-15,3	...
Sentimiento económico (1)	108,9	91,1	89,9	75,6	65,7	70,2	76,0	80,8	82,8
Tasa de paro (2)	7,4	7,5	7,6	8,0	8,8	9,3	9,5	9,6	...
Precios de consumo	2,1	3,3	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,6	-0,2	-0,3
Balanza comercial (3)	20,1	-1,2	-11,4	-31,7	-36,4	-31,8	-11,9	-6,6	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	4,3	4,6	5,0	4,2	2,0	1,3	1,1	0,9	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	107,9	113,0	114,0	109,1	111,9	113,2	113,8	113,9	115,2

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.

**Las medidas de estímulo económico y el sector exterior son los motores de la recuperación.**

**El consumo continuará débil en el corto plazo...**

**...y la inversión tampoco dará muchas alegrías.**

también contribuyó positivamente al crecimiento en el segundo trimestre, es de esperar que siga actuando como motor de la recuperación. Las importaciones volvieron a retroceder en los dos primeros meses del tercer trimestre, dato que no hace más que mostrar la creciente debilidad del consumo de los hogares. Las exportaciones, después del fuerte avance registrado en el mes de julio, dieron un paso atrás en el mes de agosto. De todas formas, el índice de pedidos de exportaciones de los gestores de compras siguió avanzado en septiembre y octubre. Ello hace pensar que la contribución del sector exterior al crecimiento será de una magnitud similar a la registrada en el segundo trimestre.

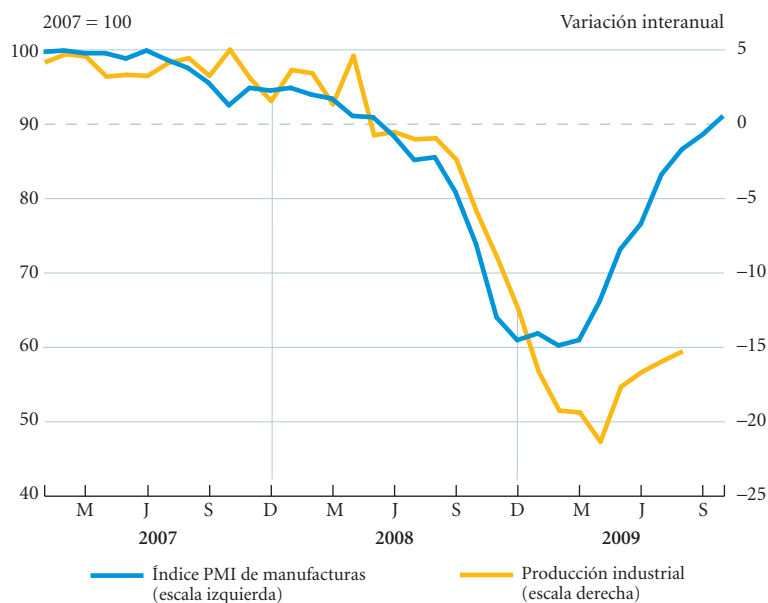
El consumo privado, que sorprendió positivamente el trimestre pasado con una aportación positiva al crecimiento de 0,1 puntos porcentuales, es probable que se mantenga en la misma línea. Nada hace prever una gran recuperación de este fac-

tor. Es cierto que la confianza del consumidor ha seguido avanzando de forma significativa a lo largo del trimestre y ya se encuentra en los niveles de septiembre del año pasado, justo antes de la quiebra del banco de inversiones Lehman Brothers. Pero la recuperación de las ventas al por menor está siendo bastante modesta. En el mes de agosto la variación interanual se situó en el 2,7%, significativamente por encima del mínimo alcanzado en febrero de este año, pero en línea con los datos que se han venido observando desde entonces.

La inversión tampoco parece que vaya a darnos muchas alegrías a corto plazo. La utilización de la capacidad productiva se situó en el mes de agosto en mínimos históricos. La nota positiva la ofrece la recuperación de la producción industrial que, a diferencia de las ventas al por menor, está siendo algo más convincente. La variación interanual en el mes de agosto registró un descenso del 15,3%, seis puntos

## LA INDUSTRIA EMPIEZA A RECUPERARSE

Indicadores de actividad industrial



FUENTES: Eurostat, Bloomberg y elaboración propia.

porcentuales por encima del mínimo alcanzado en abril de este año. Además, el índice de los gestores de compras PMI de septiembre y octubre apunta que esta tónica se ha mantenido a finales del tercer trimestre y principios del cuarto.

Así pues, hay motivos para pensar que finalmente la economía de la eurozona habrá salido de la recesión técnica en el tercer trimestre, aunque dada la debilidad que muy probablemente presentarán el consumo privado y la inversión, la tasa de crecimiento intertrimestral se situará alrededor del 0,3% o 0,4%. Una tasa de crecimiento relativamente modesta, pero que permite esperar con un proceso de recuperación bastante sólido.

Para que ello acabe ocurriendo, los factores principales que están impulsando el crecimiento, el sector exterior y el sector público, deberán ser sustituidos por el consumo privado y la inversión.

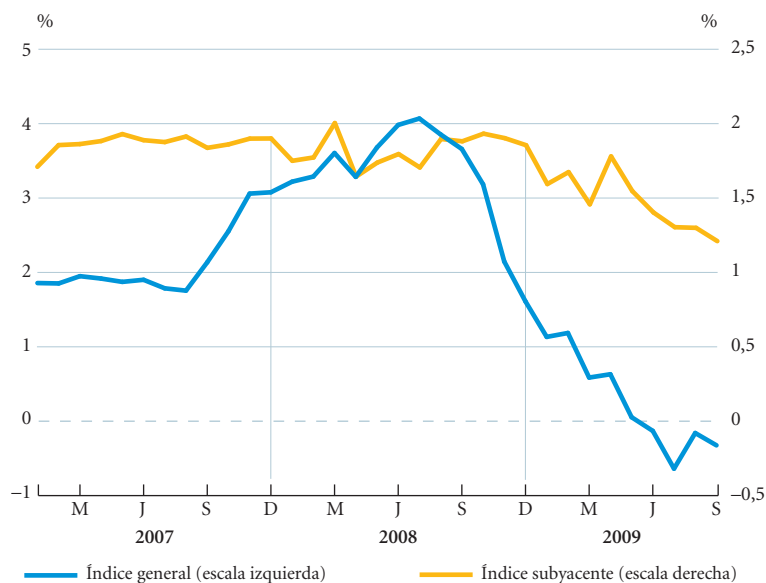
Como ya hemos apuntado en otras ocasiones, el consumo privado se ve lastrado por la elevada incertidumbre que genera la creciente tasa de paro. En el mes de agosto subió una décima más y se situó en el 9,6%, el máximo en prácticamente 11 años. Los últimos datos reflejan claramente una desaceleración en la velocidad a la que ésta viene aumentando. De todas formas, la evidencia histórica muestra que la tasa de paro no empieza a reducirse hasta unos 4 trimestres después de que la actividad económica reemprenda la marcha. Así pues, la tasa de paro se mantendrá en cifras cercanas a los dos dígitos hasta, como mínimo, la segunda mitad del año próximo.

Una vigorosa recuperación de la inversión tampoco parece muy probable en el medio plazo. Como hemos apuntado anteriormente, la utilización de la capacidad productiva está en mínimos históricos, y el proceso de ajuste será gradual.

**Estos dos factores irán ganando terreno de forma gradual el año próximo.**

## LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE DESACELERA

Variación interanual del índice de precios de consumo armonizado de la eurozona



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

**La recuperación será sostenida, pero no demasiado vigorosa.**

Además, la recuperación del sector financiero se atisba bastante lenta, con lo que el crédito tampoco es de esperar que vuelva a fluir en los niveles previos a la crisis. De todas formas, muchas empresas están recurriendo a la financiación directa a través de la emisión de deuda. Aprovechan los bajos tipos de interés que han propiciado las importantes inyecciones de liquidez llevadas a cabo por el Banco Central Europeo.

Es de prever que los tipos de interés seguirán al 1% hasta, como mínimo, el tercer trimestre del año próximo pues la variación de los precios continúa en terreno negativo. La tasa de variación interanual de los precios al consumo retrocedió un 0,3% en el mes de septiembre y, a pesar de que se recuperará en los próximos meses al desaparecer el efecto de la caída de los precios de las materias primas, las presiones inflacionistas continuaran muy bajas. Una muestra de ello es que la inflación subyacente volvió a bajar en el mes de septiembre y ya se sitúa en el 1,3%.

**Los partidos del nuevo gobierno alemán apuestan por una reducción de los impuestos...**

Dado este entorno, esperamos que los factores que actualmente están impulsando el crecimiento serán sustituidos de forma gradual a lo largo del 2010 y 2011. Es

por ello que, aunque la recuperación será sostenida, no esperamos que sea muy vigorosa.

### **El nuevo gobierno alemán decide rebajar los impuestos**

Las elecciones generales del pasado mes de septiembre supusieron un cambio en la composición del ejecutivo alemán, con el partido liberal FDP como nuevo socio del CDU de Angela Merkel. Estos resultados han situado en el gobierno a aquellos partidos que contemplaban en sus programas electorales reducciones impositivas, con el objetivo de estimular la actividad económica y aliviar la carga impositiva de las familias ante la coyuntura actual.

Dichas propuestas de recortes impositivos contrastan con el limitado margen de maniobra fiscal del nuevo gobierno, debido al progresivo deterioro de las cuentas públicas alemanas durante 2009. Especialmente si se tiene en cuenta que la recaudación de los nueve primeros meses del año sólo cubrió el 65% del gasto público, situando las estimaciones del déficit en proporción al producto interior bruto (PIB) por encima del 4,0% en 2009, y a un

## **ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2007	2008	2008		2009				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	2,6	1,0	0,8	-1,8	-6,7	-5,9	-	...	-
Ventas al por menor	-3,0	-0,5	0,2	-0,4	-2,8	-1,6	-0,1	-2,9	...
Producción industrial	5,9	-0,1	-0,1	-7,5	-20,0	-19,3	-17,0	-17,4	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	94,7	86,2	82,6	84,7	87,4	90,5	91,3
Tasa de paro (**)	9,0	7,8	7,6	7,6	8,0	8,2	8,3	8,3	8,2
Precios de consumo	2,3	2,6	3,1	1,7	0,9	0,3	-0,5	0,0	-0,3
Balanza comercial (***)	181,5	195,3	196,3	183,0	159,6	138,9	132,7	129,4	...

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.

nivel superior en 2010, superando el límite del 3,0% establecido en el tratado de Maastricht. Como consecuencia, la Comisión Europea abrió un procedimiento de déficit excesivo en octubre.

A pesar de ello, las negociaciones entre ambos partidos apuntan hacia una rebaja de los impuestos cercana a los 24.000 millones de euros, que podría empezar a implementarse ya en 2010. Según el gobierno, este recorte viene justificado por la mejora de sus previsiones de la economía germana en 2009 y 2010. La recuperación en el segundo trimestre del año, impulsada tanto por los repuntes del sector exterior y de la inversión como por el crecimiento del consumo público y privado, permitió al gobierno rebajar hasta el 5,0% la previsión de la caída del PIB alemán en 2009, un punto porcentual menor a la anterior, y pronosticar un crecimiento del 1,2% en 2010. Estas cifras se alinean con las de los principales institutos económicos alemanes.

El análisis de los indicadores de mayor frecuencia muestra que éstos siguen distanciándose, aunque lentamente, de los mínimos alcanzados en el primer trimestre. Así, por el lado de la oferta se registró un nuevo crecimiento de la confianza de los empresarios en septiembre. Además, tanto la producción como los pedidos industriales de agosto aumentaron un 1,8% intermensual, aunque no fue suficiente para mejorar la variación de estas series respecto al mismo mes del año anterior. Este hecho, junto con la baja utilización de la capacidad productiva, del 71,8% en el tercer trimestre del año, hace prever un débil crecimiento de la inversión durante este periodo.

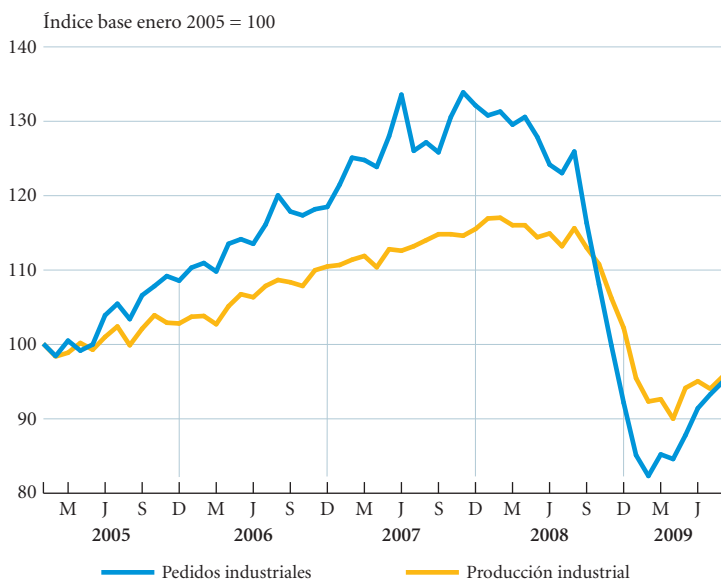
Por el lado de la demanda no se observa una clara tendencia. Así, la renta bruta disponible real de los hogares alemanes se incrementó en el tercer trimestre, fruto de una caída de los precios del 0,3% respecto al mismo periodo de 2008, la menor tasa de inflación de los últimos veinte

**...sustentada en la mejora de las previsiones económicas para 2009 y 2010.**

**Las ventas minoristas alemanas caen un 2,9% interanual en agosto.**

## LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL SE RECUPERA AUNQUE LENTAMENTE

Indicadores de actividad industrial



FUENTES: Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

**El saldo de la balanza comercial alemana también se reduce en agosto.**

años. Ante esta tesitura, la confianza de los consumidores siguió mejorando en el mes de septiembre. Sin embargo, las ventas al por menor registraron en agosto una reducción del 6,4% intermensual (2,9% interanual). Cabe destacar que las ventas de automóviles no se incluyen en esta serie, por lo que su aumento durante los nueve primeros meses del año (crecieron un 26,1% respecto al mismo periodo de 2008) motivado por los estímulos fiscales redujo, muy posiblemente, el consumo de otros bienes.

**Existen ciertos riesgos que pueden provocar una recuperación más lenta en 2010.**

Sin embargo, se encuentran otras causas en este debilitamiento de la demanda. Las turbulencias financieras del último año han reducido el crecimiento del crédito bancario concedido a los hogares, situándolo en julio de 2009 en el 1,1% respecto al mismo mes de 2008. Además, a pesar de la nueva disminución de la tasa de paro en septiembre, que con el 8,2% se situó por debajo de los niveles de 2007, existe cierta incertidumbre respecto a la evolución del mercado laboral, motivada en gran medida por el fuerte descenso del número de horas trabajadas por los empleados. Esta contracción es fruto de los planes temporales de reducción de jornada (*kurzarbeit*), que según la oficina de empleo alemana afecta a cerca de 1,4 millones de trabajadores.

**La economía gala es una de las menos afectadas por la recesión económica.**

Por lo que respecta al sector exterior, uno de los principales motores de la economía alemana, los datos del mes de agosto tampoco fueron muy positivos, con una reducción del saldo de la balanza comercial después de crecer durante seis meses consecutivos. Esta caída se explica por la reducción de las exportaciones del 2,0% en agosto respecto al mes anterior, mientras que las importaciones aumentaron un 0,9% en el mismo periodo.

El mayor deterioro esperado del mercado laboral en 2010 y la finalización de los planes de estímulo fiscal de los principales socios comerciales pueden generar una reducción de la demanda de bienes alemanes el año que viene. Este hecho, junto con la mayor contención del consumo público, puede provocar que la recuperación en 2010 sea más lenta de lo que pronostica el gobierno.

**La economía francesa sigue su camino hacia la recuperación**

Francia destaca por ser uno de los países desarrollados que menos ha sufrido durante el ciclo recesivo actual. Así, según el último informe del Fondo Monetario Internacional (FMI), se espera que el PIB francés disminuya un 2,4% en 2009, un

**FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2007	2008	2008		2009				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	2,3	0,3	0,1	-1,7	-3,5	-2,8	...	...	...
Consumo de los hogares	4,9	-0,6	-0,9	-2,5	-1,0	0,2	-0,5	-1,3	...
Producción industrial	1,2	-2,5	-2,4	-9,0	-15,6	-14,5	-12,4	-10,8	...
Tasa de paro (*)	8,3	7,8	7,9	8,3	8,9	9,4	9,7	9,9	...
Precios de consumo	1,5	2,8	3,3	1,8	0,6	-0,2	-0,7	-0,2	-0,4
Balanza comercial (**)	-33,7	-48,6	-50,9	-55,4	-55,2	-53,7	-48,2	-46,0	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

punto porcentual menos que la caída pronosticada para el resto de economías avanzadas. Este menor impacto es fruto de la propia idiosincrasia de la economía gala, que destaca por una menor dependencia del sector exterior y un mayor peso específico del sector público.

Fue precisamente el buen comportamiento del consumo público, juntamente con el repunte en el segundo trimestre del consumo privado, el que provocó el crecimiento de la economía francesa en este periodo, convirtiéndose en una de las primeras en dar signos de recuperación. Para la segunda mitad del año los indicadores muestran que la economía seguirá creciendo aunque de forma moderada.

Por el lado de la oferta se observa que la actividad industrial continuó aumentando durante el tercer trimestre. Éste fue el caso de la producción industrial, que en agosto registró, por cuarto mes consecutivo, un crecimiento del 1,8% respecto al mes anterior. Este incremento superó los pronósticos de los analistas y fue debido al gran crecimiento de la actividad en la industria del automóvil, que aumentó un 18,2% intermensual, para satisfacer la demanda generada con los estímulos a la compra de automóviles de turismo. Tanto la confianza como los pedidos industriales indican que se mantendrá esta tendencia. Sin embargo, la infrautilización de la capacidad productiva y el fin de las ayudas a la industria automovilística no permiten prever un crecimiento de la inversión a corto plazo.

En el caso de la demanda, fue el sector exterior el que registró una mayor recuperación, con una reducción del déficit comercial en el mes de agosto del 39,6% respecto al mismo mes del 2008, debido a una contracción de las exportaciones inferior a la de las importaciones. En contraposición, en ese mismo mes el

consumo de los hogares franceses volvió a reducirse por segunda vez consecutiva, a la vez que la confianza del consumidor se deterioraba.

Estos datos son consecuencia del progresivo deterioro del mercado de trabajo, que registraba en agosto una tasa de desempleo del 9,9%, lejos ya del 7,6% alcanzado un año y medio antes. Además, el decalaje de la tasa de paro respecto al crecimiento del PIB permite pronosticar que el número de desempleados seguirá aumentando en 2009 e inicios de 2010, repercutiendo en el consumo privado de los hogares. Este hecho, junto con la finalización de algunos estímulos al consumo, hacen prever una moderación del consumo privado especialmente en el cuarto trimestre del año, que no podrá ser compensado por la mejora del poder adquisitivo derivada de la caída de los precios.

Es por ello que ante este riesgo de estancamiento de la demanda en los próximos trimestres, la ministra de finanzas gala no se plantea una retirada masiva de las medidas dirigidas al estímulo económico ya que, a su parecer, se correría el riesgo de volver a caer en una nueva recesión.

### **Incertidumbre respecto a la recuperación italiana**

Los principales analistas económicos pronostican que la economía italiana será una de las más afectadas por el actual ciclo recesivo, con una contracción del PIB de alrededor del 5% en 2009. Estas previsiones conllevan, implícitamente, que en el tercer trimestre de este año ya se observe un repunte de la actividad. Sin embargo, la débil estructura económica transalpina genera dudas respecto a la intensidad y velocidad de esta recuperación, especialmente por lo que se refiere a 2010. Hasta el momento, los indicadores cíclicos no

**La producción industrial supera las previsiones impulsada por la industria automovilística.**

**Demanda externa e interna presentan tendencias divergentes.**

**El aumento de la tasa de paro puede provocar un estancamiento del consumo privado a finales de 2009.**

**Existen dudas sobre la intensidad de la recuperación económica italiana.**

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	1,5	-1,0	-1,3	-2,9	-6,0	-6,0	-	...	-
Ventas al por menor	1,3	-0,3	0,1	-1,7	-2,9	-1,2	-2,5	-2,9	...
Producción industrial	2,2	-3,4	-4,1	-10,7	-21,2	-22,9	-19,0	-11,7	...
Tasa de paro (*)	6,2	6,7	6,8	7,0	7,3	7,4	-	...	-
Precios de consumo	1,8	3,3	4,0	2,8	1,5	0,8	0,0	0,1	0,2
Balanza comercial (**)	-12,8	-10,0	-10,8	-12,3	-11,1	-9,1	-6,4	-5,6	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### A pesar del crecimiento de la producción industrial no se prevé un repunte de la inversión.

aportan indicios evidentes de cuál será la nueva senda de crecimiento.

Desde el punto de vista de la oferta, destaca, sin duda, el crecimiento en el mes de agosto de la producción industrial, del 7,0% respecto al mes anterior, avivada por los bienes intermedios y de consumo duradero. Esta mayor actividad vino en parte motivada por el aumento de las existencias, ya que se habían situado en niveles excesivamente bajos. Es por ello que no se espera que esta tendencia se mantenga durante los próximos meses, sobre todo con la caída de los pedidos industriales y la reducción de la confianza industrial en septiembre, debido al creciente pesimismo existente respecto a la evolución de la demanda. Estas perspectivas de demanda, junto con la reducida utilización de la capacidad productiva, confirman que la inversión del tercer trimestre presentará un crecimiento prácticamente nulo.

Los indicadores de mayor frecuencia tampoco sitúan a la demanda como elemento impulsor de la recuperación. Así, la evolución de las ventas al por menor, con una caída interanual del 2,9% en agosto, muestra que ni la baja inflación ha sido suficiente para estimular el consumo de

los hogares italianos. Esta debilidad vino motivada por el progresivo deterioro del mercado laboral, que ha provocado un aumento de la tasa de paro y una reducción de las horas trabajadas. Por lo que se refiere a la demanda externa, el valor de las exportaciones cayó un 25,0% en agosto respecto al mismo mes de 2008. Sin embargo, la mayor contracción de las importaciones supuso una mejora, aunque leve, del déficit comercial.

Por lo tanto, parece difícil que la economía italiana presente en los próximos trimestres una clara senda de recuperación. Ante esta tesitura, el gobierno se plantea nuevas medidas para reactivar el consumo privado y la inversión, como son la ampliación temporal de las ayudas para la adquisición de automóviles o la supresión de los impuestos regionales sobre las empresas. Sin embargo, ambas medidas continuarían debilitando las ya maltrechas cuentas públicas italianas.

### La demanda se debilita arrastrada por el deterioro del mercado laboral.

### El PIB británico decrece inesperadamente un 0,4% intertrimestral en el tercer trimestre.

### Reino Unido: la recuperación se demora

El PIB británico decreció un 0,4% intertrimestral en el tercer trimestre de 2009, lo que significa un retroceso del 5,2% res-



## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008				2009		
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	2,6	0,6	0,3	-2,0	-5,0	-5,5	-	-5,2	-
Ventas al por menor	4,2	2,6	1,3	1,8	0,4	0,9	2,8	2,2	2,4
Producción industrial	0,3	-3,1	-3,2	-8,1	-12,5	-11,7	-9,3	-11,2	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,8	2,8	3,4	4,2	4,7	4,9	4,9	5,0
Precios de consumo	2,3	3,6	4,9	3,9	3,0	2,1	1,7	1,5	1,1
Balanza comercial (**)	-83,4	-93,7	-95,4	-94,1	-91,8	-88,4	-85,1	-83,3	...
Tipo de interés Líbor 3 meses	5,3	6,0	5,9	6,3	2,8	1,6	1,2	0,9	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	103,9	97,6	92,8	89,4	73,9	77,0	83,7	84,4	81,4

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

(\*\*\*) 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.

pecto al mismo periodo de 2008. Aunque el descenso se modera con relación al trimestre pasado, este dato ha sorprendido negativamente al conjunto de analistas, que pronosticaba que la economía británica crecería, dejando atrás la recesión.

Frente a estos decepcionantes resultados, cabe resaltar el buen tono mostrado por el consumo. Así, las ventas al por mayor han marcado en septiembre su cuarto mes consecutivo con incrementos interanuales, un 2,4%, y el indicador de confianza de los consumidores ha recuperado el nivel de marzo de 2008. La confirmación de esta tónica positiva contrasta con la desaceleración de los salarios, que reflejan la dinámica bajista del mercado laboral y sólo crecieron un 1,9% interanual en agosto.

En el lado de la oferta, la producción industrial ha acentuado su senda negativa, volviendo a valores interanuales negativos de dos dígitos (un imprevisto 11,2% en agosto), y la ligera mejoría en el sector de la construcción parece insostenible a causa de las correcciones previstas en el nivel de precios.

La acuciante amenaza del déficit público británico, un 11,6% del PIB previsto por el FMI para 2009 en relación con el 5,3% de media para los países avanzados, obliga a imponer medidas de contención, aumentar los impuestos o disminuir los gastos, lo que puede menoscabar aún más las magras perspectivas de recuperación. Por el momento, la proximidad de las elecciones, previstas para la primavera de 2010, ha impedido que se pueda concretar un plan específico a medio plazo. De todas maneras, no se prevé la renovación de los estímulos fiscales temporales que expiran a finales de año, como es el caso de la rebaja provisional de 2,5 puntos del Impuesto sobre el Valor Añadido, que recuperará en enero su nivel previo del 17,5%.

Esta subida del IVA y el efecto base debido a los bajos precios del petróleo a principios de 2009 harán repuntar la inflación durante los primeros meses de 2010. Sin embargo, no es previsible que el Banco de Inglaterra modere la política expansionista debido a la fragilidad de la recuperación. Incluso la inesperada ausencia de crecimiento en este trimestre

**El déficit público pone fecha de caducidad a los estímulos fiscales.**

**Repunte de la inflación previsto para principios de 2010.**

**En la Europa emergente, la recuperación seguirá siendo frágil, de intensidad moderada y desigual desde el punto de vista geográfico.**

podría significar una intensificación de los estímulos monetarios.

### **Europa emergente: adiós recesión, ¿bienvenida expansión?**

Dos décadas después de la caída del Muro de Berlín, Europa emergente celebra esta importante efeméride con un regusto agridulce. Los acontecimientos que siguieron al 9 de noviembre de 1989 habían de dar lugar, a la larga, a una auténtica reunificación europea y a un cambio estructural de enorme calado que ha permitido a estos estados aproximarse a los estándares de vida de Europa occidental. Este hecho indiscutible se ha visto empañado por la dura crisis de 2009. En algunos casos, como el de Hungría, se trata de la peor recesión desde la caída del Muro. Ahora, que parece que se ha tocado fondo y el PIB podría empezar a crecer en la segunda mitad de dicho 2009, es un buen momento para reflexionar sobre cuál puede ser el escenario económico para el próximo año.

Aunque las incógnitas son muchas, es factible plantear tres cuestiones funda-

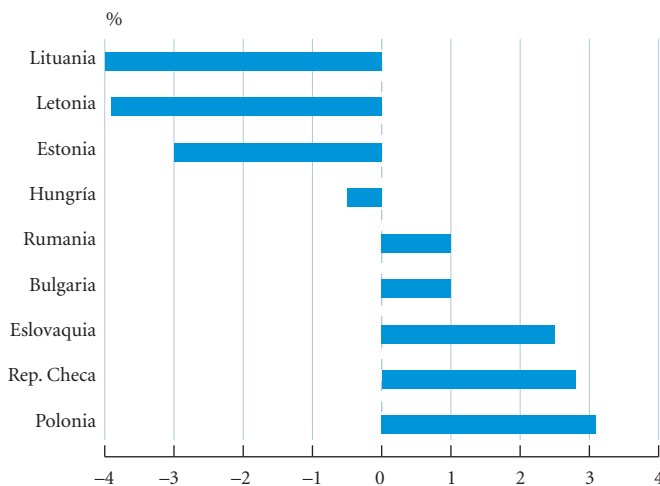
mentales, cuya respuesta puede dar el tono del futuro inmediato. El primer interrogante se refiere a la intensidad de la recuperación. Los indicadores disponibles apuntan a un 2010 en clara mejoría pero con unas bases todavía frágiles. Conviene recordar que la mayor actividad se explica fundamentalmente por la recuperación del ciclo industrial global, que ha venido derivado en gran medida de la necesidad de rehacer unas existencias que habían caído en exceso y del apoyo que han recibido sectores clave (en particular, el automóvil) en los mercados centrales de la eurozona.

En cambio, la demanda interna se muestra todavía débil. Esperamos que en la segunda mitad de 2010 el tirón exportador se traslade a la inversión con mayor claridad. Se darían entonces las condiciones para producirse una recuperación del consumo. Todo ello nos lleva a esperar un crecimiento en 2010 modesto, por debajo de su potencial en todas las economías de la región. Será en 2011 cuando Europa emergente vuelva a crecer con cierto dinamismo. Y eso siempre que las cosas no se tuerzan, en particular, confiando en

**A la demanda interna todavía le falta pulso.**

### **PERSPECTIVAS PARA 2010: LA RECUPERACIÓN VA POR BARRIOS**

Variación real del producto interior bruto prevista para 2010



FUENTE: Elaboración propia.

que la expansión en la eurozona presente suficientes intensidad y duración.

Una segunda pregunta que sobrevuela el escenario es la referida a la evolución de la financiación internacional: ¿va a ser suficiente para financiar la expansión en ciernes? Las previsiones que se manejan para 2010 son, con todas las cautelas necesarias, tranquilizadoras. Asumiendo que no se producen nuevos episodios de aumento global de la aversión al riesgo, los distintos aspectos de la financiación internacional parecen estar bien encarados. Así, según previsiones del Institute of International Finance, una asociación de grandes bancos internacionales, en 2010 se debería asistir a una importante recuperación de los flujos privados de capitales. Asimismo, la deuda externa que se debe atender en 2010 (intereses y amortización de capital) se sitúa en niveles que no deberían comportar dificultades. A todo ello se suma el mantenimiento del compromiso financiero de las instituciones multilaterales internacionales.

La mejoría cíclica y la recomposición de los flujos financieros internacionales se reflejan en la evolución de los indicadores de riesgo-país, que se han alejado ostensiblemente de los niveles alcanzados en los momentos más críticos de 2009, indicando que el mercado asigna una reducida probabilidad a un hipotético impago de la deuda soberana. Con todo, las diferencias que exhiben los países nos recuerdan que la región está lejos de ser homogénea. Así, cabe diferenciar claramente tres grupos de países: Polonia, República Checa y Eslovaquia, en mejor posición relativa; Hungría, Rumania y Bulgaria, en una situación intermedia; y, finalmente, los Bálticos.

Esta segmentación nos orienta hacia un tercer interrogante, el referido a la herencia de la recesión. Esta cuestión afecta, de hecho, a dos cuestiones distintas. Así, cabe preguntarse, en primer lugar, si los des-

equilibrios acumulados durante la etapa de expansión que se truncó en 2008 se han corregido. Pero también debemos plantearnos cuáles pueden ser los efectos diferidos derivados de la crisis.

En términos generales, la recesión ha permitido la corrección parcial de los excesos más abultados de la etapa de expansión previa. Así, el déficit corriente se ha minorado (fundamentalmente gracias a la mejoría de la balanza comercial), la fuerte preponderancia de las deudas denominadas en divisas extranjeras se ha reducido, el crecimiento del crédito privado se ha desacelerado apreciablemente y las tensiones inflacionistas se han moderado. En sentido contrario, la situación de las finanzas públicas se ha degradado notablemente en 2009 aunque, con ciertas salvedades, dicho desequilibrio se ha ampliado por la caída de ingresos públicos y a pesar del esfuerzo de contención del gasto público. De hecho, todas estas tendencias son, en gran medida, resultado de la evolución cíclica, y por ello habrá que estar atento a cómo puedan rebrotar en un entorno económico de mayor dinamismo.

Tampoco deberán desatenderse los efectos diferidos de la crisis, es decir, el conjunto de resultados de la actual tónica de debilidad que se van a manifestar en el futuro próximo. Uno de ellos, la morosidad bancaria, va a situarse en máximos a lo largo de la primera mitad de 2010. Aunque los datos no son plenamente comparables, sí se aprecia que los países bálticos, junto con Rumania y Bulgaria, van a situarse previsiblemente en niveles de morosidad que aproximadamente triplicarán los que se esperan para Polonia, República Checa y Eslovaquia. Por ello, mantener los niveles de solvencia que actualmente exhiben estos países va a requerir probablemente nuevas recapitalizaciones bancarias.

Otras variables que por su carácter retardado respecto al ciclo van a empeorar van

**La financiación internacional no debería ser un problema grave en 2010.**

**Los indicadores de riesgo-país han mejorado ostensiblemente.**

**Ciertos desequilibrios macroeconómicos se han reducido debido a la crisis.**

**Se va a asistir a un aumento de la morosidad, al tiempo que la mejoría laboral todavía queda lejos.**

a ser las relativas al mercado laboral (en particular, la tasa de paro aumentará en 2010), cuyas tendencias condicionaran en última instancia la recuperación del consumo privado. Asimismo, y aunque aquí los vínculos no son directos, es previsible el aumento de la inestabilidad política, que ya se ha manifestado ocasionalmente

a lo largo de 2009. En términos generales, los tres países que entraron en la crisis con menores desequilibrios macroeconómicos, los ya mencionados Polonia, República Checa y Eslovaquia, van a estar mejor posicionados en la recuperación, ya que tenderán a registrar efectos retardados de la crisis menos acusados en 2010.

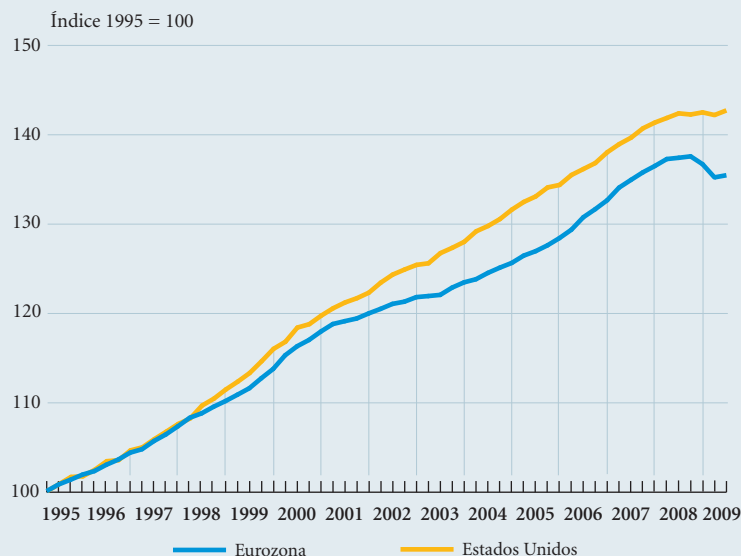
## Un buen servicio sirve de mucho

El crecimiento de la eurozona ha estado claramente por debajo del de Estados Unidos durante las últimas décadas. Sin ir más lejos, desde 1995 el crecimiento promedio de la eurozona se ha quedado en el 1,9%, mientras que en la economía norteamericana ha alcanzado el 2,7%. Son distintos los candidatos a explicar este diferencial de crecimiento, pero sin duda alguna la evolución del sector servicios es uno de los factores a tener en cuenta.

En ambas economías, el sector servicios es el más importante de todos. En el conjunto de la Unión Europea, más de dos terceras partes de los trabajadores se encuentra en este sector y la contribución al crecimiento ha sido alrededor del 75% durante la última década. Además, su buen funcionamiento es vital para que otros sectores puedan maximizar su capacidad productiva. Buen ejemplo de ello son el sector financiero, el de las comunicaciones o el transporte. Un sistema financiero desarrollado, o unas buenas redes de comunicación y transporte son esenciales para el desarrollo de la industria.

### LOS SERVICIOS EN EUROPA NO CRECEN COMO EN ESTADOS UNIDOS

Evolución del valor añadido bruto real del sector servicios



FUENTES: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

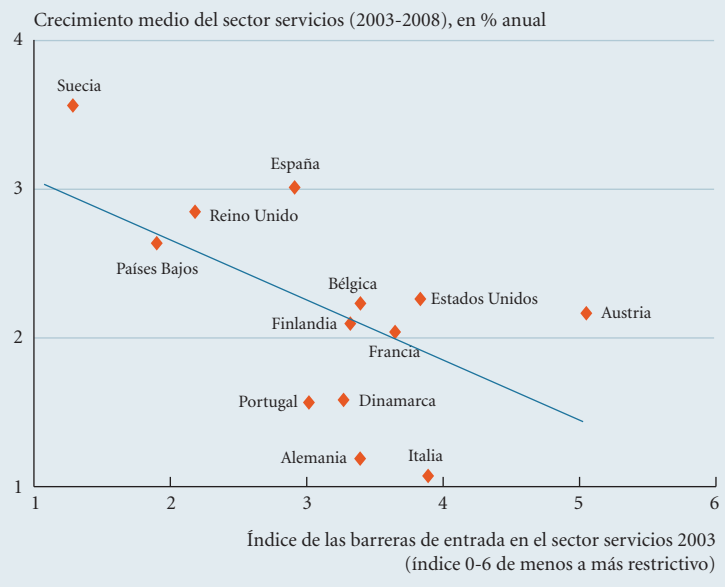
Como muestra el gráfico anterior, la tasa de crecimiento del conjunto de servicios en Estados Unidos se ha mantenido de forma sostenida por encima de la europea. El resultado: su valor añadido bruto ha crecido un 43% en Estados Unidos. En la eurozona, el crecimiento también ha sido sustancial, pero se ha quedado ocho puntos porcentuales por debajo del estadounidense.

Desde la Comisión Europea se apunta que el mayor grado de intervención reguladora, y especialmente las diferencias en la regulación a nivel nacional, no permiten al sector servicios europeo alcanzar su potencial de crecimiento. La libre circulación de capitales y personas entre los distintos países de la Unión fue un primer paso decisivo para impulsar el mercado único. De todas formas, el comercio de servicios ha permanecido muy limitado, especialmente si tenemos en cuenta el peso del sector en el total de la economía. Es por ello que en diciembre de 2006 el Parlamento Europeo aprobó la directiva de servicios. Ésta deberá ser transpuesta por los distintos estados miembros en sus sistemas legales antes de fin de año.

La directiva tiene tres objetivos principales: reducir los obstáculos a la entrada de nuevos competidores, impulsar el comercio de servicios entre países y armonizar la regulación a nivel europeo. Y afectará a todas las empresas del sector, excepto a aquellas sujetas a una regulación específica a nivel sectorial, como el sector financiero, los servicios sociales o la sanidad.

Los efectos positivos que se esperan de la entrada en vigor de la directiva son sustanciales. Actualmente, una empresa o un profesional que quiere exportar sus servicios o quiere instalarse en otros países de la Unión Europea debe informarse primero, y luego adaptarse, a las regulaciones específicas de cada país. Ello ofrece cierto grado de protección ante la competencia a las distintas empresas o a los profesionales nacionales del sector. La reducción de las barreras de entrada, y al comercio en general, aumentará la presión competitiva sobre las empresas y, por lo tanto, la eficiencia y el crecimiento del sector. Esto es precisamente lo que ilustra el gráfico siguiente. En

**LAS BARRERAS DE ENTRADA MERMEN EL CRECIMIENTO DEL SECTOR**



FUENTES: OCDE y Eurostat.

los países en los que las barreras a la entrada eran mayores en el año 2003, el crecimiento promedio del sector servicios en los años posteriores ha sido menor.

Existen, por supuesto, algunos estudios que analizan de forma algo más sofisticada el efecto previsto del cambio en el grado de regulación sobre el crecimiento de la economía. El estudio encargado por la Comisión Europea,<sup>(1)</sup> por ejemplo, utiliza una amplia base de datos de empresas para analizar el efecto de la directiva sobre el valor añadido bruto del sector, la productividad, el empleo, los salarios y los precios. Los resultados son ciertamente positivos. Según este estudio, el aumento de la competencia hará que los precios se reduzcan y ello permitirá que el consumo total aumente un 0,6%. Además, la mejora de la productividad hará que se generen 600.000 puestos de trabajo netos. El efecto estimado sobre el valor añadido bruto del sector, un aumento del 0,8%, tampoco es nada despreciable.

De todas formas, un estudio posterior señala la importancia de uno de los puntos de la directiva que al final no fue aprobado: el llamado principio del país de origen.<sup>(2)</sup> Según éste, cualquier empresa que cumpliera con la normativa de un país de la Unión debería poder operar en cualquier otro país. Este principio, fundamental para la integración del sector a nivel europeo, despertó los recelos de algunos países por miedo a perder el control sobre ciertos servicios clave. El debate que generó fue intenso. Uno de los focos de tensión era que las empresas de servicios intensivas en mano de obra contrataran a sus trabajadores en los países donde ésta fuera más barata y, además, con las condiciones laborales del país de origen. La presión sobre el nivel de protección laboral estaba servida. Así pues, los efectos sobre el crecimiento, aunque aún son significativos, serán menores de los inicialmente previstos. El efecto sobre el comercio de servicios será sustancialmente menor, en vez de aumentar alrededor del 45%, lo hará el 30%. Ello también tendrá una repercusión directa sobre el PIB, que en vez de aumentar el 0,5% lo hará el 0,3%.

La aprobación de la directiva de servicios aún genera algunos temores, como la disminución de la calidad en la provisión de los servicios. La existencia de este efecto es muy difícil de cuantificar, y por lo tanto, no se ha tenido en cuenta en los estudios realizados. Ahora que la directiva ya se ha aprobado, sus efectos se deberán seguir de cerca, para que se puedan obtener los máximos beneficios sin que la calidad de los servicios se vea mermada.

(1) Copenhagen Economics, *Economic Assessment of the Barriers for the Internal Market for Services*, 2004.

(2) De Bruijin, Kox, Lejour, *The Trade-Induced Effects of the Services Directive and the Country of Origin Principle*, CPB Document 108, 2006.

*Este recuadro ha sido elaborado por Oriol Aspachs-Bracons  
Departamento de Economía Europea, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Normalización monetaria: la importancia de elegir el momento adecuado

Conforme lo peor de la crisis financiera va quedando atrás, los dos principales bancos centrales a nivel global –la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE)– han manifestado que detectan una mayor estabilidad en los mercados financieros. Este diagnóstico explica que la Fed haya decidido modificar alguna de las facilidades que se crearon para enfrentar la crisis. Por ejemplo, desde comienzos del verano, la Fed ha reducido la cuantía de fondos subastados mediante la facilidad TAF (*Term Auction Facility*) desde los 250.000 millones de dólares hasta los 150.000. En Europa, la mayor liquidez en manos de las instituciones se refleja en la fuerte caída de los fondos solicitados en las operaciones de refinanciación semanal. La demanda registrada en las últimas semanas se sitúa por debajo de los 100.000 millones de euros, tres veces menos que los máximos de finales de 2008. Esta situación refuerza el convencimiento de las autoridades monetarias sobre la necesidad de focalizar todos los esfuerzos en la planificación de la estrategia de salida, con el propósito de retirar ordenadamente la extraordinaria inyección monetaria realizada.

Las estrategias de salida tienen dos líneas de acción, una pasiva y una activa. La línea pasiva simplemente requiere dejar vencer, y no renovar, facilidades como las subastas de créditos en dólares o la facilidad de crédito para comprar papel comercial. De hecho, la cuantía de algunas de estas facilidades ya ha disminuido de

forma importante desde los altos niveles alcanzados a finales de 2008, debido a la menor demanda de liquidez por parte de las entidades financieras. La segunda línea de acción, medidas expresas para reducir la oferta de liquidez y/o subidas de tipos de interés, presenta desafíos importantes por el impacto que puede provocar en el funcionamiento de los mercados y en la formación de las expectativas de inflación de los agentes. Para que la estrategia activa sea exitosa, se necesita elegir de forma adecuada el momento de actuar, y prudencia en la utilización de las herramientas disponibles.

En un comunicado reciente, la Fed ha reconocido que está probando, en colaboración con los agentes participantes en el mercado, aspectos operacionales relacionados con el drenaje de liquidez (en concreto, a través de *reverse repo agreements*). Es evidente que la Fed está planificando de forma anticipada para que, llegado el momento oportuno, todo funcione de forma correcta. Además, la Fed está considerando la posibilidad de extender el número y tipología de instituciones de contrapartida más allá de los 19 agentes primarios (*primary dealers*) oficialmente designados para operar con ella. La autoridad monetaria también está evaluando el uso de otras herramientas tales como la remuneración de las reservas excedentes de los bancos o la venta directa de activos.

La posición del BCE para revertir la gran expansión de su balance es menos compleja que la que enfrenta la Fed. Aún así, en la institución predomina un tono de gran cautela. Esto explica que, con posterioridad a la reunión de política monetaria

**La mayor estabilidad de los mercados financieros...**

**...refuerza la visión de la Fed y el BCE acerca de la necesidad de avanzar en las estrategias para retirar la expansión monetaria.**

**La Fed prueba aspectos operacionales relacionados con el drenaje de liquidez.**

## 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>2008</b>									
Septiembre	4,25	5,27	5,50	2,00	4,05	1,02	5,00	6,30	3,00
Octubre	3,75	4,76	4,87	1,00	3,03	0,94	4,50	5,84	2,43
Noviembre	3,25	3,85	3,95	1,00	2,22	0,93	3,00	3,91	1,23
Diciembre	2,50	2,89	3,05	0,25	1,43	0,86	2,00	2,77	0,75
<b>2009</b>									
Enero	2,00	2,09	2,27	0,25	1,18	0,67	1,50	2,17	0,70
Febrero	2,00	1,83	2,03	0,25	1,26	0,63	1,00	2,05	0,75
Marzo	1,50	1,52	1,81	0,25	1,19	0,60	0,50	1,65	0,63
Abril	1,25	1,37	1,73	0,25	1,02	0,55	0,50	1,45	0,66
Mayo	1,00	1,27	1,63	0,25	0,66	0,52	0,50	1,28	0,60
Junio	1,00	1,10	1,50	0,25	0,60	0,46	0,50	1,19	0,33
Julio	1,00	0,89	1,36	0,25	0,48	0,41	0,50	0,89	0,41
Agosto	1,00	0,82	1,30	0,25	0,35	0,39	0,50	0,69	0,30
Septiembre	1,00	0,75	1,24	0,25	0,29	0,35	0,50	0,54	0,31
Octubre (1)	1,00	0,74	1,25	0,25	0,28	0,33	0,50	0,59	0,24

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.

### Los tipos interbancarios de la eurozona y Estados Unidos se mantienen estables.

celebrada el 8 de octubre, Jean-Claude Trichet volviera a enfatizar la necesidad de trazar con mucha anticipación la hoja de ruta a seguir para retirar los estímulos monetarios y fiscales. La principal línea de actuación en Europa ha sido el relajamiento de condiciones en las operaciones de refinanciación a corto plazo y la creación de préstamos especiales a un año (LTRO). Este diseño permitiría al BCE seguir una estrategia básicamente pasiva o, en el caso de que surjan riesgos inflacionistas, implementar por ejemplo acuerdos de *reverse repos* al estilo de los que prepara la Fed. El programa de compra de bonos que tiene en marcha el BCE, por su modesta cuantía, no representa un obstáculo significativo de cara a la estrategia de

salida. En el actual contexto económico, no es previsible que tengan lugar cambios en la política monetaria convencional (modificaciones de tipos de interés) hasta bien entrado 2010. La debilidad del crecimiento y la estabilidad de las expectativas de inflación facilitan que los bancos centrales mantengan por algún tiempo adicional los tipos de interés en niveles reducidos para no interrumpir la incipiente recuperación económica y el normal funcionamiento de los mercados.

En este sentido, la estabilidad –y también los bajos niveles– que registran los tipos de interés interbancarios en Europa y Estados Unidos reflejan que los mercados descuentan que los tipos de interés oficia-



les se mantendrán reducidos durante un periodo prolongado. Es probable que, en la primavera de 2010, la Fed y el BCE modifiquen el tono de su política de comunicación, para empezar a señalar el momento en el que podrían comenzar a subir tipos. Será entonces cuando se observará una suave tendencia alcista en la curva de tipos interbancarios.

### Estabilidad en los mercados de deuda pública

En la tabla siguiente puede comprobarse que durante el mes de octubre se ha mantenido la estabilidad en los mercados de bonos de deuda pública. De hecho, el periodo de anclaje de los tipos en niveles reducidos se inició en el mes de junio. Así por ejemplo, el *bund* alemán con vencimiento a 10 años ofrecía un tipo de interés anual del 3,29% a final de octubre, muy próximo al nivel registrado en el mes de junio. Pero no sólo la deuda alemana,

sino también el resto de bonos emitidos por los Estados de la eurozona han reflejado esta tranquilidad.

¿A qué se debe esta carencia de movimientos significativos en este mercado financiero? Dos son los factores clave que permiten explicar esta situación. En primer lugar, inversores y analistas no han modificado sustancialmente durante los últimos meses sus expectativas de inflación. Así, la mayoría de instituciones que publican previsiones sobre la situación económica coinciden en que la recuperación será modesta y sin tensiones en los precios. Es decir, el consenso sigue apuntando por ahora a una ausencia de problemas inflacionistas, argumentado en el elevado grado de capacidad ociosa en las economías y a pesar de la ingente liquidez emitida por los bancos centrales.

En segundo lugar, el volumen de emisiones de deuda por parte de los miembros de la eurozona ha descendido en el tercer

**No se producen movimientos significativos en el mercado de deuda pública...**

**...debido al anclaje de expectativas de inflación y el bajo volumen de emisiones.**

## 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>2008</b>								
Octubre	3,90	4,30	4,61	5,15	3,95	1,48	4,52	2,84
Noviembre	3,26	3,68	3,89	4,46	2,92	1,40	3,77	2,28
Diciembre	2,95	3,41	3,81	4,38	2,21	1,17	3,02	2,10
<b>2009</b>								
Enero	3,30	3,81	4,39	4,71	2,84	1,30	3,70	2,18
Febrero	3,11	3,66	4,28	4,68	3,01	1,28	3,62	2,24
Marzo	3,00	3,55	4,05	4,39	2,66	1,35	3,17	2,10
Abril	3,18	3,59	3,92	4,28	3,12	1,43	3,50	2,14
Mayo	3,59	3,95	4,29	4,48	3,46	1,49	3,75	2,41
Junio	3,39	3,73	4,13	4,43	3,53	1,36	3,69	2,32
Julio	3,30	3,57	3,85	4,16	3,48	1,42	3,80	1,97
Agosto	3,26	3,54	3,78	4,08	3,40	1,31	3,56	2,03
Septiembre	3,22	3,54	3,81	4,02	3,31	1,30	3,59	1,99
Octubre (*)	3,29	3,60	3,85	4,14	3,36	1,36	3,64	2,12

NOTA: (\*) Día 21.

FUENTE: Bloomberg.

**Las expectativas de inflación ancladas y las menores emisiones de deuda pública son elementos que ayudan a la estabilidad.**

trimestre en comparación con los dos anteriores. De hecho, la mayoría de gobiernos ya ha emitido el 90% de sus objetivos para el año puesto que cada uno de ellos procuró adelantar su calendario de emisiones, de manera que en esta etapa final del ejercicio la oferta de papel es relativamente baja.

Sin embargo, estos dos elementos, y en especial el segundo, presentan el riesgo de cambiar de signo de cara a los próximos meses y 2010, y como consecuencia provocar la reaparición de tensiones en los mercados de deuda pública.

### Tipos de cambio: el dólar se deprecia

En la tabla siguiente puede observarse que en el último mes el dólar se ha depreciado un 1,8% con respecto al euro. Actualmente, un euro se cambia por 1,49 dólares, un

12,6% más que hace un año. Debe advertirse que la depreciación del dólar no sólo es contra el euro, sino que se manifiesta contra la mayoría de divisas.

Los bajos tipos de interés en los Estados Unidos han impulsado esta depreciación del dólar. Los inversores internacionales se endeudan en dólares, aprovechando los bajos tipos de interés de esa moneda, y a la vez compran activos emitidos en divisas que proporcionan una rentabilidad superior. Este tipo de operaciones financieras reciben el nombre de *carry-trade*, haciendo referencia al diferencial de tipos entre la divisa que financia la operación y los tipos de interés ofrecidos por los activos adquiridos.

El abaratamiento del dólar ha desencadenado la respuesta de diversos países, y no sólo verbalmente. Así, algunos bancos centrales de Asia intervinieron conjunta-

**Los bajos tipos de interés en Estados Unidos impulsan la debilidad del dólar.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-10-2009

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2008	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	90,9	-1,1	0,3	-10,2
Libra esterlina	0,603	-2,2	-13,5	0,8
Franco suizo	1,010	-2,2	-5,8	-13,9
Dólar canadiense	1,054	-2,4	-15,6	-15,2
Peso mexicano	12,995	-3,0	-5,2	-1,9
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,494	1,8	6,5	12,6
Yen japonés	135,9	0,7	6,7	3,7
Franco suizo	1,510	-0,3	1,1	0,4
Libra esterlina	0,902	-0,4	-5,9	13,3
Corona sueca	10,354	2,1	-5,7	1,9
Corona danesa	7,444	0,0	0,0	-0,1
Zloty polaco	4,160	-0,3	0,3	11,4
Corona checa	25,83	2,7	-4,0	1,0
Forint húngaro	264,6	-2,4	-0,4	-5,2

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

FUENTE: Bloomberg.

mente en los mercados de divisas para frenar la apreciación de sus divisas contra el dólar. Estos países temían la pérdida de competitividad de sus exportaciones en relación con China, que mantiene *de facto* un tipo de cambio fijo contra el dólar desde julio del año pasado. Por su parte, Brasil decidió aplicar un impuesto a las operaciones de entrada de capital a corto plazo, también con el propósito de desanimar los flujos que encarecen el real frente al dólar.

Incluso los ministros de finanzas europeos y el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, han anunciado su contrariedad por la excesiva apreciación del euro. En definitiva, este factor podría dificultar o diferir la recuperación de la eurozona porque las exportaciones son un elemento básico que suele dinamizar el ciclo económico en la Unión Europea. Indudablemente, para afianzar la recuperación global sería deseable evitar una excesiva volatilidad en los mercados de divisas. La perspectiva de subidas del tipo de interés de referen-

cia en los Estados Unidos a lo largo de 2010 debería ayudar a frenar o incluso a revertir la actual senda de depreciación del dólar.

### Consolidación de los avances de la renta fija corporativa

En octubre se ha consolidado la mejora en los mercados de renta fija gracias a la progresiva mejora de las expectativas de recuperación económica, a la caída de los riesgos en los mercados financieros –apoyada en la actuación de los gobiernos y los bancos centrales– y por el aumento del apetito por el riesgo de los inversores ante la exigua rentabilidad de otros activos financieros.

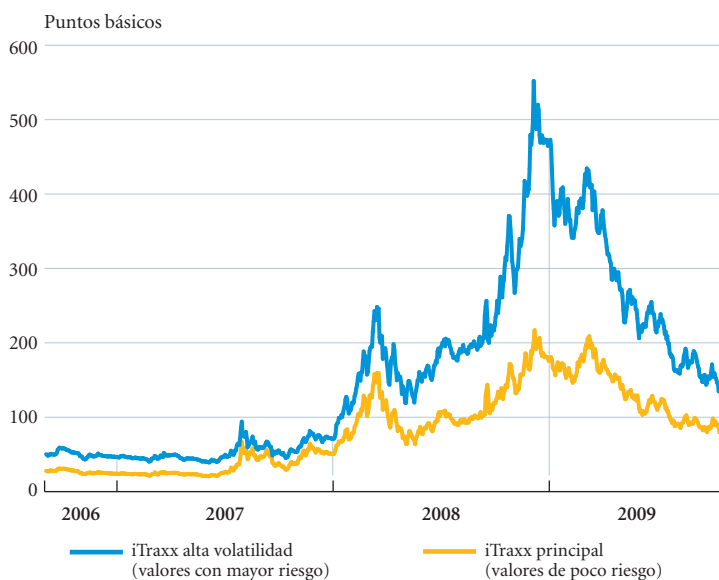
La mejoría se traduce en una caída generalizada de las tasas de rentabilidad y en una reducción de los diferenciales. El compromiso de los bancos centrales de mantener por algún tiempo los tipos de interés en niveles bajos ha reducido el coste de endeudamiento en algunos sectores,

**Asia y Europa están preocupadas por la depreciación del dólar y el impacto sobre sus exportaciones.**

**Caída generalizada de la rentabilidad y de los diferenciales de crédito en los mercados de renta fija corporativa.**

## CAÍDAS GENERALIZADAS EN LAS PRIMAS DE RIESGO

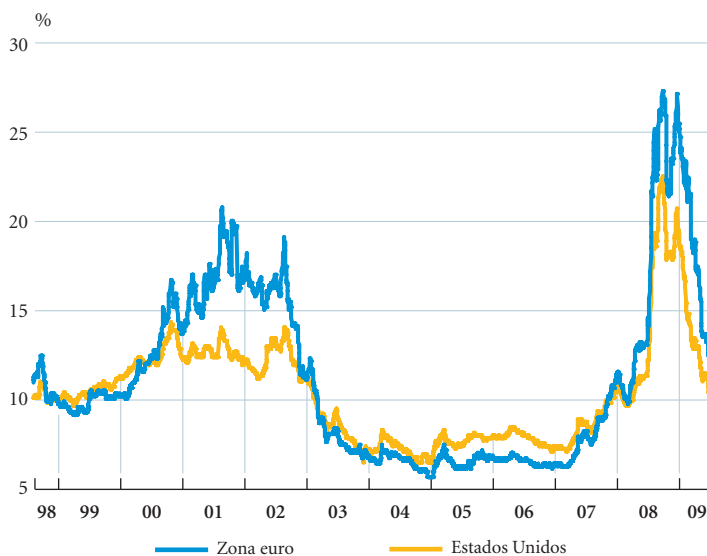
Diferenciales de crédito en la eurozona



FUENTE: EcoWin.

## CAÍDAS INTENSAS DE RENTABILIDAD EN LOS MERCADOS DE ALTO RIESGO

Rentabilidad de los bonos *high yield* en la eurozona y en Estados Unidos



FUENTE: EcoWin.

**Las empresas siguen emitiendo a marchas forzadas, aprovechando las condiciones muy favorables de los mercados.**

como el hipotecario, hasta niveles mínimos. Éste es el caso de Estados Unidos, donde el coste de las hipotecas a 15 años se ha situado por debajo del 4,5%, niveles nunca vistos. La caída en el coste de financiación y la reducción de los diferenciales de crédito están estrechamente ligados a la laxitud mantenida por los bancos centrales.

La mejora en el mercado de crédito mayorista durante las últimas semanas ha sido más intensa en los segmentos de alto riesgo (*high yield*) y en los segmentos del mercado donde están interviniendo los bancos centrales. En Estados Unidos la puesta en marcha del programa de compra de activos tóxicos (PPIP) ha sido determinante en la mejora de este sector, mientras que en la eurozona la compra de *covered bonds* por parte del BCE ha tenido un efecto muy positivo sobre estos activos.

Las empresas están aprovechando el bajo coste de financiación y la elevada liquidez de los mercados para emitir volúmenes

récord de deuda corporativa. Tanto en Estados Unidos como en Europa los importes de bonos emitidos por las empresas siguen pulverizando los récords históricos, en un proceso que alcanza a un amplio espectro de emisores en cuanto a país, sector y nivel de *rating*.

Por su parte, los inversores privados e institucionales continúan atraídos por el binomio rentabilidad-riesgo. Desde el mes abril, la afluencia de flujos de capital hacia los activos de renta fija privada ha aumentado ininterrumpidamente. Todo indica que este proceso continuará durante los próximos meses porque los fondos en activos monetarios registran todavía niveles elevados de patrimonio y su rendimiento es prácticamente nulo.

La mejora paulatina del escenario macroeconómico y la fuerte caída de los riesgos financieros, propiciada por la intervención de los bancos centrales, están favoreciendo el ascenso de la calificación crediticia de las empresas por parte de las

agencias de *rating*. La caída en las previsiones de morosidad en varios sectores de Estados Unidos —y también de otros países— es notable, particularmente en el segmento *high yield*. Esta situación refleja la eficacia de las actuaciones de los bancos centrales así como de la recuperación económica.

A medio plazo, y sin perjuicio de correcciones pasajeras, las perspectivas para los mercados de renta fija siguen siendo positivas al amparo de la consolidación de la recuperación económica y de la mejora progresiva de los beneficios empresariales. En este contexto, es previsible que el flujo de inversiones hacia este mercado se mantenga sólido. Simultáneamente, la emisión de bonos corporativos se verá frenada, principalmente porque la mayor parte de las grandes empresas ya han emitido deuda a medio y a largo plazo, y tienen cubiertas las necesidades de financiación de los próximos meses.

## Las bolsas moderan su ritmo de subida

Los mercados de renta variable han vuelto a ofrecer en octubre una buena evolución, si bien la tónica generalizada ha sido de moderación en el ritmo de revalorización. No se debe olvidar que, desde los mínimos alcanzados en marzo, los principales índices bursátiles acumulan una revalorización media del 60%.

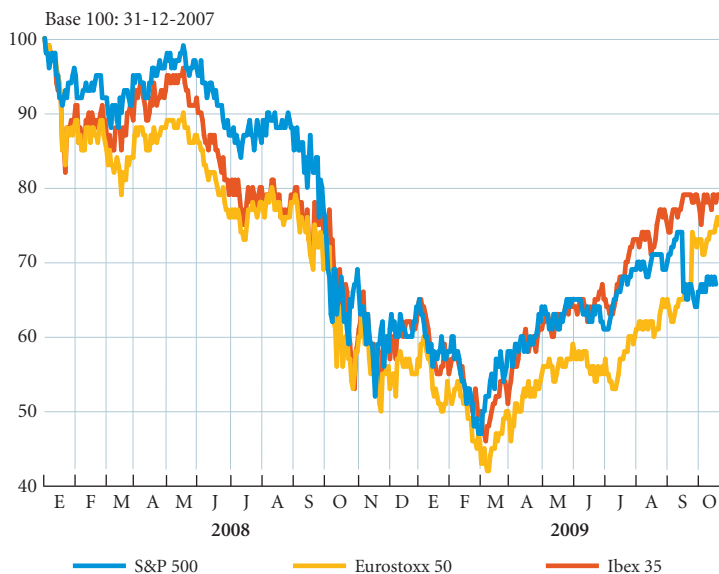
En un contexto donde los niveles de liquidez son todavía muy elevados, los inversores se muestran crecientemente atraídos por las perspectivas de rentabilidad de los activos arriesgados, como las acciones. Efectivamente, la menor aversión al riesgo ha jugado un papel clave en la apreciación de las bolsas, en una etapa en la que los niveles iniciales de participación de los fondos institucionales en la renta variable eran bajos.

**Se mantienen las buenas perspectivas para el sector, sobre todo por el bajo nivel de rentabilidad en inversiones alternativas.**

**La subida de las bolsas se apoya en la recuperación económica y la caída de los riesgos.**

## LAS BOLSAS MANTIENEN LA TENDENCIA ALCISTA

Principales bolsas



FUENTE: Bloomberg.

**Los resultados empresariales muestran recuperación en la segunda mitad del año.**

Otros factores, pertenecientes al ámbito empresarial, que han propiciado el alza de las bolsas son la buena marcha de la campaña de resultados empresariales del tercer trimestre, así como la recuperación de la actividad inversora de los *hedge funds*.

Precisamente, uno de los momentos más esperados por los inversores y los gestores de carteras es la publicación periódica de beneficios de las compañías cotizadas. En octubre ha comenzado la campaña de publicación de los resultados del tercer trimestre en Estados Unidos y Europa, con predominio de las sorpresas positivas. Después del drástico ajuste a la baja de las previsiones durante los primeros meses del año, los analistas han ido mejorando desde abril sus estimaciones. Adicionalmente a los buenos resultados que se han conocido, la recuperación del entorno económico global,

la caída de las primas de riesgo y la menor volatilidad de los mercados ayudan a comprender el cambio de las estimaciones de los analistas financieros.

El hecho de que la proporción de empresas que publican resultados mejores de lo esperado sea sustancialmente mayor a las que sorprenden negativamente está siendo uno de los principales impulsos para los índices. Además de confirmar el proceso de recuperación empresarial, supone un aumento de la ganancia por acción, y sirve como reclamo para los flujos inversores. Hasta el momento, del 40% de las empresas del S&P 500 que han hecho públicos sus resultados, el 80% ha sorprendido favorablemente. La razón fundamental para este aumento ha sido la agresiva reducción de costes acometida por parte de las empresas y, en especial, de los laborales.

**Los hedge funds vuelven a los mercados de activos de riesgo.**

**ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES**

27-10-2009

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	9.778,9	2,9	11,4	-11,2
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.064,7	3,8	17,9	-11,8
<i>Nasdaq</i>	2.138,0	5,8	35,6	-1,9
Tokio	10.370,5	1,3	17,1	-13,0
Londres	5.187,0	6,9	17,0	-0,9
Zona del euro	2.904,7	5,8	18,7	-8,7
<i>Francfort</i>	5.738,0	5,0	19,3	-6,1
<i>París</i>	3.853,5	6,6	19,7	-8,8
<i>Amsterdam</i>	314,6	6,8	27,9	-16,1
<i>Milán</i>	23.340,1	6,6	19,9	-14,9
<i>Madrid</i>	11.878,3	6,4	29,2	4,9
Zurich	6.360,0	3,6	14,9	-7,7
Hong Kong	21.685,4	7,4	50,7	10,5
Buenos Aires	1.986,3	10,5	84,0	17,5
São Paulo	60.928,0	5,5	62,3	18,2

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

FUENTE: Bloomberg.

Otro aspecto que contribuye positivamente es el retorno de los *hedge funds* a la renta variable. Con el comienzo de la crisis, la huida de estos fondos especializados del conjunto de activos de riesgo fue casi total, arrastrando a la baja los precios de las acciones. Ahora, cuando las deficiencias del sistema financiero global parecen resolverse, y ante un escenario económico a medio plazo más estable, los *hedge funds* han comenzado a posicionarse de nuevo en activos de renta fija corporativa y de renta variable, con una marcada preferencia por los de economías emergentes.

A medio plazo, cabe esperar que la tendencia de recuperación de las bolsas se mantenga, a pesar de que la intensidad de las subidas pueda moderarse; pero es en el corto plazo donde se incrementa la probabilidad de que se produzcan correcciones en los índices. En efecto, después de ocho meses consecutivos de revalorización bursátil, y en un contexto donde la normalidad del sistema financiero parece casi restaurada, el principal riesgo consiste en que los inversores reaccionen negativamente ante decepciones en el ritmo de recuperación económica global.

**El principal riesgo es el deterioro de las expectativas sobre la recuperación económica.**

## El sistema financiero tras la crisis: ¿más pequeño y más simple?

El sector financiero ha vivido durante los dos últimos años una convulsa crisis de alcance internacional. En los momentos álgidos de finales de 2008, diversas entidades sucumbieron a las dificultades, algunos mercados financieros se bloquearon y, de hecho, el conjunto del sistema estuvo cerca del colapso. La catástrofe se evitó en buena medida gracias a la contundente intervención de los gobiernos y bancos centrales de la generalidad de países.

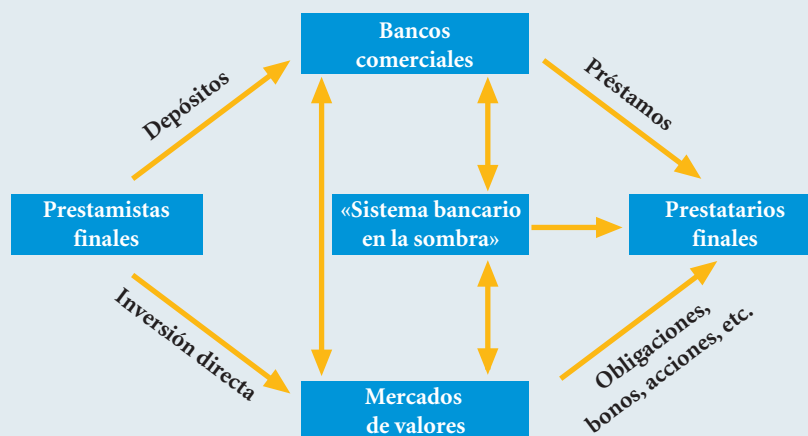
Como en ocasiones precedentes a lo largo de la historia, una crisis de esta magnitud está desencadenando una transformación importante en la fisonomía del sistema. Por un lado, autoridades supranacionales y nacionales están desplegando un programa de reformas regulatorias de amplio espectro y de gran calado. Por otro lado, tanto prestamistas como prestatarios e intermediarios están modificando sus pautas de comportamiento al hilo de las lecciones aprendidas durante esta traumática experiencia, así como de las nuevas circunstancias imperantes.

Todavía es muy pronto para discernir con suficiente precisión la configuración que adoptará el sistema financiero dentro de, digamos, cuatro o cinco años. Pero sí es posible identificar ya algunas fuerzas en movimiento que probablemente acabarán siendo decisivas.

Puede ser útil antes revisar brevemente algunos rasgos básicos de la evolución del sistema durante los años previos a la crisis. Dos elementos destacan: el sector financiero aumentó su presencia en el conjunto de la economía, y lo hizo orientándose hacia un modelo cada vez más desintermediado y de creciente complejidad. Lógicamente, puntos de partida, detalles y circunstancias fueron diferentes entre países, pero cabe afirmar que esa fue una pauta general.

La desintermediación se refiere a que, junto con las entidades bancarias tradicionales (tomadoras de depósitos de los ahorradores y otorgantes de préstamos a corto y a largo plazo), se desarrollaron con gran profusión otros canales para la transferencia de recursos desde los agentes excedentarios a los deficitarios. En primer lugar, los mercados de capitales clásicos, como por ejemplo los que permiten al gobierno emitir obligaciones o a las empresas pagarés, bonos y acciones, que son adquiridos por los ahorradores (ya sea directamente o a través, por

## DIAGRAMA DEL SECTOR FINANCIERO



FUENTE: Elaboración propia.

ejemplo, de fondos de inversión o de pensiones). En segundo lugar, un variado grupo de entidades e instrumentos que, sobre la base de los mercados de capitales, se interponen y reconducen los recursos hacia los prestatarios finales. Este complejo entramado, por algunos denominado «sistema bancario en la sombra», incluye entidades como los bancos de inversión, los fondos monetarios, los SIV (*Structured Investment Vehicles*), los *hedge funds* y las entidades de *private equity*, así como –en una acepción amplia– instrumentos como las titulizaciones o los derivados de crédito. Fueron precisamente estas instituciones quienes protagonizaron el aumento de la presencia de las actividades financieras en el conjunto de la economía, especialmente en Estados Unidos (se estima que en 2007 el volumen de activos manejado por estas entidades superaba al de los bancos comerciales tradicionales).

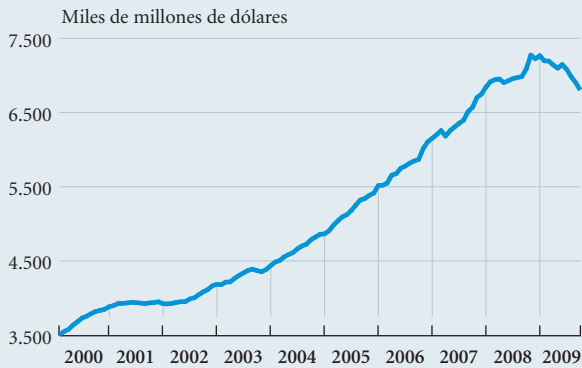
La crisis y sus secuelas han venido a alterar el funcionamiento de estos tres tipos de canales, pero no todos de igual manera. El sistema en la sombra ha sido el gran damnificado. De hecho, la gestación y propagación de las turbulencias se debió en buena medida a las disfunciones y debilidades de instituciones como los bancos de inversión o los instrumentos complejos de financiación estructurada (SIV, CDO). La mayor parte de estos elementos han desaparecido o se han transformado en versiones más sencillas. Otras áreas, como los *hedge funds* y las entidades de *private equity*, han experimentado un importante descenso de volúmenes. La problemática de los mercados de titulización es especialmente destacable, habida cuenta del enorme tamaño que adquirieron en los años previos a la crisis y de sus vínculos con algunas entidades bancarias (las que adoptaron el modelo *originate-and-distribute*). Pues bien, durante los últimos meses las emisiones de titulizaciones han descansado casi exclusivamente en la participación del gobierno (como garante) o de los bancos centrales (como compradores o financiadores), mientras que las emisiones en el mercado abierto han sido muy escasas.

La actividad del sector bancario tradicional, aunque débil, no ha sufrido con tanta intensidad. De hecho, en la fase más aguda de la crisis, parte de la actividad del «sistema en la sombra» se re canalizó hacia el balance de los bancos comerciales. Con posterioridad, y debido a la severidad del deterioro en la economía real y a un lógico proceso de desapalancamiento por parte de bancos y de familias, la evolución de los préstamos viene siendo a la baja. Sin embargo, la magnitud de este descenso, tanto en Estados Unidos como en Europa, no se desvía sustancialmente de las regularidades empíricas observadas en ciclos económicos del pasado. Por su parte, la evolución

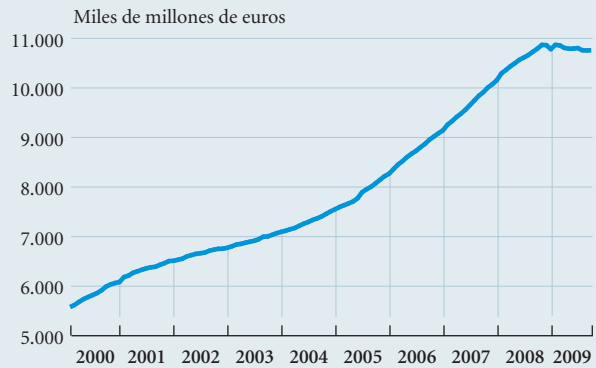


## ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

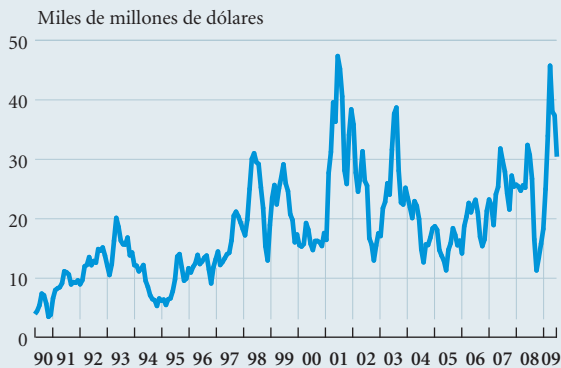
Préstamos bancarios en Estados Unidos



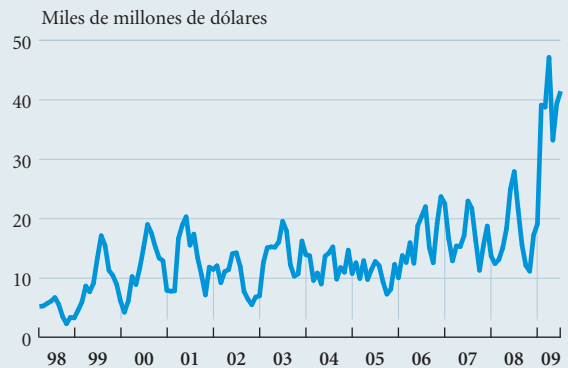
Préstamos bancarios en la eurozona



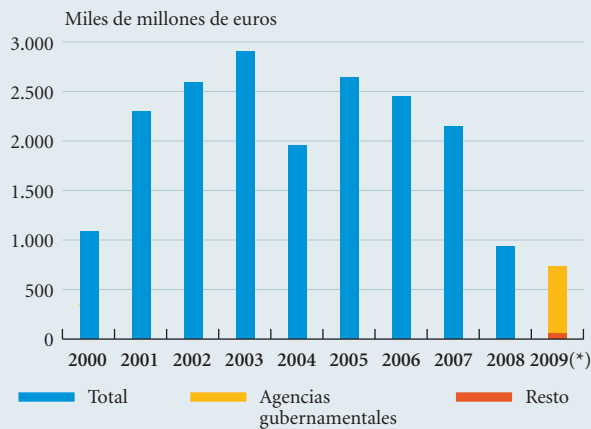
Emisiones de bonos corporativos en Estados Unidos (\*\*)



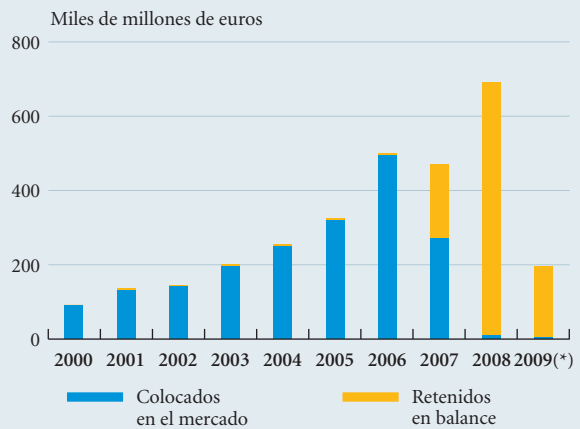
Emisiones de bonos corporativos en Europa (\*\*)



Emisiones de titulaciones en Estados Unidos



Emisiones de titulaciones en Europa



NOTAS: (\*) Hasta junio.

(\*\*) Media móvil trimestral.

FUENTES: Fed, BCE, FMI, SIFMA y ESF.

de los depósitos no ha sufrido apenas tensiones durante estos dos años de crisis, bien es cierto que con la ayuda de la extensión de las garantías públicas.

Por último, la dinámica en los mercados de capitales clásicos ha supuesto un cierto contrapunto. Algunos de estos mercados también se paralizaron durante las semanas críticas posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, pero se recuperaron con prontitud y están viviendo durante este año un verdadero *boom*. En el caso de los mercados de deuda pública, esto es plenamente previsible. Más remarcables resultan los récords históricos en las emisiones de bonos corporativos, primero de las empresas de elevado *rating* y, más recientemente, de las de baja calidad. Sin duda estos mercados se han beneficiado indirectamente de las medidas adoptadas por gobiernos y bancos centrales, pero también ha jugado a su favor un grado de transparencia mayor que en el caso de las titulizaciones, junto con las limitaciones en la capacidad de préstamo de los bancos dada su situación de capital.

En definitiva, la reacción inicial a la crisis está consistiendo en una reducción del tamaño del sector financiero y una reorientación hacia los mercados e instrumentos más sencillos. Conforme la crisis vaya quedando atrás, la continuidad a medio y a largo plazo de estas pautas dependerá de la evolución de algunos factores fundamentales –tecnológicos, macroeconómicos y regulatorios– que en los años previos estuvieron empujando en la dirección de un sistema grande y complejo.

Los cambios en el marco regulador serán particularmente importantes. La idea dominante es que se precisen reformas profundas para mitigar el riesgo sistémico, esto es, el riesgo de que problemas inicialmente localizados en un área, mercado o institución se extiendan al conjunto del sistema. Bajo este prisma, el «sistema en la sombra», hasta ahora escasamente regulado y supervisado, está siendo objeto de un profundo escrutinio (nuevas normas para los *hedge funds*, para los CDS, para las titulizaciones, etc.). El efecto probablemente será el de acotar su desarrollo y su interdependencia con otros ámbitos. Respecto al sector bancario tradicional, las principales propuestas consisten en aumentar los requerimientos de capital y liquidez de las entidades individualizadas, a la vez que se establecen mecanismos para evitar el contagio de problemas entre ellas. Dichos requerimientos serían proporcionalmente mayores para las entidades grandes y las que realizan actividades complejas y de elevado riesgo (titulizaciones, *trading*, etc.). En este caso, los efectos previsibles apuntarían a una simplificación de las actividades, pero agregadamente a una menor disponibilidad y a un mayor coste del crédito. Las reformas propuestas en el ámbito de los mercados de capitales clásicos no parecen tan trascendentes, y básicamente pretenden mejorar la transparencia (por ejemplo, a través de las agencias de *rating*).

En conjunto, de este contenido en las propuestas iniciales de reforma cabría esperar que efectivamente se consolidase la nueva tendencia hacia un sistema más sencillo y acotado. No obstante, el proceso regulador sólo está en su comienzo, y el empuje reformista actual puede frenarse o incluso cambiar de dirección por causas diversas, como por ejemplo una insuficiente coordinación entre las diferentes instancias regulatorias, especialmente a nivel internacional.

*Este recuadro ha sido elaborado por Avelino Hernández  
Departamento de Mercados Financieros, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

## Actividad económica

### La recesión se modera

La caída de la actividad se ha frenado gracias en buena medida a los estímulos monetarios y fiscales decididos por el Banco Central Europeo y el Gobierno, y a la mejora de la coyuntura internacional. De este modo, poco a poco se recupera la confianza, como puede observarse en el gráfico siguiente. No obstante, la marcha económica es endeble y necesita el impulso de los estímulos. Así, los indicadores de confianza se colocan todavía por debajo de los niveles medios históricos.

En este contexto, es interesante observar la situación económica de las empresas, parte fundamental para poder salir de la recesión. En el primer semestre de 2009

de acuerdo con datos de la Central de Balances Trimestral publicada por el Banco de España, el valor añadido de las empresas de la muestra, que se obtiene restando los consumos intermedios al valor de la producción, bajó el 15,7% en términos interanuales, frente a un aumento del 2,1% en la primera mitad de 2008.

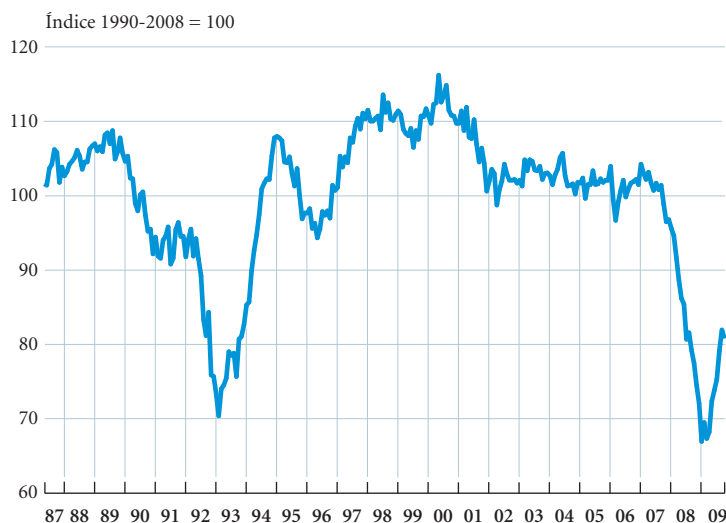
Los gastos de personal disminuyeron el 0,7%. De esta forma, el excedente bruto de explotación se redujo el 27,0% respecto a un año antes y el resultado ordinario neto sufrió un descenso interanual similar del 28,0%. Unos menores resultados atípicos intensificaron la caída del resultado del ejercicio, que fue del 37,4% frente a un alza del 43,6% en el primer semestre de 2008. Sin embargo, este excedente continúa sien-

**Los estímulos económicos contribuyen a frenar la caída de la actividad.**

**Los resultados empresariales se reducen fuertemente.**

### LA CONFIANZA TIENDE A RECUPERARSE

Indicador de sentimiento económico (\*)



NOTA: (\*) Compuesto por los indicadores de confianza industrial, servicios, del consumidor, construcción y del comercio minorista. Corregido de estacionalidad.

FUENTE: Comisión Europea.

## CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual

	2008	Primer semestre	
		2008	2009
Valor de la producción	3,1	8,8	-25,2
Consumos intermedios	6,1	12,2	-30,0
<b>Valor añadido bruto (VAB)</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>-15,7</b>
Gastos de personal	3,5	4,6	-0,7
<b>Resultado económico bruto de explotación</b>	<b>-8,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-27,0</b>
Ingresos financieros	2,2	17,5	-4,4
Gastos financieros	15,8	21,2	-20,6
Amortizaciones y provisiones	-0,1	-2,7	-4,5
<b>Resultado ordinario neto</b>	<b>-17,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-28,0</b>
Resultado por enajenaciones y deterioro	-	-	-51,0
Variaciones del valor razonable y resto de resultados	57,4	84,7	-76,9
Impuestos sobre beneficios	-68,5	2,2	-30,0
<b>Resultado neto</b>	<b>-29,1</b>	<b>43,6</b>	<b>-37,4</b>

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

### Subida de las ventas de automóviles gracias a las ayudas directas.

do notablemente positivo, suponiendo el 34,2% del valor añadido bruto. Por otro lado, tanto la rentabilidad ordinaria del activo neto como de los recursos propios siguieron descendiendo y se colocaron en el 5,6% y en el 7,4%, respectivamente.

Volviendo a la coyuntura, los datos disponibles muestran un menor deterioro del consumo, pero con claroscuros. Los mejores resultados correspondieron a las ventas de automóviles, que en septiembre registraron una subida interanual del 18,0% gracias a las ayudas directas del Plan 2000-E del Gobierno y la mayor parte de las comunidades autónomas. No obstante, el recrudecimiento del paro en septiembre al agotarse los efectos del plan de obras municipales financiado por el Gobierno debió influir negativamente en la confianza de los consumidores, cuyo índice empeoró ligeramente.

En cuanto a la inversión, algunos indicadores como la producción de bienes de equipo y la matriculación de vehículos in-

dustriales apuntaban a una contención del desplome. Con todo, las ventas interiores de equipo y *software* en las grandes empresas seguían presentando un fuerte descenso interanual del 25,0% en los dos primeros meses del tercer trimestre.

Por lo referente a la inversión en la construcción, un indicador adelantado como el consumo aparente de cemento en los últimos meses mostró una moderación de las caídas, pero presentaba un decremento interanual del 23,7% en septiembre. De hecho, el subsector residencial continúa el proceso de ajuste presionado por unas existencias de viviendas todavía en aumento, puesto que las viviendas terminadas superan a las vendidas a pesar de que las compras de casas han alcanzado un cierto soporte en los últimos meses después de la bajada de los tipos de interés y de los precios inmobiliarios.

Desde la óptica de la oferta, los datos de la producción industrial en agosto proporcionaron algunos atisbos de mejora.

### Intensa contracción de la inversión.

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008		2009			Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II				
<b>Consumo</b>										
Producción de bienes de consumo (*)	1,7	-4,7	-4,5	-10,3	-12,6	-9,4	-11,9	-9,3	...	
Importación de bienes de consumo (**)	5,1	-7,7	-4,1	-17,2	-9,4	-14,9	-9,1	2,2	...	
Matriculaciones de automóviles	-1,2	-28,1	-32,5	-46,6	-43,1	-33,7	-10,9	0,0	18,0	
Crédito al consumo de bienes duraderos	10,0	3,6	3,4	-4,2	-11,9	-14,1	-	...	-	
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-13,3	-33,8	-38,0	-45,3	-44,7	-28,0	-20,0	-20,0	-22,0	
<b>Inversión</b>										
Producción de bienes de equipo (*)	4,6	-8,8	-8,0	-20,8	-30,5	-24,7	-26,3	-13,0	...	
Importación de bienes de equipo (**)	9,8	-19,6	-15,9	-28,8	-31,3	-35,1	-37,2	-15,9	...	
Matriculación de vehículos industriales	0,3	-43,6	-50,1	-61,3	-52,4	-51,9	-37,8	-27,0	-22,9	
<b>Comercio exterior (**)</b>										
Importaciones no energéticas	7,3	-4,9	-4,1	-19,0	-26,0	-26,8	-18,9	-11,0	...	
Exportaciones	4,2	1,9	7,8	-8,4	-17,9	-14,7	-9,3	-6,4	...	

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

(\*\*) En volumen.

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

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

No obstante, el mayor descenso interanual del consumo de electricidad en septiembre, 2,8% frente al 0,5% en el mes anterior, y un liviano empeoramiento del índice de confianza del sector secundario al final del tercer trimestre la relativizan.

La cifra de negocios de los servicios cayó el 14,4% interanual en términos homogéneos de días hábiles en agosto, descenso apenas inferior al anotado el mes precedente, si bien era sensiblemente menor al registrado en el primer cuatrimestre. Los subsectores que presentaban mayores retrocesos interanuales eran el comercio, el transporte y los servicios a empresas. La evolución del turismo tampoco fue favorable, afectado igualmente por la crisis internacional. La temporada de verano fue un poco mejor que la primera mitad del año, pero se saldó con un descenso interanual del 7,8% de la entrada de turistas extranjeros en el tercer trimes-

tre, apenas 4 décimas menos que en el trimestre anterior.

La difícil coyuntura económica se traduce en una menor creación de empresas. Así, en agosto se registraron 4.663 sociedades mercantiles, el 18,3% menos que en el mismo mes de 2008. Con todo, este descenso es menor al acumulado en los ocho primeros meses del ejercicio, del 29,2%. En cambio, la disolución de sociedades tiende a aumentar. En agosto se disolvieron 974, un 33,8% más que doce meses antes.

Respecto a las perspectivas, la recesión económica sigue atenuándose, pero no se puede afirmar que el ajuste de los elevados desequilibrios acumulados por la economía española esté terminado. De esta manera, con la ayuda del impulso de la demanda exterior probablemente proseguirá la tendencia a la salida de la recesión, pero de forma muy gradual.

**Aumenta la disolución de empresas.**

**Esperamos una recuperación económica gradual.**

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008		2009		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad (1)	4,4	0,6	1,2	-4,1	-7,0	-6,6	-2,8	-0,5	-2,8
Índice de producción industrial (2)	2,0	-7,3	-6,3	-16,6	-22,6	-18,6	-18,0	-13,1	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-0,3	-18,0	-18,7	-32,7	-36,7	-35,5	-32,0	-27,0	-28,0
Utilización capacidad productiva (4)	81,3	79,5	79,3	76,9	68,8	69,5	-	68,5	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	8,0	-0,7	-2,1	-18,2	-32,9	-31,1	-21,2	-17,2	...
<b>Construcción</b>									
Consumo de cemento	0,2	-23,8	-25,2	-38,1	-46,1	-36,0	-32,3	-21,2	-23,7
Indicador de confianza en la construcción (3)	9,3	-22,6	-23,7	-34,7	-36,7	-35,0	-32,0	-24,0	-23,0
Viviendas (visados obra nueva)	-24,7	-59,4	-62,4	-60,2	-64,1	-62,8	-50,7	...	...
Licitación oficial	-15,0	3,0	6,4	12,4	-5,3	-8,2	3,2	...	...
<b>Servicios</b>									
Ventas comercio minorista (6)	2,3	-6,3	-7,1	-7,7	-6,3	-4,2	-2,8	-3,0	...
Turistas extranjeros	1,1	-2,5	-5,4	-9,0	-16,2	-8,2	-6,1	-8,1	-9,5
Ingresos turismo	3,3	-0,4	0,2	-8,0	-14,3	-8,0	-8,3	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,7	-7,7	-1,7	-23,0	-34,1	-34,9	-43,9	-27,3	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,0	-3,0	-4,8	-12,7	-18,2	-8,7	-4,8	-5,5	-5,2
Consumo de gasóleo automoción	5,1	-3,8	-3,7	-7,7	-10,3	-5,1	-3,7	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

## ¿Centro comercial o comercio en el centro?

El Gran Bazar de Estambul, del siglo xv, acoge 55.000 metros cuadrados de tiendas y cubre más de 58 calles. Hay quien lo considera el primer gran centro comercial de la historia. Sin embargo, la imagen que la concepción actual de centro comercial nos evoca no es la de un zoco mítico en el corazón de la ciudad, sino la de un espacio comercial moderno en los alrededores de la misma. A punto de concluir el plazo de transposición de la Directiva Europea de Servicios, el debate sobre los costes y beneficios de la liberalización del comercio minorista recobra intensidad en España; un debate que tiende a enfrentar esa nueva generación de plazas comerciales al comercio de pequeño formato, más urbano y tradicional.

En una economía de mercado, la regulación, no sólo de la distribución comercial sino de cualquier sector, pretende o bien corregir un fallo del mercado que acarrea una asignación subóptima de los recursos disponibles, o

bien el logro de fines no económicos, generalmente de carácter social o político. Cuando dicha regulación consigue solventar una carencia del mercado, se asignan los recursos de un modo más eficiente. Asimismo, cuando la intervención normativa persigue objetivos no económicos, cierta pérdida de eficiencia se justifica en defensa de otras prioridades de interés general, como la conservación del medio ambiente o del equilibrio urbanístico. En ambos escenarios, la regulación puede mejorar el bienestar en su dimensión más amplia, no exclusivamente económica.

En el ámbito de la distribución comercial, la reglamentación suele plasmarse en barreras técnicas o administrativas ya sea a la entrada de nuevas empresas, mediante autorizaciones de establecimiento previas o moratorias de apertura, o al desempeño de las empresas establecidas, regulando horarios comerciales o periodos de rebajas. En el caso español, un impedimento añadido emana de la complejidad del marco jurídico, resultado de la particular ordenación del territorio y de la distribución de competencias entre Estado, autonomías y consistorios locales. Si bien es cierto que las restricciones a la práctica comercial en España se han ido relajando desde la entrada en vigor de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista en 1996, todavía superan la media de la OCDE (véase gráfico siguiente). En ese sentido, los defensores de la liberalización esperan que la nueva Directiva de Servicios impulse mayores avances y dé paso a una red española de comercio más abierta y flexible.

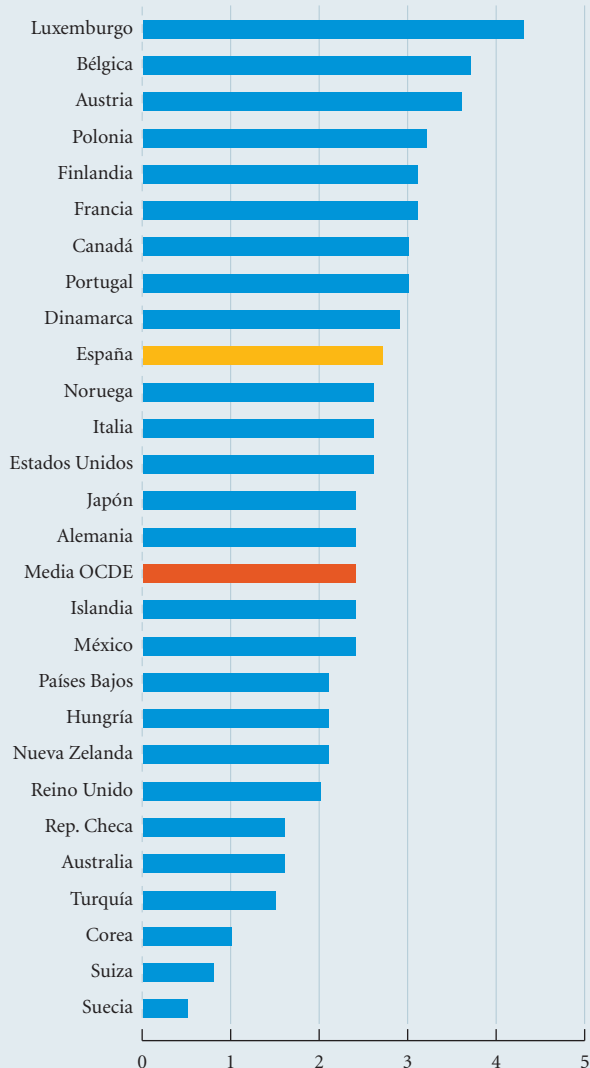
La Directiva de Servicios, o Directiva Bolkestein, pretende eliminar los obstáculos a la libertad de establecimiento, prestación y circulación de servicios dentro de la Unión Europea, así como armonizar la regulación del sector terciario en los distintos estados miembros. Entre las medidas que estipula la directiva en lo referente a distribución comercial, cabe destacar la homogeneización regulatoria entre los distintos territorios y la supresión de cualquier tipo de autorización de establecimiento, a excepción de aquellas que esgriman motivos de interés general no económico y no sean ni discriminatorias ni desproporcionadas respecto al objetivo que persiguen. En cualquier caso, la transposición de la directiva al marco legal de cada país queda en manos de los estados miembros y, en España, se materializará en dos nuevas leyes –la Ley sobre el libre acceso a las actividades de servicios y su ejercicio, o «Ley Paraguas», que establece el marco general de referencia, y la Ley Ómnibus, que adapta diversas leyes a la anterior–. Asimismo, se modificará la normativa específica de cada subsector, incluso el comercio.

El proyecto de reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista fue aprobado por el Consejo de Ministros en agosto y, aunque sigue los criterios generales de la directiva, ha sido objeto de controversia. El origen de la misma radica en su relativa flexibilidad y en el margen de interpretación que dejaría a los gobiernos autonómicos quienes, según lo establecido por la Ley de 1996, tienen la última palabra en términos de comercio en su territorio. Algunos estamentos, incluyendo la Comisión Nacional de Competencia o el Banco de España, han manifestado cierto desasosiego ante el temor de que la nueva legislación no abra las puertas a la competencia tal y como pretende la Comisión Europea, desaprovechando una oportunidad única para progresar en una parcela en la que, según el parecer tanto de dichos estamentos como de la propia Comisión, queda mucho camino por recorrer.

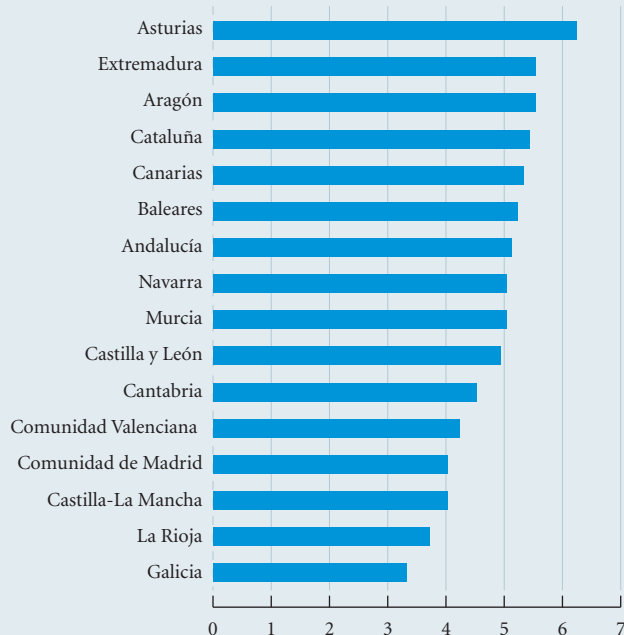
La defensa de la liberalización del comercio parte de distintos argumentos pero el coste de eficiencia y bienestar que una regulación inadecuada impone sobre los agentes económicos es, con toda certeza, su eje cardinal. En el terreno comercial, se estima que una asignación ineficiente de los recursos disponibles, resultante de una excesiva o incorrecta regulación, reduce el nivel de competencia, impide eficiencias asociadas a economías de escala y disuade la innovación. Ello deriva en una menor productividad y en mayores márgenes para las empresas ya establecidas que, a su vez, se traducen en precios más elevados, en una pérdida de poder adquisitivo de los salarios reales y, en última instancia, en un menor bienestar de los consumidores y en menores ingresos de las empresas que ven retraída su entrada al mercado en cuestión. Hay quien halla en tal razonamiento la explicación funda-

## LOS IMPEDIMENTOS REGULATORIOS A LA DISTRIBUCIÓN MINORISTA EN ESPAÑA SUPERAN LA MEDIA DE LA OCDE Y DIFIEREN NOTABLEMENTE ENTRE COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Índice agregado (0-6 de menos a más restrictivo, 2008)



Índice agregado (0-7, de menos a más restrictivo, 2007)



FUENTES: Base de datos PMR (OCDE), Banco de España y elaboración propia.

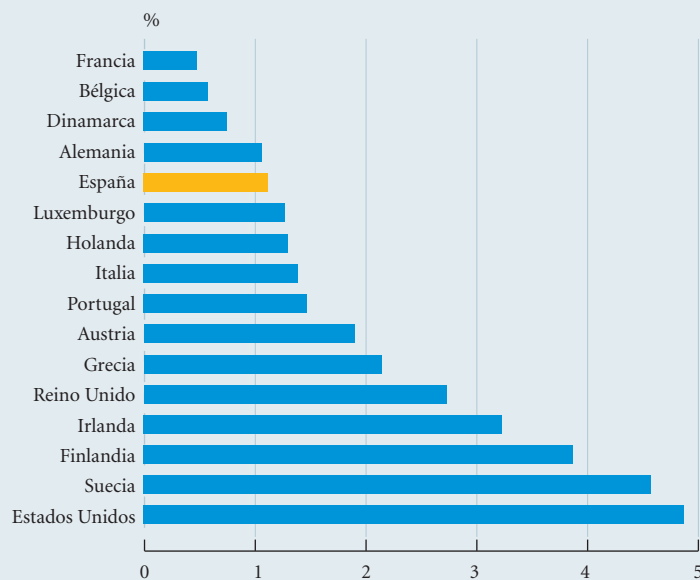
mental al bajo crecimiento de la productividad del comercio minorista en países como Francia o España (véase gráfico siguiente).

Al otro lado del debate, quienes abogan por regular la distribución comercial anteponen, en general, otras dimensiones económicas a la pura eficiencia. Los argumentos más habituales son: criterios urbanísticos en defensa de un modelo de ciudad que incorpore un centro urbano comercial dinámico; la protección del consumidor con escasa movilidad, o la conciliación laboral y familiar de las personas que trabajan en el sector. Este tipo de regulación tiende a favorecer un comercio de pequeño formato, más urbano, en detrimento de las grandes superficies periféricas. La Ley de 1996, por ejemplo, tiene el objetivo explícito de proteger al pequeño comercio de



## LA PRODUCTIVIDAD DEL COMERCIO MINORISTA EN ESPAÑA, ENTRE LAS MÁS REZAGADAS DE LA UNIÓN EUROPEA

Crecimiento de la productividad por hora trabajada (tasa anual promedio 1995-2005)



FUENTES: EUKLEMS marzo (2008) y elaboración propia.

proximidad. Por otra parte, ciertas restricciones al libre comercio se fundamentan en la existencia de fallos de mercado, como externalidades negativas de carácter medioambiental asociadas a determinados formatos comerciales que requieren el uso del automóvil.

Eficiencia aparte, los partidarios de una actividad comercial más flexible también invocan la incorporación de la mujer al mercado laboral cuando se postulan a favor de la liberalización de los horarios comerciales, otro escollo habitual y controvertido del desempeño comercial. Ese cambio estructural en el mercado laboral español moderno implica que muchas familias sólo puedan efectuar sus compras en días festivos o fuera de horarios laborales que, en muchos casos, no coinciden con el horario de apertura de los comercios. Este argumento choca de frente con una de las defensas de la restricción de horarios comerciales: el impacto negativo de la extensión de dichos horarios sobre la conciliación de vida laboral y familiar de los recursos humanos del sector.

En definitiva, la discusión generada a raíz de la propuesta de reforma de la Ley del Comercio evidencia que la histórica controversia en torno a la liberalización de un sector clave para la economía española no amaina. Cabe esperar que la ley definitiva y el dictamen final que de ella haga la Comisión Europea faciliten el progresivo encuentro entre las distintas partes y mejoren el *status quo* de la sociedad en general. Al fin y al cabo, la distribución comercial es un servicio y, como tal, su razón de ser no es otra que la de servir a beneficio de todos los implicados, ya sea en un zoco mítico y urbano, en un centro comercial moderno en el extrarradio o en un pequeño comercio de un clásico o moderno centro urbano.

*Este recuadro ha sido elaborado por Marta Noguer  
Departamento de Economía Internacional, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

## Mercado de trabajo

### El mercado laboral vuelve a acentuar su deterioro

La disminución de la actividad económica continúa afectando desfavorablemente al mercado laboral. En septiembre, el número medio de afiliados en alta a la Seguridad Social fue de 17.935.095. Esta cifra representa 66.216 personas menos que en el mes anterior. De este modo, se interrumpió el freno al deterioro que venía mostrándose en los últimos meses. A este agravamiento contribuyó que se terminaron muchas obras municipales financiadas por el Fondo Estatal de Inversión Local.

En los últimos doce meses el número de afiliados en alta a la Seguridad Social se redujo en 1.085.265 personas, el 5,7%, si

bien esta caída interanual resultó menor que en los meses precedentes. La mayoría de los regímenes perdieron afiliados en este periodo, excepto el especial agrario, que subió el 10,2% y el de empleados del hogar, que aumentó sus efectivos el 1,4%. En conjunto, los asalariados afiliados disminuyeron el 5,8%, mientras que los no asalariados bajaron el 5,2%.

Por sectores, el mayor descenso en el último año correspondió a la construcción, del 21,2%, resultado mayormente del duro ajuste en el segmento residencial. Los afiliados en el sector industrial también bajaron fuertemente, el 11,2%, a consecuencia de la crisis del sector. La afiliación de los servicios disminuyó en menor medida, el 2,9%, mientras que en la agricultura subió el 5,6%.

**Se van agotando los efectos sobre el empleo de las obras municipales del Fondo Estatal de Inversión Local.**

**La construcción anota la mayor caída interanual de la afiliación a la Seguridad Social, del 21,2%.**

### SE INTENSIFICA LA CAÍDA DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación intermensual anualizada del número total de afiliados en alta a la Seguridad Social (\*)



NOTA: (\*) Serie de ciclo-tendencia de los valores medios mensuales.

FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y elaboración propia.

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008		2009		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
<b>Afiliados a la Seguridad Social (1)</b>									
Sector de actividad									
<i>Industria</i>	2,4	-2,1	-2,4	-5,6	-9,3	-11,5	-11,8	-11,5	-11,2
<i>Construcción</i>	3,6	-10,3	-12,4	-19,5	-25,2	-25,4	-23,0	-21,7	-21,2
<i>Servicios</i>	3,5	1,7	1,6	-0,2	-2,1	-3,1	-3,2	-2,9	-2,9
Situación profesional									
<i>Asalariados</i>	3,1	-0,7	-1,1	-3,7	-6,3	-7,0	-6,6	-6,1	-5,8
<i>No asalariados</i>	2,8	0,4	-0,1	-1,9	-3,9	-5,0	-5,3	-5,3	-5,2
<b>Total</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,4</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,7</b>
<b>Población ocupada (2)</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,4</b>	<b>-7,2</b>	-	-	-
<b>Puestos de trabajo (3)</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-6,3</b>	<b>-7,1</b>	-	-	-
<b>Contratos registrados (4)</b>									
Indefinidos	2,0	-14,3	-13,8	-26,0	-35,4	-35,3	-30,7	-29,6	-26,0
Temporales	0,3	-10,4	-9,4	-17,9	-23,9	-17,8	-11,9	-8,0	-7,7
<b>Total</b>	<b>0,5</b>	<b>-10,9</b>	<b>-9,9</b>	<b>-18,9</b>	<b>-25,4</b>	<b>-19,9</b>	<b>-13,7</b>	<b>-10,0</b>	<b>-9,8</b>

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

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

Por sexos, el descenso de la afiliación fue mayor en los hombres que en las mujeres, debido a que éstas predominan en los servicios, el gran sector que menos ha reducido la afiliación. Así, mientras los afiliados masculinos bajaban el 7,7%, las féminas disminuían el 3,1%. De esta forma, la proporción de las afiliadas se colocó en el 44,1%, casi igualando la cota máxima alcanzada en el pasado mes de mayo.

Por nacionalidades, el retroceso de la afiliación desde septiembre de 2008 fue mayor entre la población extranjera, sobre-representada en la construcción, que cayó el 8,6%. Por su parte, los afiliados españoles disminuyeron el 5,3%.

La pérdida de dinamismo del mercado de trabajo se refleja también en el descenso de la contratación. En efecto, en septiembre se registraron 1.354.836 contratos,

con un descenso interanual del 9,8%. La mayor caída de la contratación recayó en los indefinidos, que al situarse en 128.374 anotaron un retroceso anual del 26,0%. Los contratos de carácter temporal se cifraron en 1.226.462, con una bajada del 7,7%. Con todo, estos decrementos interanuales fueron un poco inferiores a los de los meses anteriores.

### El paro registrado confirma su orientación al alza

Lógicamente, la acentuación de la destrucción de empleo se tradujo en un aumento del paro. Así, al final del tercer trimestre se contabilizaban 3.709.447 parados registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal, 80.367 más que en agosto, anotando el segundo aumento mensual consecutivo. Esta cifra suponía

### Notable descenso de los contratos indefinidos.

### El paro registrado sube un 41% en un año.

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Septiembre 2009

	Parados	Variación sobre diciembre 2008		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	95.378	19.367	25,5	31.038	48,2	2,6
Industria	488.280	74.855	18,1	147.622	43,3	13,2
Construcción	708.078	50.642	7,7	208.807	41,8	19,1
Servicios	2.140.158	349.883	19,5	610.060	39,9	57,7
Primer empleo	277.553	85.737	44,7	86.552	45,3	7,5
<b>Por sexos</b>						
Hombres	1.851.361	274.894	17,4	632.629	51,9	49,9
Mujeres	1.858.086	305.590	19,7	451.450	32,1	50,1
<b>Por edades</b>						
Menores de 25 años	444.606	59.476	15,4	124.963	39,1	12,0
Resto de edades	3.264.841	521.008	19,0	959.116	41,6	88,0
<b>TOTAL</b>	<b>3.709.447</b>	<b>580.484</b>	<b>18,6</b>	<b>1.084.079</b>	<b>41,3</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

### Fuerte elevación de las prestaciones por desempleo.

un ascenso interanual del 41,3%, tasa un poco inferior a la de los meses anteriores.

Más del 80% del incremento mensual del paro registrado se concentró en el sector servicios, relacionado en parte con el final de la temporada turística. También fue notable el incremento en 17.448 personas en busca de su primer empleo. Los nuevos efectivos laborales son habituales tras el periodo vacacional y la terminación de los estudios. No obstante, en términos desestacionalizados se aprecia una aceleración del desempleo en los últimos meses.

La fuerte escalada del paro con el advenimiento de la crisis económica, que ha supuesto un ascenso de casi 1,7 millones de desempleados en los últimos dos años, ha comportado una fuerte elevación de las prestaciones por desempleo. El total de beneficiarios ascendía al final de agosto a 2.708.204 personas, con un crecimiento del 46,1% con relación al mismo mes del

año anterior. El total gastado en el mes de agosto se cifró en 2.608 millones de euros, con un alza del 45,5% sobre doce meses antes.

La tasa de cobertura, definida como el cociente entre el número total de beneficiarios de prestaciones y la suma del paro registrado con experiencia laboral más los receptores del subsidio de eventuales agrarios, se situó en el 76,65% en agosto. Por otra parte, al final de septiembre 52.252 personas ya habían presentado solicitudes para el programa temporal de protección por desempleo e inserción para cobrar la ayuda de 422 euros al mes.

Las perspectivas del paro para los próximos meses no son halagüeñas. Hasta que la economía no vuelva a registrar crecimientos significativos no es previsible que aumente la ocupación, por lo que el descenso del paro se hará esperar algunos trimestres.

### Más de 50.000 solicitudes para acogerse al programa de protección por desempleo e inserción.

## Precios

### Recaída de los precios

El índice de precios de consumo (IPC) anotó un descenso interanual del 1,0% en septiembre, 2 décimas más que en el mes anterior. No obstante, esta caída fue 3 décimas menor a la registrada en julio, la mayor de las últimas décadas.

La intensificación de la disminución de los precios en septiembre es atribuible al núcleo más estable de los precios, que constituye el denominado índice subyacente. Éste experimentó una reducción mayor de lo esperado y su tasa interanual de variación bajó 3 décimas, hasta el 0,1%, el menor nivel de las últimas décadas. Este

movimiento refleja fuertes presiones bajistas sobre los precios. En efecto, aunque también traduce la pasada bajada de los precios de las materias primas, muchas empresas efectúan recortes en los precios para impulsar las ventas para incentivar un consumo debilitado.

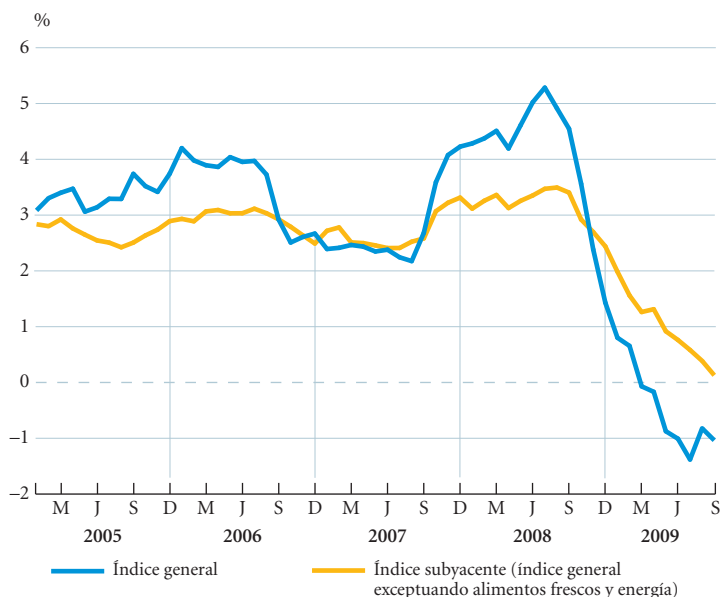
El principal impulso bajista sobre los precios en septiembre provino de los bienes industriales no energéticos, que aportaron casi una décima al descenso de la tasa interanual del IPC. Estos precios bajaron el 2,1% en los doce últimos meses hasta septiembre, 3 décimas más que en el mes precedente, y marcaron igualmente la mayor caída de las últimas décadas. Tanto

**El IPC cae el 1,0% en los últimos doce meses.**

**La inflación subyacente descende en 3 décimas, hasta el 0,1%, debido a las presiones bajistas de fondo.**

### LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE APROXIMA AL 0%

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2008			2009		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2007	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2008	% variación anual
Enero	-0,6	-0,6	4,3	-1,2	-1,2	0,8
Febrero	0,2	-0,5	4,4	0,0	-1,2	0,7
Marzo	0,9	0,4	4,5	0,2	-1,1	-0,1
Abril	1,1	1,5	4,2	1,0	-0,1	-0,2
Mayo	0,7	2,2	4,6	0,0	-0,1	-0,9
Junio	0,6	2,8	5,0	0,4	0,3	-1,0
Julio	-0,5	2,3	5,3	-0,9	-0,5	-1,4
Agosto	-0,2	2,1	4,9	0,3	-0,2	-0,8
Septiembre	0,0	2,0	4,5	-0,2	-0,4	-1,0
Octubre	0,3	2,4	3,6			
Noviembre	-0,4	2,0	2,4			
Diciembre	-0,5	1,4	1,4			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## LOS PRECIOS DE LOS BIENES INDUSTRIALES CAEN MÁS DEL 2% EN LOS ÚLTIMOS DOCE MESES

Variación interanual del índice de precios de los bienes industriales sin productos energéticos



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### Bajan los precios de los artículos de origen industrial...

la debilidad de la demanda como las presiones de los mercados internacionales contribuyeron a esta evolución. En septiembre destaca en particular el decremento anual del precio de los automóviles hasta el 7,0%.

La contracción del consumo también está repercutiendo sobre los servicios, a pesar de estar más resguardados de la competencia exterior. Así, los precios de éstos continuaron ralentizándose hasta marcar una variación anual del 1,8%, 2 décimas

menos que en agosto. Casi la mitad del descenso se explica por la desaceleración de los precios de los hoteles, cafés y restaurantes hasta el 1,3%.

Los alimentos elaborados aportaron un descenso de media décima en la tasa de variación interanual del IPC. Tanto el agua mineral y los refrescos como algunos productos lácteos contribuyeron a la bajada, si bien el conjunto de los alimentos elaborados presentaba un aumento interanual del 0,5%.

Por el contrario, los alimentos no elaborados tuvieron un efecto prácticamente neutro sobre la variación de la tasa interanual del IPC en septiembre al mantenerse la caída interanual de sus precios en el 2,5%. El otro componente más volátil de los precios, los productos energéticos, tuvo un efecto positivo muy liviano sobre la tasa de variación del IPC al moderarse muy levemente su bajada interanual.

El IPC armonizado con la Unión Europea también bajó el 1,0% en el último año. De

**...y se desaceleran los servicios.**

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Septiembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,0	0,2	0,0	2,3	-2,5	6,1	-2,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	126,0	0,1	0,0	3,7	12,7	4,2	13,0
Vestido y calzado	95,5	3,6	3,6	-9,8	-12,3	0,5	-2,2
Vivienda	111,9	0,0	-0,1	6,5	0,2	7,9	-0,3
Menaje	106,7	0,4	0,2	1,6	0,1	2,6	1,2
Medicina	97,4	0,1	0,1	0,1	-1,4	0,6	-1,2
Transporte	102,7	-1,1	-1,5	4,5	3,2	7,2	-6,8
Comunicaciones	99,4	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,1	-0,8
Ocio y cultura	98,6	-1,7	-1,8	0,4	-1,1	0,2	-1,2
Enseñanza	112,5	1,2	0,7	1,6	0,9	4,4	3,2
Hoteles, cafés y restaurantes	112,4	-0,9	-1,2	4,5	1,7	4,8	1,3
Otros	109,5	0,3	0,1	3,2	1,8	3,6	2,1
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	111,6	0,2	-0,2	3,0	0,5	6,9	0,5
Alimentos sin elaboración	107,1	0,4	0,3	1,3	-2,8	3,9	-2,5
Conjunto no alimentario	105,3	-0,1	-0,3	1,9	-0,4	4,1	-1,2
Bienes industriales	100,1	0,3	0,1	0,3	-2,3	4,1	-4,0
<i>Productos energéticos</i>	<i>105,8</i>	<i>-1,8</i>	<i>-1,7</i>	<i>9,5</i>	<i>6,1</i>	<i>14,8</i>	<i>-10,2</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>100,6</i>	<i>-2,4</i>	<i>-2,3</i>	<i>9,3</i>	<i>6,0</i>	<i>16,2</i>	<i>-15,5</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>97,8</i>	<i>1,1</i>	<i>0,8</i>	<i>-2,8</i>	<i>-5,2</i>	<i>0,5</i>	<i>-2,1</i>
Servicios	110,8	-0,5	-0,7	3,6	1,6	4,1	1,8
Índice subyacente (**)	106,2	0,2	-0,1	1,2	-1,1	3,4	0,1
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>106,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>4,5</b>	<b>-1,0</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## La inflación general volverá a ser positiva al final del ejercicio.

esta forma, el diferencial con la eurozona permaneció en 0,6 puntos, 3 décimas menos que el récord del mes de mayo.

La persistencia de las presiones a la baja sobre los precios apunta a la continuación del descenso de la inflación subyacente, que podría llegar a situarse bajo cero. No obstante, dada la previsible evolución del precio del crudo, lo más probable es que en los próximos meses se reemprenda el giro de los precios y al final del ejercicio se vuelva a registrar una tasa de inflación interanual positiva.

### Se modera el descenso de los precios industriales

Los precios industriales anotaron un descenso interanual del 5,5% en agosto. Esta tasa supone una inflexión después del mínimo de las últimas décadas del 6,7% re-

gistrado en julio de 2009. Esta evolución se explica mayormente por la evolución de los precios de las materias primas y especialmente del petróleo, que marcó un máximo histórico en julio de 2008. La mayoría de los componentes de los precios industriales moderaron su descenso, excepto los bienes de equipo, que siguieron decelerándose hasta una tasa de variación interanual del 0,3%.

Similarmente, los precios de importación flexionaron en agosto y su descenso interanual se redujo en 1,5 puntos, hasta el 9,8%. Por su parte, los precios agrarios en origen intensificaron su caída en julio hasta un descenso interanual del 17,9%. Esto se debió sobre todo a los productos agrícolas, que mostraban una caída del 26,9%. En cambio, los precios del ganado de abasto repuntaron hasta el 1,1% interanual.

## Los precios agrarios en origen intensifican su caída en julio.

### 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>2008</b>												
Julio	12,6	10,2	5,1	2,5	7,3	27,4	10,4	0,5	-0,2	3,7	-	
Agosto	6,0	9,2	4,8	2,5	7,6	23,2	9,6	1,3	0,3	5,0	2,6	
Septiembre	-0,8	8,3	4,1	2,4	7,1	19,9	8,5	1,9	0,6	5,9	-	
Octubre	-7,6	6,1	2,8	2,4	5,3	14,9	5,2	3,2	1,3	5,1	-	
Noviembre	-10,5	2,9	2,2	2,3	2,9	4,3	0,9	4,3	1,9	5,0	1,7	
Diciembre	-10,3	0,4	1,6	2,3	1,0	-3,4	-3,9	2,6	1,6	2,0	-	
<b>2009</b>												
Enero	-7,2	-0,5	0,9	1,9	-1,6	-2,2	-4,9	2,8	2,0	0,4	-	
Febrero	-5,4	-1,1	0,4	1,6	-3,2	-1,9	-5,6	3,0	2,6	-1,2	1,3	
Marzo	-7,1	-2,5	-0,4	1,3	-4,3	-5,0	-6,9	2,6	3,1	-2,7	-	
Abril	-7,7	-3,4	-0,8	1,2	-5,5	-6,8	-7,4	2,5	3,1	-3,7	-	
Mayo	-14,3	-4,4	-1,1	1,1	-6,3	-9,8	-9,9	1,8	2,5	-5,4	0,1	
Junio	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,8	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-	
Julio	-17,9	-6,7	-1,2	0,5	-7,7	-16,0	-11,3	2,0	2,3	-7,0	-	
Agosto	...	-5,5	-0,9	0,3	-7,7	-11,6	-9,8	0,9	2,0	-7,4	...	

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

(\*\*) Excepto energía.

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



## Sector exterior

### El déficit comercial sigue descendiendo

El déficit comercial español del mes de agosto se contrajo un 40,5% respecto al de agosto de 2008, alcanzando los 4.523 millones de euros. Esta caída fue ligeramente más moderada que las registradas durante los meses anteriores y, con este, ya son catorce meses consecutivos acumulando reducciones. Como consecuencia, el déficit acumulado en los ocho primeros meses del año se redujo en un 52,4% respecto al del mismo periodo del año anterior.

Como en los meses anteriores, esta contracción del déficit se produjo en un contexto de reducción de los flujos comerciales. No obstante, la caída de las importaciones acumulada en los ocho pri-

meros meses de 2009 en un 31,1% respecto al mismo periodo de 2008 ha sido superior a la de las exportaciones (19,8% en el mismo periodo). Ello ha permitido la mejora del saldo comercial y ha elevado la cobertura de las exportaciones sobre las importaciones hasta el 76,1% en este periodo, más de diez puntos porcentuales superior a la del año pasado.

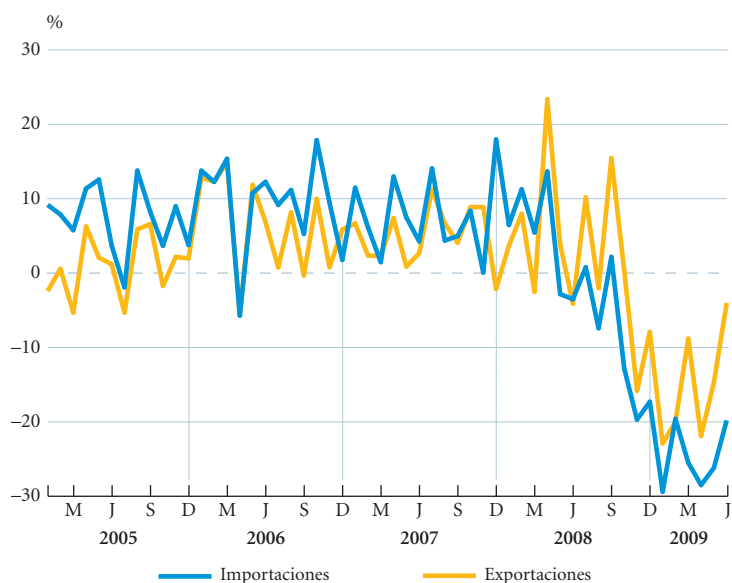
El análisis más detallado de estas series muestra que, en el mes de agosto, la reducción del valor de los flujos comerciales vino explicada en gran medida por la caída de los precios, especialmente de los bienes energéticos y alimentarios. Es por ello que los datos reales mostraron en los últimos meses una rápida desaceleración de la caída del volumen de exportaciones e importaciones. Así, como se observa en el

**El déficit comercial de los ocho primeros meses del año se reduce un 52,4% interanual.**

**El volumen de los flujos comerciales empieza a estabilizarse.**

### EL VOLUMEN DE COMERCIO EXTERIOR EMPIEZA A ESTABILIZARSE

Variación interanual de los datos reales mensuales



FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y elaboración propia.

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-agosto 2009

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	22.318	-44,8	16,7	4.388	-44,0	4,3	-17.930	19,7
Bienes de consumo	41.963	-10,2	31,4	40.982	-8,1	40,3	-981	97,7
<i>Alimenticios</i>	9.440	-9,0	7,1	14.190	-4,0	13,9	4.749	150,3
<i>No alimenticios</i>	32.523	-10,6	24,3	26.792	-10,1	26,3	-5.731	82,4
Bienes de capital	10.634	-34,3	8,0	8.506	-22,9	8,4	-2.128	80,0
Bienes intermedios no energéticos	58.735	-35,1	43,9	47.860	-24,5	47,0	-10.875	81,5
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	77.623	-26,5	58,1	70.131	-20,2	68,9	-7.491	90,3
<i>Zona del euro</i>	64.562	-27,2	48,3	57.725	-18,0	56,7	-6.837	89,4
Otros países	56.027	-36,5	41,9	31.604	-18,8	31,1	-24.423	56,4
<i>Rusia</i>	2.870	-51,7	2,1	946	-50,2	0,9	-1.924	33,0
<i>EEUU</i>	5.711	-25,8	4,3	3.986	-21,2	3,9	-1.725	69,8
<i>Japón</i>	1.948	-46,2	1,5	762	-21,4	0,7	-1.186	39,1
<i>América Latina</i>	6.914	-35,3	5,2	5.037	-17,8	5,0	-1.878	72,8
<i>OPEP</i>	11.024	-41,8	8,2	4.311	0,3	4,2	-6.713	39,1
<i>Resto</i>	27.560	-33,4	20,6	16.563	-19,4	16,3	-10.997	60,1
<b>TOTAL</b>	<b>133.650</b>	<b>-31,1</b>	<b>100,0</b>	<b>101.736</b>	<b>-19,8</b>	<b>100,0</b>	<b>-31.914</b>	<b>76,1</b>

FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y elaboración propia.

### Se prevé un menor ritmo de contracción del déficit en los próximos meses.

gráfico anterior, la caída real de las exportaciones en el mes de agosto fue del 6,4% interanual, 10,5 puntos porcentuales menor a la variación nominal. De forma similar, la caída interanual de las importaciones reales en el mismo mes fue del 11,4%.

A pesar de que esta caída de los flujos comerciales ha sido generalizada tanto en lo que respecta al ámbito sectorial como al geográfico, se puede observar que en el mes de agosto las exportaciones de automóviles aumentaron un 18,8% respecto al mismo mes del año anterior. Sin duda, esta cifra fue resultado de los distintos planes de ayudas a la compra de automóviles de los principales países europeos. Análogamente, las importaciones de componentes de automóviles repuntaron en el mismo periodo, con un crecimiento del 6,1%.

Además, la recuperación económica de Francia y Alemania ha repercutido en un aumento de la demanda exterior por parte de estos países. Se espera que esta tendencia se mantenga a corto plazo. Sin embargo, la finalización de los estímulos fiscales por parte de los gobiernos y la tendencia mostrada por las importaciones reales permite prever que en los próximos meses siga moderándose el ritmo de contracción del déficit.

### Balanza de pagos: la necesidad de financiación sigue ajustándose

Las mejoras de los saldos de la balanza comercial y de la balanza de rentas en el mes de julio provocaron que el déficit de la balanza por cuenta corriente en ese mes re-

### El déficit por cuenta corriente continúa disminuyendo en julio...

gistrara una reducción del 73,6% respecto al mismo mes de 2008, situándose en los 2.046 millones de euros. Solamente la balanza de servicios entorpeció esta tendencia al registrar, por tercer mes consecutivo, una contracción de su superávit, fruto de los menores ingresos provenientes del turismo.

Esta nueva disminución del saldo corriente en julio mantuvo la tendencia del saldo acumulado en los últimos doce meses, con una caída del 34,6% respecto al mismo periodo del año anterior. El menor déficit corriente compensó con creces la reducción del superávit de la cuenta de capital y situó la necesidad de financiación acumulada durante los últimos doce meses en 69.076 millones de euros,

unos niveles similares a los de junio de 2006. Además, los nuevos datos de comercio exterior del mes de agosto permiten prever el mantenimiento de esta tendencia, ajustando el desequilibrio exterior español, aunque cada vez con una intensidad menor.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, esta disminución de la necesidad de financiación se tradujo en una reducción de las entradas de capital extranjero en lo que va de año. La partida más afectada fue la inversión a corto plazo, que aunque continuó siendo la principal fuente de captación de fondos en este periodo, vio como las inversiones en cartera se convertían en la principal vía de entrada neta de financiación en julio.

**...reduciendo la necesidad de financiación a niveles de 2006.**

**La financiación a corto plazo sigue perdiendo peso.**

## BALANZA DE PAGOS

Julio 2009

	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	-24.622	-55,7	-56.754	39.870	-41,3
Servicios					
<i>Turismo</i>	14.534	-7,8	26.832	-1.441	-5,1
<i>Otros servicios</i>	-406	-63,4	-1.100	1.640	-59,8
Total	14.129	-3,6	25.732	199	0,8
Rentas	-18.670	0,1	-33.796	-1.893	5,9
Transferencias	-5.631	-17,2	-8.066	368	-4,4
<b>Total</b>	<b>-34.795</b>	<b>-47,5</b>	<b>-72.884</b>	<b>38.543</b>	<b>-34,6</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>2.343</b>	<b>-42,0</b>	<b>3.808</b>	<b>-2.795</b>	<b>-42,3</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-3.439	-	-17.504	-5.225	42,6
Inversiones de cartera	9.455	35,0	6.212	5.626	-
Otras inversiones	16.833	-43,6	55.445	-6.845	-11,0
<b>Total</b>	<b>22.849</b>	<b>-48,1</b>	<b>44.153</b>	<b>-6.445</b>	<b>-12,7</b>
Errores y omisiones	756	-	4.754	5.167	-
Variación de activos del Banco de España	8.847	-53,0	20.169	-34.471	-63,1

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.

## Sector público

### Los Presupuestos Generales del Estado para 2010

Los presupuestos para 2010 tienen como principales objetivos el reequilibrio de las finanzas públicas y paliar los efectos de la crisis económica.

El gasto consolidado previsto sube ligeramente más que el presupuesto inicial de 2009.

El Gobierno ha presentado para su discusión y aprobación el proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para el año 2010 en medio de la peor recesión económica de las últimas décadas. Estos presupuestos se han elaborado con el objetivo de reequilibrar las finanzas públicas por los compromisos a que obliga el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea, así como paliar los efectos de la crisis económica y también reorientar el modelo de crecimiento. De este modo, después de un déficit público previsto del 9,5% del producto interior bruto

(PIB) en 2009 para el conjunto de las administraciones públicas, se proyecta un déficit público del 8,1% del PIB en 2010.

El proyecto de PGE-2010 fue elaborado en función de un cuadro macroeconómico que prevé una caída del PIB del 3,6% en 2009 y del 0,3% en 2010. Cabe señalar que este último descenso es ligeramente menor que el previsto por el consenso de los analistas.

El gasto consolidado previsto por el proyecto de PGE-2010 para el sector público estatal no empresarial es de 350.657 millones de euros, incluyendo los activos financieros. Esta cifra representa el 33,4%

#### PRESUPUESTOS CONSOLIDADOS DEL ESTADO, ORGANISMOS AUTÓNOMOS Y SEGURIDAD SOCIAL, Y OTROS ORGANISMOS PARA 2010

Millones de euros

GASTOS	Estado	Organismos autónomos	Seguridad Social	Otros organismos	Total consolidado	% variación sobre presupuesto inicial
<b>Operaciones corrientes</b>						
Gastos de personal	27.572	2.088	2.483	1.675	33.817	2,3
Bienes corrientes y servicios	3.515	2.308	2.033	687	8.543	0,1
Gastos financieros	23.224	24	19	0	23.267	33,2
Transferencias corrientes	103.025	48.161	111.556	767	233.377	7,4
<b>Total</b>	<b>157.336</b>	<b>52.581</b>	<b>116.090</b>	<b>3.129</b>	<b>299.005</b>	<b>8,2</b>
<b>Operaciones de capital</b>						
Fondo de contingencia	4.215				4.215	29,6
Inversiones reales	9.429	1.863	513	478	12.283	-10,2
Transferencias de capital	14.268	2.433	3	108	14.968	35,2
<b>Total</b>	<b>23.697</b>	<b>4.296</b>	<b>516</b>	<b>586</b>	<b>27.251</b>	<b>10,1</b>
<b>Total operaciones no financieras</b>	<b>185.249</b>	<b>56.877</b>	<b>116.607</b>	<b>3.715</b>	<b>330.471</b>	<b>8,6</b>
Activos financieros	15.746	456	3.980	3	20.186	-55,9
Pasivos financieros	35.409	294	0	0	35.704	4,1
<b>Total operaciones financieras</b>	<b>51.155</b>	<b>751</b>	<b>3.981</b>	<b>3</b>	<b>55.890</b>	<b>-30,2</b>
<b>TOTAL</b>	<b>236.404</b>	<b>57.627</b>	<b>120.587</b>	<b>3.718</b>	<b>386.361</b>	<b>0,5</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

del PIB previsto, una décima más que en 2009. Esta cantidad supone el 0,1% más que el presupuesto inicial de 2009 y 0,4 puntos más que el crecimiento nominal previsto para la economía. Este gasto consolidado excluye la variación de pasivos financieros, y tampoco incluye el que efectúan las administraciones territoriales (comunidades autónomas y locales) ni las actuaciones del sector público empresarial y fundacional u otros entes públicos.

Los gastos consolidados corrientes no financieros aumentan el 8,2% respecto al presupuesto inicial de 2009. La partida que sube más son los gastos financieros, que aumentan el 33,2%, hasta 23.267 millones de euros, el 2,2% del PIB, a pesar de unos tipos de interés muy bajos, debido a la gran expansión de la deuda pública. El mayor epígrafe, las transferencias corrientes, se incrementa el 7,4%. Los gastos de personal ascienden al 2,3%. Esta

subida se explica sobre todo por un incremento de los efectivos y por la mejora de los recursos en la administración de justicia y seguridad ciudadana, ya que el incremento retributivo se fija en el 0,3%. Además, se congelan las remuneraciones de los altos cargos del Gobierno y de otras instituciones del Estado por segundo año consecutivo.

Por su parte, los gastos de capital consolidados crecen el 10,1%. Las inversiones reales disminuyen el 10,2%, si bien las transferencias de capital se elevan el 35,2%.

Desde otro punto de vista, por políticas de gasto, se observa la prioridad fijada por el Gobierno del gasto social. Efectivamente, el conjunto del gasto social aumenta un 3,8%, no sólo por encima del PIB nominal, sino del conjunto del gasto consolidado. De este modo, su peso sobre el total sube 1,8 puntos, hasta el 51,6%.

**Los gastos financieros se elevan al 33%, hasta el 2,2% del producto interior bruto.**

**El gasto social asciende hasta el 51,6% del gasto consolidado total.**

## PRESUPUESTOS CONSOLIDADOS DEL ESTADO, ORGANISMOS AUTÓNOMOS Y SEGURIDAD SOCIAL, Y OTROS ORGANISMOS PARA 2010

Millones de euros

INGRESOS	Estado	Organismos autónomos	Seguridad Social	Otros organismos	Total consolidado	% variación sobre presupuesto inicial
<b>Operaciones corrientes</b>						
Impuestos directos y cotizaciones sociales	66.813	24.255	107.377		198.445	-8,2
Impuestos indirectos	40.736				40.736	-18,9
Tasas y otros ingresos	3.147	1.548	1.237	237	6.169	-6,1
Transferencias corrientes	5.492	25.597	8.356	2.708	12.020	-1,5
Ingresos patrimoniales	3.445	785	2.464	33	6.726	0,1
<b>Total</b>	<b>119.634</b>	<b>52.185</b>	<b>119.433</b>	<b>2.977</b>	<b>264.097</b>	<b>-9,5</b>
<b>Operaciones de capital</b>						
Enajenación de inversiones reales	107	221	7	0	335	-8,8
Transferencias de capital	1.886	3.224	46	421	3.733	38,9
<b>Total</b>	<b>1.993</b>	<b>3.445</b>	<b>54</b>	<b>421</b>	<b>4.068</b>	<b>33,2</b>
<b>Total operaciones no financieras</b>	<b>121.627</b>	<b>55.630</b>	<b>119.486</b>	<b>3.398</b>	<b>268.165</b>	<b>-9,1</b>
Activos financieros	3.192	1.653	1.095	319	6.259	-3,7
<b>Total operaciones financieras</b>	<b>3.192</b>	<b>1.653</b>	<b>1.095</b>	<b>319</b>	<b>6.259</b>	<b>-3,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>124.819</b>	<b>57.283</b>	<b>120.581</b>	<b>3.717</b>	<b>274.424</b>	<b>-9,0</b>
<i>Necesidad de endeudamiento bruto</i>	<i>-111.585</i>	<i>-344</i>	<i>-6</i>	<i>-1</i>	<i>-111.937</i>	<i>78,3</i>

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

**Aumenta el gasto en pensiones y el gasto por desempleo sube casi un 60%.**

La principal partida dentro del gasto social son las pensiones, que representan el 30,9% del presupuesto consolidado y que crecen el 2,1%. El gasto en pensiones asciende hasta el 10,3% del PIB. El aumento de esta partida refleja una revalorización de las pensiones en un 1,0%, un aumento del número de pensionistas contributivos del 1,8% y una mejora de las pensiones mínimas, entre otros efectos. El otro gran epígrafe del gasto social, el desempleo, experimenta un alza del 57,9%, debido a la escalada del número de parados. Esta partida incluye la ayuda extraordinaria por desempleo de 420 euros mensuales a trabajadores que han agotado las prestaciones y subsidios previos.

La inversión pública en infraestructuras se considera prioritaria para dinamizar la economía, aumentar la productividad, el funcionamiento eficaz del mercado de bienes y servicios y facilitar el desarrollo de las zonas más desfavorecidas. El gasto en infraestructuras totaliza 14.070 millones de euros en el presupuesto consolidado, con un aumento del 6,8%. Esta cifra representa el 4,0% del total y el 1,3% del PIB. En 2010 se continúa con el desarrollo y la aplicación de los planes de actuación a medio y largo plazo elaborados, básicamente el Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte y el Plan Hidrológico Nacional.

Tanto la investigación, desarrollo e innovación civil como la militar sufren recortes, si bien esta última en mayor medida. En conjunto, la I+D+i baja el 5,5%, hasta 9.129 millones de euros, el 2,6% del total. Esta cantidad representa el 0,87% del PIB, que no sólo se coloca sensiblemente por debajo del nivel de inversión de los países más avanzados, sino que incluso es inferior en media décima a la de 2009.

En el otro lado del balance presupuestario se prevé que los ingresos consolidados se reduzcan el 9,0% respecto al presupuesto inicial, hasta 274.424 millones de euros,

el 26,1% del PIB. Sin embargo, la recaudación total de la principal figura impositiva, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), se prevé que se eleve el 7,2% en relación con el avance de liquidación de 2009 a causa de diversas medidas normativas. Este incremento se debe mayormente a la eliminación de la deducción de 400 euros (cabe señalar que en la tramitación parlamentaria se ha propuesto mantener en parte esta deducción), que supondrá un alza en la recaudación estimada en 4.100 millones de euros, a la subida del tipo de gravamen de las rentas del ahorro, del 18% al 19% para los primeros 6.000 euros y el resto al 21%, y también al efecto en la cuota diferencial del anticipo a 2009 de parte de la deducción por inversión en vivienda habitual.

El impuesto de sociedades cae el 9,5% con relación al avance de liquidación de 2009 a causa de la desfavorable evolución de los beneficios empresariales. También incide una bajada de 5 puntos en el tipo de gravamen (25% al 20%) para las pymes con menos de 25 trabajadores e ingresos menores a 5 millones de euros que mantengan o creen empleo.

Los ingresos por impuestos indirectos se estiman que subirán el 16,3% respecto al avance de liquidación de 2009. Los ingresos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) crecen el 26,1% a causa de la desaparición del efecto de la introducción del nuevo régimen de devolución mensual en 2009 y de la subida de tipos prevista a partir del 1 de julio de 2010. El tipo general se elevará en 2 puntos, hasta el 18%, y el reducido en un punto, hasta el 8%, mientras que el superreducido se mantendrá en el 4%. Por su parte, la recaudación de los impuestos especiales se incrementará el 4,8% debido sobre todo a la elevación en junio de 2009 de los tipos sobre las labores del tabaco y los hidrocarburos.

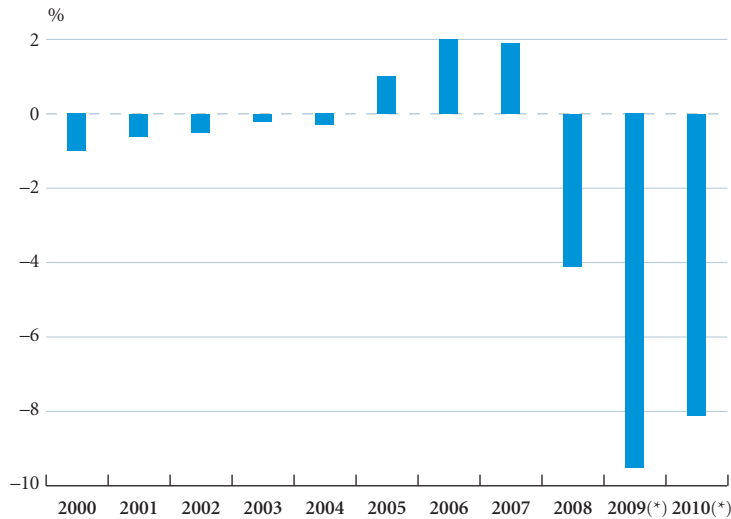
Los PGE-10 presentan un déficit consolidado en términos de contabilidad nacio-

**Aumenta el gasto en infraestructuras, pero se recorta en I+D+i.**

**Cambio de signo fiscal: se suprime la deducción de los 400 euros en el IRPF y se incrementan los tipos sobre el ahorro y el IVA.**

## EL DÉFICIT PÚBLICO SE DUPLICA EN 2009 AL AGRAVARSE LA RECESIÓN ECONÓMICA

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



NOTA: (\*) Previsiones oficiales.

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

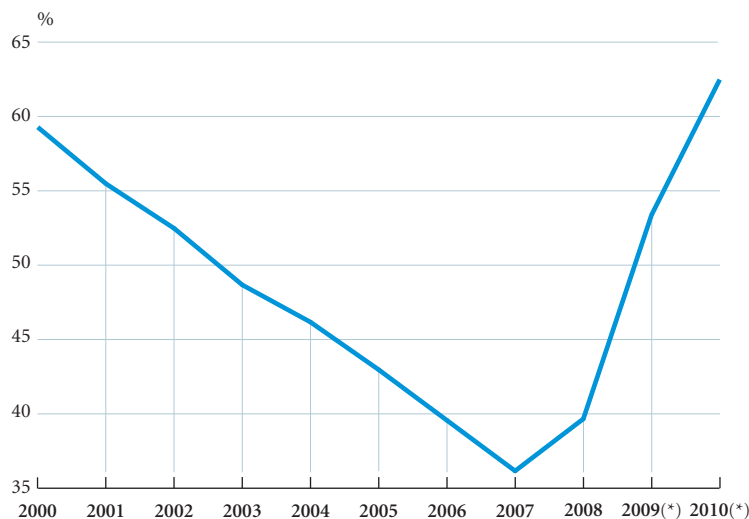
nal equivalente al 8,1% del PIB, 1,4 puntos menos que el previsto para 2009. Esto resulta de un déficit de la Administración Central del 5,4% del PIB, de un superávit de la Seguridad Social del 0,2%, de déficits del 2,5% de las comunidades autó-

nomas y del 0,4% de las entidades locales. Con todo, la ratio de la deuda de las administraciones públicas respecto al PIB ascendería hasta el 62,5% del PIB, 9,1 puntos por encima de 2009.

**La deuda pública aumentará hasta el 62,5% del PIB.**

## LA DEUDA PÚBLICA SE ORIENTA AL ALZA

Deuda de las administraciones públicas en porcentaje del PIB



NOTA: (\*) Previsión.

FUENTE: Ministerio de Economía.

## Ahorro y financiación

### El sector privado continúa desapalancándose

En agosto la financiación recibida por las empresas y las familias continuó desacelerándose. Este proceso de ajuste después de los elevados niveles de endeudamiento alcanzados antes del estallido de la crisis económica está siendo impulsado por la debilidad de la demanda y por una gestión del riesgo más prudente por parte de las entidades financieras. De esta forma, la financiación al sector privado residente sólo aumentó el 1,1% en los doce últimos meses, 7,6 puntos menos que en agosto de 2008.

La financiación a las sociedades no financieras prosiguió la senda de ralentización

del último periodo y anotó un crecimiento interanual del 1,8%, sensiblemente por debajo del 9,9% registrado un año antes. De hecho, los préstamos de las entidades de crédito residentes se contrajeron el 1,1% desde agosto de 2008. En cambio, las emisiones de renta fija subieron el 24,2% en los doce últimos meses gracias a una mejora en las condiciones de los mercados financieros. Por su parte, los préstamos del exterior se elevaron el 7,9% con respecto a agosto del año anterior.

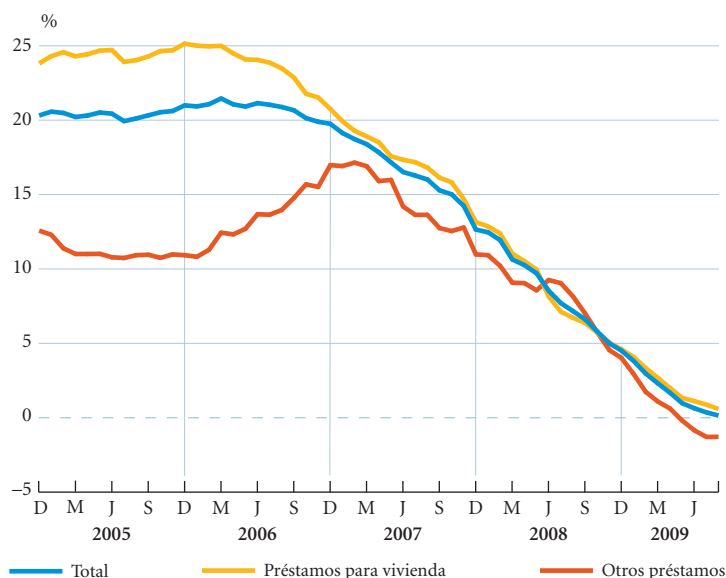
Por otro lado, el crédito comercial, que se utiliza para financiar el capital circulante de las empresas, sigue deprimido, con una caída del 36,4% en los doce últimos meses hasta agosto. Asimismo, la financiación a

**La financiación al sector privado crece el 1% en los últimos doce meses.**

**Las emisiones de renta fija aumentan su peso en la financiación a empresas.**

### LA FINANCIACIÓN A LAS FAMILIAS SE SITÚA EN EL MISMO NIVEL QUE EN AGOSTO DE 2008

Tasa de variación interanual de la financiación a los hogares residentes (\*)



NOTA: (\*) Incluye a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

FUENTE: Banco de España.



## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Agosto 2009

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.212.082	-5.087	26.922	1,1	84,7
Empresas no financieras	1.308.725	2.093	30.428	1,8	50,1
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	926.399	-27.736	-12.988	-1,1	35,5
<i>Valores distintos de acciones</i>	49.055	7.978	9.568	24,2	1,9
<i>Préstamos del exterior</i>	333.272	21.851	33.848	7,9	12,8
Hogares (4)	903.356	-7.180	-3.506	0,0	34,6
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	676.324	-2.125	2.128	0,5	25,9
<i>Otros (3)</i>	224.394	-5.319	-5.965	-1,4	8,6
<i>Préstamos del exterior</i>	2.639	264	330	14,3	0,1
Administraciones públicas	403.103	72.957	102.406	34,1	15,4
<b>TOTAL</b>	<b>2.611.603</b>	<b>64.288</b>	<b>125.746</b>	<b>4,9</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.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

la inversión continúa siendo muy débil, a juzgar por un descenso interanual del 16,6% de los arrendamientos financieros.

El saldo de la financiación a las familias se colocó en el mismo nivel que doce meses antes, prosiguiendo el proceso de deceleración de los últimos años. Los préstamos para la vivienda continuaron ralentizándose y subieron el 0,5% con relación a agosto de 2008, 6,1 puntos menos que un año antes. No obstante, se aprecian menores caídas en el número de viviendas hipotecadas en los últimos meses. Así, según datos del Instituto Nacional de Estadística, en julio se efectuaron 58.995 hipotecas sobre viviendas, cifra el 19,1% inferior a doce meses antes, pero que se compara favorablemente con un descenso interanual acumulado del 29,7% en los primeros siete meses del ejercicio.

A esta mejora relativa ha contribuido el descenso del euríbor a 12 meses, ampliamente usado como tipo de interés de re-

ferencia en el mercado hipotecario, que anotó un nuevo mínimo histórico en promedio mensual en septiembre en el 1,26%, 412 puntos básicos menos que un año antes. Esta bajada refleja los recortes realizados en el tipo de interés oficial del Banco Central Europeo en el último periodo, así como la reducción de la prima de riesgo en el mercado interbancario. Además, en las primeras semanas de octubre se situó por debajo de este nivel. También ha contribuido la caída de los precios inmobiliarios, con lo que el esfuerzo teórico para comprar una vivienda ahora es sensiblemente menor que en el año pasado.

Sin embargo, la morosidad ha seguido aumentando debido a la recesión económica. Así, la tasa de morosidad del conjunto de las entidades crediticias aumentó dos décimas en agosto hasta el 4,9%, 2,4 puntos más que doce meses antes.

Por lo referente a la financiación a las administraciones públicas, presenta una

**El euríbor a 12 meses marca un nuevo mínimo histórico del 1,26% en septiembre y continúa descendiendo en octubre.**

**La tasa de morosidad sube hasta el 4,9%.**

## Las familias ahorran más.

orientación al alza. En agosto mostró un crecimiento interanual del 34,1%, si bien fue inferior en 2,6 puntos al anotado en julio. De esta manera, la financiación total a los sectores residentes siguió moderándose hasta un incremento interanual del 4,9%, 5 décimas menor que en julio y 3,5 puntos menos que en agosto del año anterior.

### Los depósitos bancarios moderan su crecimiento

El ahorro de los hogares continúa recuperándose después de haberse situado en cotas mínimas durante los años de bonanza económica. El impulso al ahorro proviene en buena parte del motivo precaución ante la incertidumbre creada por la fuerte escalada del paro. Según los datos del Instituto Nacional de Estadística correspondientes al segundo trimestre, la renta disponible de los hogares se elevó el 4,3% en términos interanuales. Dado que el gasto en consumo descendió el 8,6% y que las

inversiones bajaron el 27,0% con relación al segundo trimestre de 2009, se registró una capacidad de financiación de 29.087 millones de euros en el segundo trimestre. Esta cantidad equivalió al 10,9% del producto interior bruto (PIB) trimestral, frente al 0,5% un año antes.

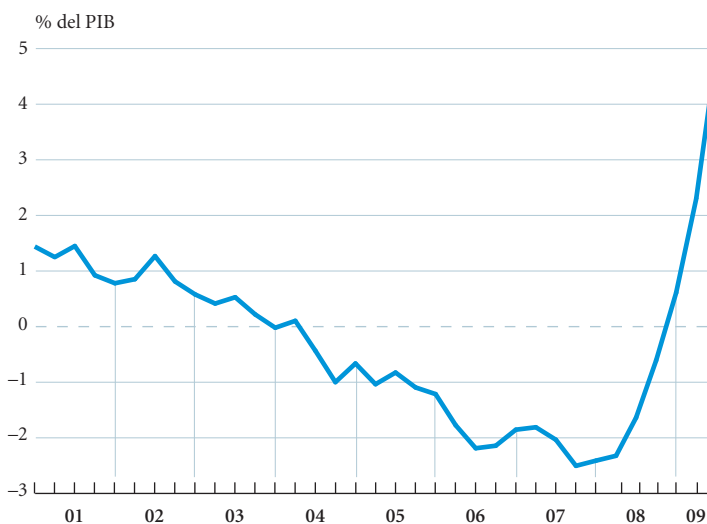
Este ahorro financiero neto se colocó sobre todo en depósitos bancarios. No obstante, en los primeros meses del tercer trimestre el total de depósitos del sector privado presentó una senda de ralentización, a lo que contribuyó el ligero descenso de las retribuciones.

Así, el saldo total de los depósitos bancarios presentaba una tasa de variación interanual del 5,2% en agosto, 10,7 puntos menos que un año antes. Por primera vez en los últimos cinco años el crecimiento interanual de las cuentas a la vista y de ahorro fue superior al de las imposiciones a plazo, del 5,6%. Esto fue debido por un lado a un menor diferencial entre los tipos de interés a corto y medio plazo

**Por primera vez en los últimos cinco años las cuentas a la vista y de ahorro crecen más que las a plazo.**

### SE RECUPERA LA CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS FAMILIAS

Capacidad de financiación de las familias e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares sobre el PIB (\*)



NOTA: (\*) Media móvil de los últimos cuatro trimestres.  
FUENTES: INE y elaboración propia.

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

Agosto 2009

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	254.860	10.048	4,1	14.701	6,1	17,9
De ahorro	197.451	17.674	9,8	19.177	10,8	13,9
A plazo	735.253	5.981	0,8	39.038	5,6	51,8
En moneda extranjera	24.500	-4.818	-16,4	-12.533	-33,8	1,7
<b>Total depósitos</b>	<b>1.212.065</b>	<b>28.886</b>	<b>2,4</b>	<b>60.384</b>	<b>5,2</b>	<b>85,3</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>208.599</b>	<b>-40.031</b>	<b>-16,1</b>	<b>-38.516</b>	<b>-15,6</b>	<b>14,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.420.664</b>	<b>-11.144</b>	<b>-0,8</b>	<b>21.867</b>	<b>1,6</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.

y a una mayor preferencia de los inversores por la liquidez.

La competencia de los depósitos bancarios y de algunas emisiones de valores motivaron que los fondos de inversión mobiliaria volvieran a registrar reembolsos netos en septiembre después de haber registrado suscripciones netas en agosto. Así, en septiembre las ventas de participaciones de fondos de inversión mobiliaria superaron las compras en 1.560 millones de euros, con lo que los reembolsos netos acumulados en los nueve primeros meses de 2009 ascendieron a 10.668 millones de euros. No obstante, la mayoría de categorías de fondos de inversión registraron suscripciones netas, como la renta fija euro a largo plazo, la renta variable mixta internacional, la renta fija mixta euro y

los globales. También los fondos de inversión libre, los denominados *hedge funds*, anotaron entradas netas con la mejora de la situación de los mercados financieros internacionales, si bien en mucha menor medida.

La rentabilidad acumulada hasta el final del tercer trimestre era positiva para todas las modalidades de fondos de inversión mobiliaria, siendo superior al 4% en promedio. El rendimiento medio en los últimos doce meses era del 2,6%, con una amplia dispersión. Las mayores ganancias correspondían a la renta variable internacional de los mercados emergentes, con el 10,6%, y a la renta variable nacional, con el 9,0%, mientras que la mayor minusvalía era la de la renta variable internacional de Estados Unidos, del 11,3%.

**Los fondos de inversión mobiliaria vuelven a registrar reembolsos netos en septiembre.**

**Todas las categorías de fondos de inversión mobiliaria logran rendimientos positivos respecto a diciembre y del 4% en promedio.**

# Servicio de Estudios de "la Caixa"

## Publicaciones

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

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2009

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

### ■ 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"

3. *Offshoring* y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional Claudia Canals
4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer
5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández
6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres Maria Gutiérrez-Domènech
7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer
8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer
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

### ■ "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

### ■ 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

## Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Servicio de Estudios 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

## INFORME MENSUAL

Noviembre 2009

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Servicio de Estudios

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

Correo electrónico:  
Para consultas relativas  
al Informe Mensual:  
[informemensual@lacaixa.es](mailto:informemensual@lacaixa.es)

Para suscripciones (altas, bajas...):  
[publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@lacaixa.es)

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2008

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	238.407
Créditos sobre clientes	176.100
Resultado atribuido al Grupo	1.802

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	27.818
Oficinas	5.530
Terminales de autoservicio	8.113
Tarjetas (miles)	10.344

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2009	Millones €
Sociales	310
Ciencia y medio ambiente	81
Culturales	79
Educativas e investigación	30
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>



**Canal Móvil**

El Servicio de Estudios  
desde cualquier lugar **estudios.laCaixa.mobi**

El Canal Móvil te permite tener disponibles, allí donde te encuentres, algunos de los contenidos de la web del Servicio de Estudios de "la Caixa".

Sólo necesitas un dispositivo móvil, conexión a internet y un navegador.

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 Servicio de Estudios, por lo que pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.