

Informe Mensual



UNIÓN EUROPEA: UN PASO MÁS

La vieja Europa... ¿qué quiere ser de mayor? Pág. 12

La gestión de la evolución demográfica, uno de los grandes retos de Europa en el siglo XXI

Lisboa, diez años después Pág. 31

La UE debía convertirse en la economía más dinámica y competitiva del mundo en 2010. ¿Dónde estamos?

La nueva arquitectura financiera europea Pág. 42

El desafío de lograr una buena coordinación interna y externa

El Mercado Único, ante su mayor reto Pág. 62

El Mercado Único es un gran logro de la integración europea que la Comisión Europea lucha por preservar

Previsiones

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

	2008	2009	2010	2009			
				I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL				Previsiones			Previsiones
Producto interior bruto							
Estados Unidos	0,4	-2,5	2,1	-3,3	-3,8	-2,5	-0,4
Japón	-0,7	-5,2	1,6	-8,4	-7,1	-4,4	-0,8
Reino Unido	0,6	-4,6	0,8	-5,0	-5,5	-5,1	-3,0
Zona del euro	0,7	-3,9	1,2	-4,9	-4,8	-4,1	-1,9
<i>Alemania</i>	1,0	-4,8	1,5	-6,7	-5,8	-4,8	-2,0
<i>Francia</i>	0,7	-2,3	1,3	-3,5	-2,9	-2,4	-0,4
Precios de consumo							
Estados Unidos	3,8	-0,3	2,1	-0,2	-0,9	-1,6	1,4
Japón	1,4	-1,3	-0,2	-0,1	-1,0	-2,2	-1,8
Reino Unido	3,6	2,0	2,1	3,0	2,1	1,5	1,6
Zona del euro	3,3	0,3	1,2	1,0	0,2	-0,4	0,3
<i>Alemania</i>	2,6	0,3	1,0	0,8	0,3	-0,2	0,3
<i>Francia</i>	2,8	0,1	1,2	0,7	-0,2	-0,3	0,3
ECONOMÍA ESPAÑOLA				Previsiones			Previsiones
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	-0,6	-5,1	-0,5	-5,4	-6,0	-5,1	-4,0
Consumo de las AAPP	5,5	5,0	1,5	6,4	5,2	4,9	3,3
Formación bruta de capital fijo	-4,4	-15,4	-5,8	-15,1	-17,2	-16,2	-13,1
<i>Bienes de equipo</i>	-1,8	-23,9	-7,5	-24,4	-28,9	-24,3	-18,0
<i>Construcción</i>	-5,5	-11,6	-7,0	-11,3	-11,8	-11,5	-11,7
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-0,5	-6,3	-1,4	-6,2	-7,4	-6,5	-5,0
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-12,3	2,1	-16,9	-15,1	-11,1	-6,2
Importación de bienes y servicios	-4,9	-18,0	-1,9	-22,6	-22,0	-17,0	-10,5
Producto interior bruto	0,9	-3,7	-0,4	-3,2	-4,2	-4,0	-3,4
Otras variables							
Empleo	-0,6	-6,7	-2,3	-6,3	-7,2	-7,2	-6,3
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,1	20,2	17,4	17,9	17,9	19,2
Índice de precios de consumo	4,1	-0,3	1,4	0,5	-0,7	-1,1	0,2
Costes laborales unitarios	4,6	0,2	-0,9	1,2	1,4	0,4	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-9,5	-5,9	-3,7	-7,9	-4,5	-3,9	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,1	-5,5	-3,3	-7,6	-4,0	-3,6	
Saldo público (% PIB)	-4,1	-10,9	-9,9				
MERCADOS FINANCIEROS				Previsiones			Previsiones
Tipos de interés internacionales							
Fed Funds	2,1	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	3,9	1,2	1,0	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	3,3	3,3	3,1	3,4	3,3	3,3
Tipos de cambio							
\$/Euro	1,48	1,40	1,41	1,30	1,36	1,43	1,49

Índice

- 1 Editorial**
- 2 Resumen ejecutivo**
- 6 Coyuntura internacional**
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 12 La vieja Europa...
¿qué quiere ser de mayor?**
 - 15 China
 - 16 Brasil
 - 18 México
 - 19 Materias primas
- 21 Unión Europea**
 - 21 Zona del euro
 - 24 Alemania
 - 26 Francia
 - 27 Italia
 - 28 Reino Unido
 - 29 Europa emergente
 - 31 Lisboa, diez años después**
- 34 Mercados financieros**
 - 34 Mercados monetarios
y de capital
 - 42 La nueva arquitectura
financiera europea**
- 45 Coyuntura española**
 - 45 Actividad económica
 - 51 Mercado de trabajo
 - 55 Precios
 - 59 Sector exterior
 - 62 El Mercado Único,
ante su mayor reto**
 - 65 Sector público
 - 67 Ahorro y financiación

Unión Europea: un paso más

A principios de la actual década los líderes europeos lanzaron la iniciativa de adoptar una Constitución que sería la cima con la que se culminaba el proyecto de la integración europea. Valéry Giscard d'Estaing se puso al frente del proyecto y en un dilatado proceso que trató de ser participativo y democrático alumbró un texto que fue firmado solemnemente por todos los jefes de Estado y de gobierno de los países de la Unión Europea (UE), incluidos los entonces candidatos Bulgaria y Rumania, en octubre de 2004.

El Tratado Constitucional pretendía simplificar la normativa y los mecanismos comunitarios, acercar la UE a la ciudadanía y dotarla de un liderazgo fuerte y visible a nivel internacional. Pero, al mismo tiempo, tenía ciertos aires federalistas y consagraba la existencia de los símbolos europeos (euro, himno y bandera), además de incluir una Carta de Derechos Fundamentales, cuestiones que levantaron agudos recelos por parte de los países o sectores de población más reticentes ante los poderes de Bruselas y aún más celosos de su soberanía nacional.

Pese al apoyo activo de todos los gobiernos, el texto constitucional naufragó en el proceso de ratificación nacional. Las reticencias nacionalistas se multiplicaron y cuando Francia y los Países Bajos votaron «no» en sus respectivos referendos la trayectoria de la gran reforma acabó en la vía muerta. La ambición de conformar una Europa potente en la escena global chocó contra la realidad, cada vez más diversa y compleja, de la Europa actual.

Ahora nos encontramos ante la inminente entrada en vigor del Tratado de Lisboa, que ha sido acogido como un sucedáneo enflaquecido y descafeinado de la deseada Constitución. Además, los nombramientos de dos políticos de escasa proyección para encabezar la presidencia permanente del Consejo Europeo y el equivalente a ministro europeo de Asuntos Exteriores han alentado una sensación de desánimo.

Esta valoración pesimista no hace justicia al paso que la Unión Europea va a dar el primero de diciembre. Del Tratado emerge una nueva UE, con personalidad jurídica propia, con una estructura legal más racional, con una delimitación de competencias más precisa y con unas instituciones que mejoran su configuración y funcionamiento. Y, por supuesto, el Tratado apuntala los dos grandes logros económicos de la construcción europea: un gran Mercado Único sin trabas que alteren la libre concurrencia y una moneda única que ha consolidado su papel dentro y fuera de su zona de circulación.

El Tratado de Lisboa puede ser frustrante en tanto que es insuficiente para proyectar Europa con verdadero peso político en el mundo. No es la estación término que pretendía ser la Constitución. Es un Tratado que se sumará a la historia de reformas de las últimas décadas. Pero tal vez no tenía sentido forzar la máquina para alcanzar un fin que aún no es suficientemente compartido, y probablemente no es realista pretender dar un paso tan importante si levanta tantas reticencias. Por otro lado, también era difícil, en la reciente reunión informal de jefes de Estado y de gobierno, nombrar unos altos cargos con una personalidad política fuerte cuyo encaje en la maquinaria comunitaria hubiera sido muy delicado. Una maquinaria que en esencia es intergubernamental pero con un componente supranacional que le confiere una originalidad única en la historia. No estamos ante la gran reforma planteada por Giscard d'Estaing, pero se trata de un movimiento en la dirección adecuada. Un paso más. Ni más ni menos.

RESUMEN EJECUTIVO

Prácticamente todos los países se suben al tren de la recuperación.

Estados Unidos y la eurozona empiezan a salir de la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial.

La crisis deja un importante rastro de desempleo en todos los países.

El horizonte de la economía mundial empieza a despejarse

La actualidad macroeconómica del mes de noviembre ha sido capitalizada por la publicación de los datos de crecimiento de las principales potencias mundiales. Prácticamente todos los países se han subido al tren de la recuperación. No ha habido grandes sorpresas, pero después de la dureza de los últimos trimestres, ello ha sido muy bien recibido. Ahora no esperamos que el tren se detenga, pero sí que le cueste coger velocidad. Los efectos colaterales de la recesión han sido muy importantes, y las secuelas durarán más tiempo del deseado.

Estados Unidos fue de los primeros países desarrollados en anunciar una tasa de crecimiento intertrimestral positiva. Con un avance del 0,7% con respecto al trimestre anterior (descenso del 2,5% interanual), reafirma su capacidad de liderazgo de la economía mundial a pesar de haber sufrido la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial. De todas formas, la economía estadounidense ha quedado tocada, y el camino hacia una tasa de crecimiento mayor será lento. Muestra de ello es que gran parte del repunte del producto interior bruto (PIB) se debe a los incentivos públicos a la compra de vehículos. Quitando el efecto de los planes de estímulo económico, no hay muestras de que el consumo privado avance con solidez.

El PIB de la eurozona aumentó un 0,4% intertrimestral en el tercer trimestre (la tasa interanual todavía presentaba un descenso del 4,1%) y todo apunta a que este ritmo de crecimiento se habrá mantenido

en los últimos tres meses. A pesar de no disponer de la desagregación de los datos por componentes, muy probablemente el sector exterior y los planes de estímulo económico habrán sido los ejes sobre los que se está vertebrando el proceso de salida de la crisis. Un proceso que cuenta con el empuje de Alemania, Francia e Italia, que crecieron entre tres y siete décimas respecto al trimestre anterior. De todas formas, tampoco para el conjunto de la eurozona esperamos una recuperación demasiado vigorosa para el año próximo. Tanto el consumo como la inversión tomarán el relevo al sector exterior y el sector público a partir de la segunda mitad del 2010, pero muy difícilmente lo podrán hacer con suficiente determinación como para llevar la tasa de crecimiento muy por encima del 1%.

Uno de los elementos clave que lastra la capacidad de recuperación tanto de Estados Unidos como del viejo continente es el importante deterioro que ha sufrido el mercado laboral. En Estados Unidos, el mercado de trabajo está en el punto más bajo de las últimas décadas, habiéndose destruido en esta crisis más de 7 millones de empleos y con una tasa de paro que supera el 10%. En la eurozona, la escalada del paro ha sido más moderada y la tasa no alcanza el 10%, pero la realidad sería mucho peor sin los programas de ajuste temporal de plantillas y de reducción de jornada aplicados por distintos países.

Una peculiaridad del actual proceso de recuperación mundial es el impulso que está recibiendo de las economías emergentes, con China y Brasil al frente. Por lo que respecta al gigante asiático, los principales in-

dicadores continúan ofreciendo tasas de crecimiento espectaculares, pero para que perduren en el tiempo el consumo deberá tomar el relevo como fuente de estímulo en el medio plazo. De momento, se están empezando a dar los primeros pasos en la dirección adecuada. Tampoco Brasil deja de acaparar titulares: crea empleo, su PIB crece a una tasa anualizada cercana al 5% y los pronósticos para 2010 arrojan tasas de crecimiento superiores al 4%.

El inicio de la recuperación plantea la cuestión de cómo y cuándo deben retirar los bancos centrales las excepcionales medidas expansivas aplicadas para evitar el desastre. El Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) destacaron al término de sus respectivas reuniones de noviembre que las condiciones de los mercados financieros y de la economía real continúan mejorando, aunque matizaron que esperan una recuperación lenta. Jean-Claude Trichet dejó entrever que, aunque es todavía pronto para poner en marcha la estrategia de salida, la fecha se está acercando, hecho que fue interpretado por los mercados como una señal de que las operaciones de inyección de liquidez a un año no se mantendrán más allá de diciembre de 2009. El riesgo es que si el proceso de retirada de la liquidez no es suave, se podría observar un incremento de los tipos a corto, que a su vez induciría al alza al resto de tipos monetarios.

En lo que a la política monetaria tradicional se refiere, tanto el BCE como la Fed mantienen el mensaje de que los tipos de interés oficiales se situarán en los niveles actuales durante algún tiempo. Los mercados descuentan que el BCE puede subir el tipo rector durante el cuarto trimestre de 2010, y que la Fed podría hacerlo a lo largo de la segunda mitad del próximo año. Dado que la recuperación de la economía será muy lenta, es difícil imaginar una subida de los tipos de interés en la pri-

mera mitad del año próximo. Por otro lado, si los tipos de interés permanecen en los niveles actuales durante más tiempo, ello podría incentivar una toma excesiva de riesgos.

El otro foco de atención en los mercados financieros lo acaparan los tipos de cambio. La revalorización del euro frente a las monedas emergentes no constituye la trayectoria natural, dada la evolución de las economías correspondientes. Pero el tipo de cambio que levanta más polémica es el de la divisa china. La resistencia del gobierno chino a dejar fluctuar libremente el tipo de cambio entre el renminbi y el dólar parece replantearse, ya que en el último informe trimestral sobre la política monetaria del banco central chino se contempla la posibilidad de permitir una mayor apreciación del renminbi.

A pesar de la incertidumbre que podría generar el debate en torno a la futura actuación de las principales autoridades monetarias y del gobierno chino, el tono de los mercados financieros continúa siendo en general favorable. Muestra de ello es que las empresas siguen aprovechando las buenas condiciones en los mercados para vender bonos a ritmos muy elevados. El volumen de nuevas emisiones ha alcanzado récords históricos incluso en los sectores de alto riesgo o *high yield*, a pesar de que en este segmento las ratios de impagos han subido a máximos históricos desde la Gran Depresión del siglo pasado.

La evolución de los principales índices bursátiles, resistentes a incurrir en correcciones bajistas de envergadura, también refleja el tono positivo que predomina en los mercados. Uno de los factores que ayudó a la marcha de las bolsas fueron los resultados empresariales. En el caso del S&P 500, el 80% de las compañías sorprendieron favorablemente, mientras que en la eurozona sólo el 36% de las compañías del Euro Stoxx 50 publicaron resul-

Las economías emergentes tiran del carro.

Los bancos centrales empiezan a debatir cuándo y cómo retirar las excepcionales medidas expansionistas.

El tono de los mercados financieros continúa siendo en general favorable.

El PIB de la economía española ralentiza su caída en el tercer trimestre.

tados superiores a lo estimado por el consenso. Esta diferencia pone de manifiesto que la recuperación de los márgenes empresariales está siendo más rápida en Estados Unidos.

Por lo que respecta a la economía española, ésta todavía sigue en tasas de crecimiento negativas, pero sí ha confirmado un cambio de tendencia. El freno del retroceso económico en el tercer trimestre fue remarkable. El PIB disminuyó tres décimas porcentuales con respecto al trimestre anterior, lo que supone una mejora de ocho décimas con relación al registro del segundo trimestre. Esta evolución se explica por la mejora de la coyuntura internacional y un menor deterioro de la demanda interior, gracias en parte a los estímulos monetarios y fiscales puestos en marcha.

La debilidad de la demanda interna es todavía muy elevada, pero las perspectivas son claramente de mejora.

En tasa interanual, en el tercer trimestre el PIB disminuyó un 4,0%, dos décimas menos que en el trimestre precedente. El retroceso de la actividad fue debido al descenso de la demanda interna, que detrajo 6,5 puntos porcentuales. La contribución del sector exterior al crecimiento fue de 2,5 puntos. Tanto las exportaciones como las importaciones aminoraron sus retrocesos, pero fue especialmente destacable la mejora de las transacciones de bienes a resultas de la mejor evolución de la demanda, básicamente de la Unión Europea.

La capacidad de recuperación de la economía española en los próximos trimestres, como el resto de economías desarrolladas, se verá lastrada por el fuerte deterioro que ha sufrido el mercado laboral. De acuerdo con los datos del Instituto Nacional de Estadística, en el tercer trimestre la tasa de paro se estabilizó en el 17,9% de la población activa. No obstante, esto fue debido a una disminución de la población activa, ya que continuó la destrucción de ocupación, si bien a un ritmo menor. La debilidad de la demanda que ello genera se ve reflejada en la evolu-

ción de los precios. La tasa de variación interanual del índice de precios de consumo de octubre registró una tasa negativa por octavo mes consecutivo del 0,7%. Este decremento de los precios también lo refleja el deflactor del PIB, que en el tercer trimestre bajó el 0,4% con relación al mismo trimestre del año anterior. Fue la primera bajada del deflactor del PIB de las últimas décadas. De todas formas, esperamos que los precios vuelvan a presentar crecimientos a partir de noviembre y en 2010 reciban el impacto de la subida del impuesto sobre el valor añadido, anunciada para julio.

En este contexto, se sigue observando una tendencia a la mejora de los índices de confianza y las previsiones apuntan a su continuidad en los próximos trimestres. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico espera un pequeño retroceso del PIB en 2010, muy inferior al previsto hace apenas unos meses. De todas formas, la salida de la recesión, que se materializará en la primera mitad del próximo ejercicio, apenas paliará el actual deterioro del mercado de trabajo. La necesidad de dar un nuevo y vigoroso impulso a la actividad, que permita un nuevo ciclo expansivo, está detrás de la presentación, a finales de noviembre, de la Ley de Economía Sostenible. Se trata de consolidar y orientar adecuadamente la evolución de la economía en los próximos años, y para ello el gobierno ha elaborado un extenso y complejo texto legal que abarca un amplio conjunto de cambios normativos. Sus fines son mejorar el entorno regulatorio, elevar la competitividad de la economía y avanzar en la sostenibilidad medioambiental. Aunque sus resultados serán visibles en el medio plazo, del éxito de este plan depende, en buena medida, la capacidad de subir al tren de la recuperación y que la misma mantenga una favorable velocidad de crucero.

27 de noviembre 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.
- noviembre**
- 27 El gobierno presenta el anteproyecto de **Ley de Economía Sostenible**.

AGENDA

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 (octubre).
Ingresos y pagos del Estado (noviembre).
- 23 Precios industriales (noviembre).
- 30 Balanza de pagos (octubre).

Enero

- 5 Avance IPCA (diciembre).
- 8 Índice de producción industrial (noviembre).
- 14 IPC (diciembre). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 25 Precios industriales (diciembre).
- 26 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 28 Avance IPCA (enero).
- 29 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
- 30 Balanza de pagos (noviembre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 2,8% gracias a los estímulos fiscales al consumo y al fin del deterioro de la inversión.

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

Estados Unidos sale de la recesión sin estar en forma

La primera economía del planeta afronta una recuperación difícil, lastrada por el endeudamiento de las familias, la debilidad del mercado laboral y la resaca de la burbuja inmobiliaria. Según las últimas estimaciones oficiales, el producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre de 2009 creció un 2,8% intertrimestral anualizado, lo que representa una revisión a la baja de 7 décimas respecto a la estimación inicial. El retroceso interanual alcanzó el 2,5% debido al lastre del último trimestre de 2008 y del primero de 2009. El repunte del PIB se apoyó en más

de dos tercios en el avance del consumo privado, que creció un 2,9% intertrimestral gracias a los incentivos públicos a la compra de coches, que también tuvieron su influencia en el ciclo de existencias, otro factor que también contribuyó con fuerza al avance. Las componentes alcistas se completaron con el consumo público y la construcción, que creció desde niveles muy bajos. Los puntos débiles fueron la inversión en equipo, que toca fondo, y el sector exterior, que pasó a tener una contribución negativa.

Los últimos indicadores de demanda confirman que se ha llegado a un fondo estable, pero sin señales convincentes de que

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	2,1	0,4	-1,9	-3,3	-3,8	-2,5	-	...
Ventas al por menor	3,3	-0,8	-8,2	-8,9	-9,5	-6,8	-1,7	...
Confianza del consumidor (1)	103,4	58,0	40,7	29,9	48,3	51,8	47,7	...
Producción industrial	1,5	-2,2	-6,7	-11,6	-12,9	-9,6	-7,1	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	36,1	35,9	42,6	51,5	55,7	...
Venta de viviendas unifamiliares	-26,7	-37,4	-41,0	-40,0	-27,1	-10,7	...	...
Tasa de paro (2)	4,6	5,8	6,9	8,1	9,3	9,6	10,2	...
Precios de consumo	2,9	3,8	1,6	0,0	-1,2	-1,6	-0,2	...
Balanza comercial (3)	-701,4	-695,9	-695,9	-605,7	-505,9	-419,1	...	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,3	2,8	2,2	1,2	0,8	0,4	0,3	...
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,9	74,4	81,3	82,7	79,4	75,4	73,6	73,8

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.

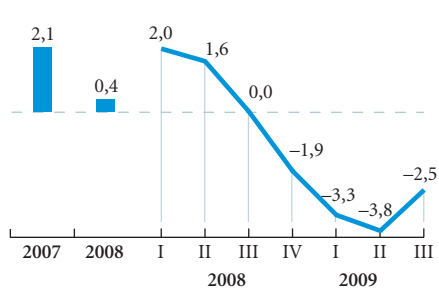
(4) Índice del tipo de cambio ponderado por los flujos del comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa.

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

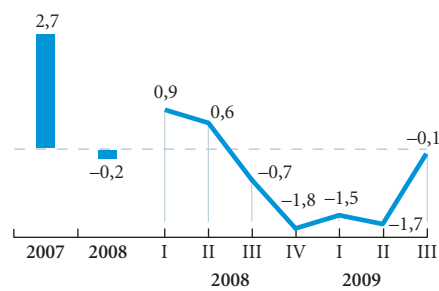
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

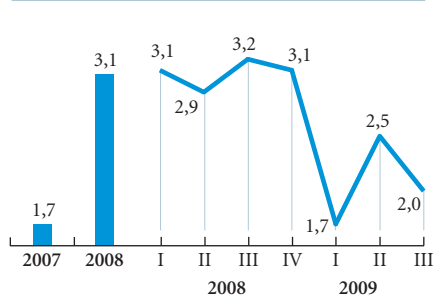
PIB



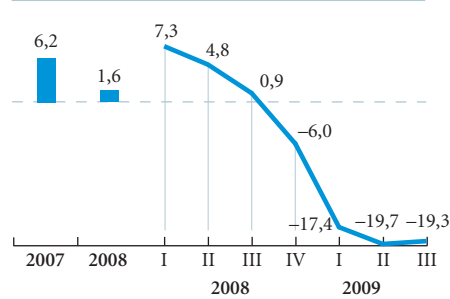
Consumo privado



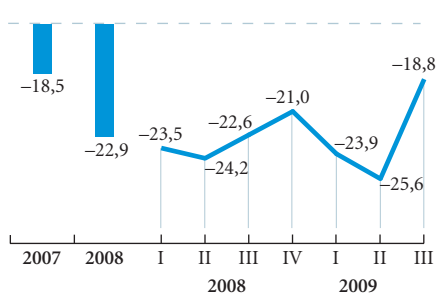
Consumo público



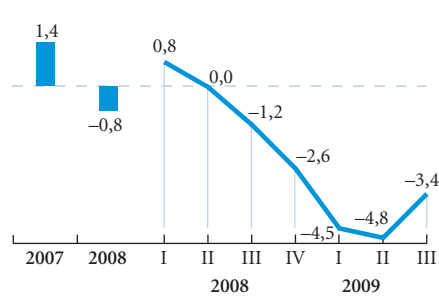
Inversión no residencial



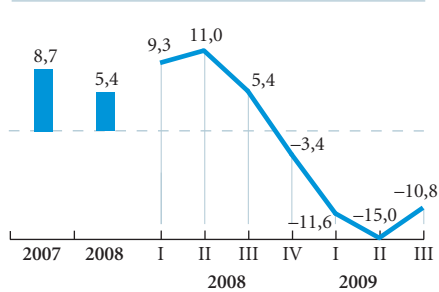
Inversión residencial



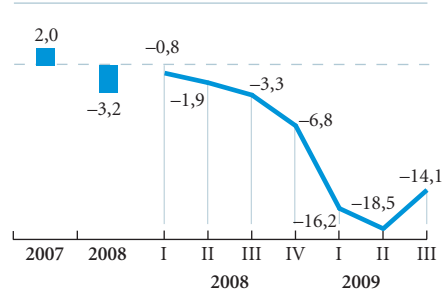
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

El optimismo de los empresarios se asienta, pero la actividad industrial se recupera con lentitud.

se esté avanzando en la senda de la recuperación. Por una parte, las ventas al por menor sin automóviles ni gasolina volvieron a mejorar el registro del mes previo en un 0,1%, constatando que el consumo tiene un suelo relativamente sólido. En el lado negativo, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de octubre acentuó los descensos de septiembre, bajando de 53,4 hasta el nivel de los 47,7 puntos. Las mayores debilidades siguieron estando centradas en la percepción de la situación actual, que llegó al punto más bajo desde 1983.

Por el lado de la oferta, la percepción empresarial es optimista y, por tercer mes consecutivo, el índice de manufacturas del Institute for Supply Management de octubre retomó los avances. También los servicios se mantuvieron en la banda alcista, en ambos casos bien por encima de la barra de 50, característico de etapas de recuperación. Esta mejora del sentimiento empresarial sigue, empero, sin traducirse en mejoras sustanciales de la pro-

ducción industrial o en aumentos de la utilización de la capacidad productiva, ambos indicadores prácticamente invariados y muy lejos de los niveles anteriores a la crisis.

El mercado de la vivienda sigue confirmando que ha tocado fondo, pero sería prematuro hablar de una recuperación en toda regla. El índice de precios Case-Shiller tuvo en agosto su tercer mes de avances, creciendo un 1,0% respecto a julio, en términos desestacionalizados. Áreas como San Francisco o Cleveland acumulan una recuperación del 9,4% y del 6,7% desde su nivel mínimo, respectivamente. Pero tras un retroceso en el índice general del 33,1% desde abril de 2006, los niveles de partida son muy bajos. La recuperación del sector seguirá lastrada por las ejecuciones de hipotecas por impago, que siguen en máximos, según la National Association of Realtors. Esto dificulta la reducción de la sobreoferta que sigue existiendo en el mercado, con 2,2 millones de viviendas pendientes de venta.

La vivienda toca fondo. Los precios empiezan a recuperarse con timidez pero sigue la sobreoferta de inmuebles.

ESTADOS UNIDOS: LA VIVIENDA TOCA FONDO PERO APARCA LA RECUPERACIÓN

Viviendas iniciadas en términos anuales



FUENTES: Department of Commerce y elaboración propia.

El mercado de trabajo está en el punto más bajo desde el fin de la Segunda Guerra Mundial y seguirá siendo uno de los puntos débiles de la economía estadounidense en los próximos meses. Si bien el ritmo de deterioro es menor, con 190.000 empleos perdidos en octubre, no hay indicios de que se haya tocado fondo. La cifra neta de empleos destruidos desde el fin de 2007 se elevó a los 7,3 millones, la tasa de paro se encaramó hasta el 10,2% y la proporción de desanimados y de personas que trabaja a tiempo parcial de forma involuntaria sigue siendo muy alta.

La floja demanda y la elevada proporción de recursos ociosos hacen que los precios conserven su tónica de estabilidad aunque, en octubre, la temida deflación siguió alejándose un poco más. El índice general de precios al consumo (IPC), retrocedió en octubre un 0,3% interanual y debería repuntar en los próximos meses a causa del precio del petróleo, que en diciembre de 2008 estaba en el mínimo de los últimos cinco años. Por su parte, el

IPC subyacente, el general sin los alimentos ni la energía, tuvo un leve repunte que lo llevó a subir un 1,7% interanual aunque, sin el descenso del precio del alquiler de la vivienda, hubiera aumentado un 2,5%.

Con la recuperación de la demanda interna y la lenta recuperación de los volúmenes de comercio, el sector exterior reanudó su deterioro. Pese a la relativa debilidad del dólar, no se espera que el sector contribuya al crecimiento en los próximos meses. El déficit comercial de bienes y servicios de septiembre fue de 36.472 millones de dólares, unos 6.000 millones por encima del saldo de agosto. Las exportaciones tuvieron un crecimiento moderado del 2,8% interanual pero las importaciones se incrementaron en un 5,8%. Excluyendo el petróleo y sus derivados, más indicativo de las tendencias de fondo, el déficit de octubre se encaramó hasta los 15.927 millones de dólares, un 11,5% por encima del registro de agosto y el máximo desde enero.

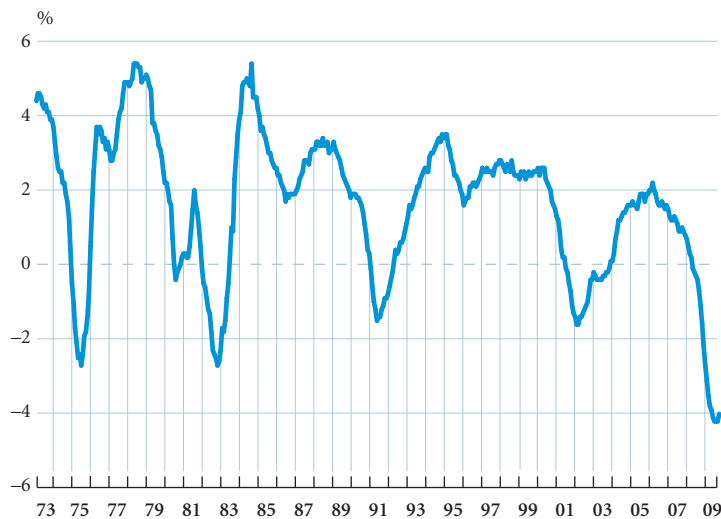
El mercado laboral sigue deteriorándose con una tasa de paro que sobrepasa el 10%.

Los precios siguen estables: el IPC desciende un 0,3% y el subyacente sube un 1,7%.

El déficit comercial reanuda su deterioro a causa del incremento de las importaciones.

ESTADOS UNIDOS: LA PEOR CAÍDA DEL EMPLEO

Variación interanual de la variación de empleo



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

Japón crece un 4,8% gracias a las exportaciones y las ayudas públicas.

Japón: menos fuerte de lo que parece

La economía japonesa creció en el tercer trimestre un 4,8% intertrimestral anualizado, intensificando la recuperación iniciada en el trimestre anterior después de un año de recesión que llevó al PIB a acumular un descenso del 8,4%. Pese al crecimiento en las cuentas nacionales, la economía del sol naciente sigue sumida en un proceso deflacionista y el mantenimiento de estas tasas de avance del PIB es

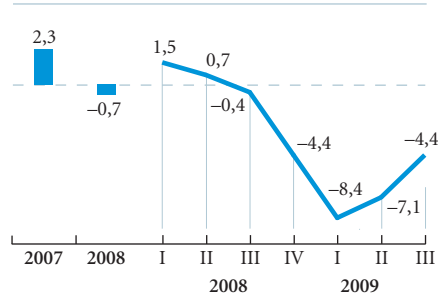
dudoso. El rebote de este periodo se explica a partes prácticamente iguales por la recuperación del consumo privado, la reposición de las existencias y la contribución del sector exterior. La inversión en equipo también volvió al terreno positivo pero apenas pudo compensar la persistente debilidad de la construcción.

Los principales elementos bajistas de la economía japonesa están en su demanda interna. El repunte del consumo privado

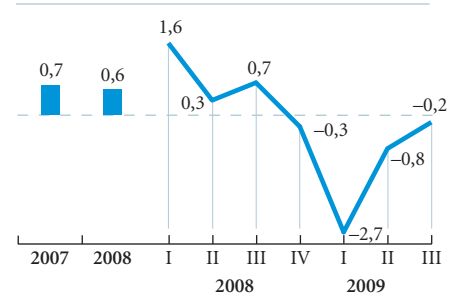
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

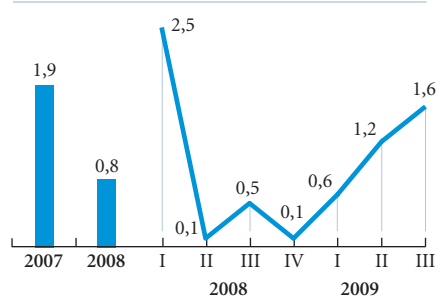
PIB



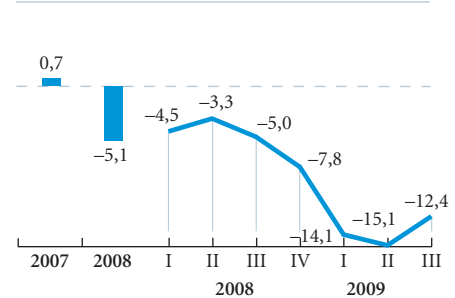
Consumo privado



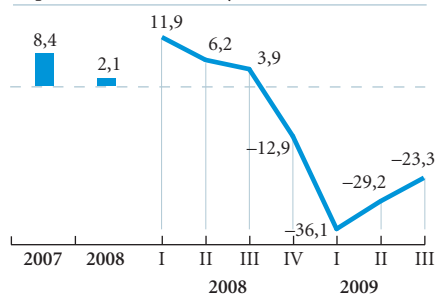
Consumo público



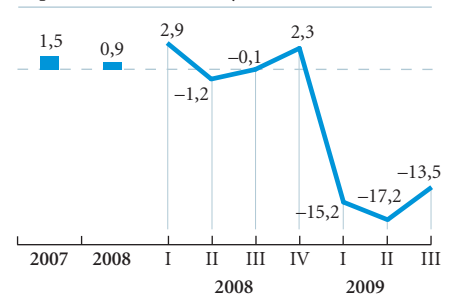
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

se debió, en su mayor parte, a los estímulos fiscales a la compra de automóviles. Pero con la deuda pública cerca del 200% del PIB, la continuidad y la eficacia de estas ayudas quedan en entredicho. La contribución del sector exterior se debe a la recuperación asiática, que ha sido más intensa de lo esperado.

Los últimos indicadores de la oferta ofrecen mejoras pero continúan estando muy por debajo de los niveles previos a la recesión. Sigue la recuperación de la industria, aunque a menor ritmo que en los primeros meses. Así, desde el mínimo de febrero hasta septiembre, la producción industrial ha recuperado 14,8 puntos porcentuales de los 36,4 que había llegado a perder desde mayo de 2008. También hay aires de mejora en los pedidos de maquinaria, indicador adelantado de la inversión, que en septiembre repuntaron gracias al sector exportador.

En el lado de la demanda, la confianza del consumidor del tercer trimestre alcanzó

el nivel de los 40,2 puntos, el mejor registro de los dos últimos años pero que sigue inscrito en la banda baja. Menos animosas, las ventas minoristas de agosto retrocedieron un 1,3% interanual, mientras que las ayudas gubernamentales mantuvieron el repunte de las ventas de automóviles. Por su parte, el mercado de la vivienda sigue sin levantar el vuelo. Las ventas de octubre en el área de Tokio mantuvieron el repunte del mes previo pero el acumulado los últimos doce meses quedó por debajo de la mitad de las transacciones del año 2007. Los precios evolucionaron a la baja y las viviendas iniciadas de septiembre retrocedieron un 37,0% interanual.

También el mercado laboral se mantuvo en una tónica de debilidad aunque la tasa del paro de septiembre, del 5,3%, tuvo un inesperado descenso después de haber alcanzado un máximo histórico en julio. Las mejores noticias llegaron del sector manufacturero, que ganó en septiembre 120.000 empleos netos, después de meses de se-

El crecimiento de Asia impulsa a la economía japonesa, pero la deuda pública dobla al PIB.

La recuperación de la industria continúa con intensidad modesta mientras que la inversión toca fondo.

La deflación se alargará hasta 2010, con un IPC que baja un 2,2% y una tasa de paro en el 5,3%.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009			Octubre
			IV	I	II	III		
PIB real	2,3	-0,7	-4,4	-8,4	-7,1	-4,4	-	
Ventas al por menor	-0,1	0,3	-1,5	-3,9	-2,8	-1,9	...	
Producción industrial	2,9	-3,4	-15,0	-34,0	-27,6	-19,7	...	
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	-2,8	-24,0	-58,0	-48,0	-33,0	-	
Viviendas iniciadas	-17,2	2,4	3,9	-21,4	-32,0	-35,8	...	
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	4,0	4,4	5,2	5,5	...	
Precios de consumo	0,1	1,4	1,0	-0,1	-1,0	-2,2	...	
Balanza comercial (3)	12,6	4,0	4,0	1,4	1,0	1,7	...	
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	98,5	102,1	95,7	97,0	99,0	

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

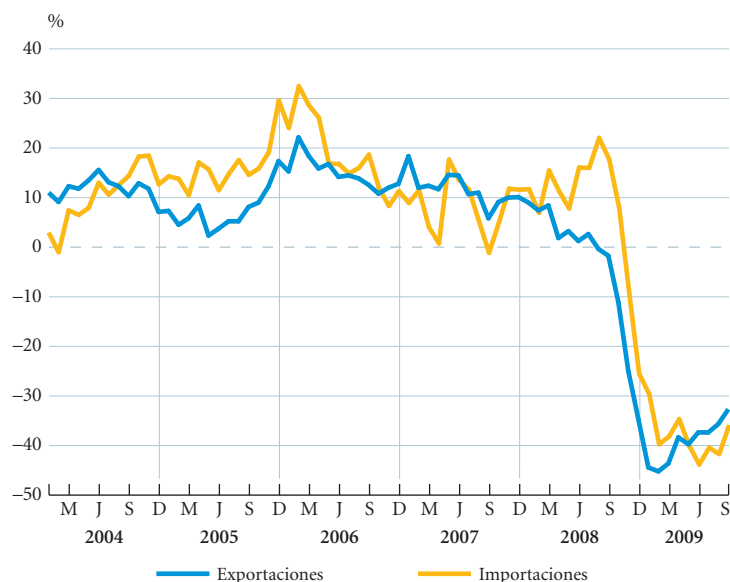
(4) Porcentaje.

(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: UNA RECUPERACIÓN A LA QUE LE QUEDA MUCHO TRECHO

Variación interanual del comercio exterior



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

La recuperación del sector exterior se debe a la recuperación de Asia Oriental.

quía. Esta debilidad de la demanda hará que las tendencias deflacionistas se prolonguen durante todo 2010. Así, el IPC de septiembre registró un descenso del 2,2% interanual, mientras que el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, cedió un 1,0% interanual, acumulando su noveno mes consecutivo de bajadas.

En el frente del sector exterior, Japón se beneficia de la recuperación asiática, aunque menos de lo que cabría esperar. El superávit comercial de septiembre fue el menor desde febrero, y la recuperación exportadora es más débil que la de las importaciones.

La vieja Europa... ¿qué quiere ser de mayor?

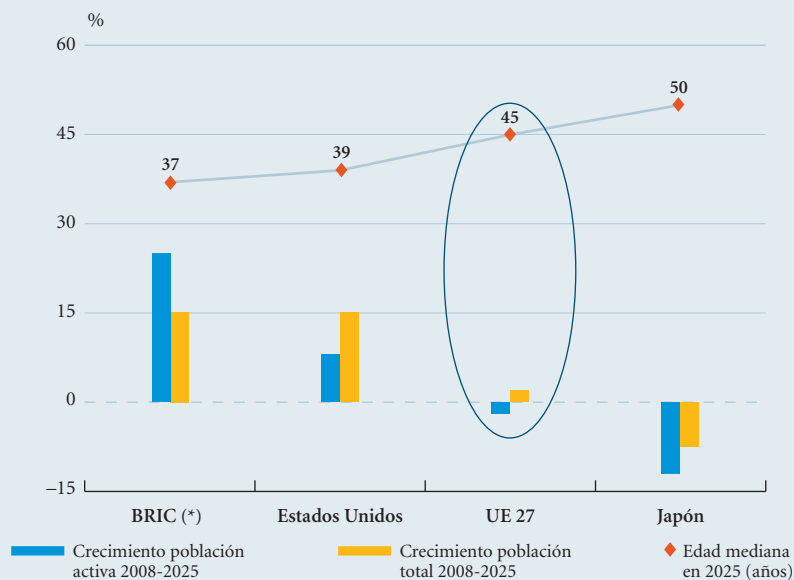
De niños, a todos nos preguntaron alguna vez: ¿Y tú, qué quieres ser de mayor? Era una pregunta divertida, cuya respuesta permitía aventurarse en infinidad de futuros; como un juego de disfraces. Con la edad, la pregunta se hizo un tanto más relevante a la par que incómoda: llegaba el día de hacerse mayor y apostar por un solo disfraz. Europa se halla hoy en esa etapa: afrontando un eventual retroceso no sólo de su peso demográfico sino también económico, y obligada a replantearse su futuro en el mundo del siglo XXI.

En las últimas décadas, la población europea ha ido perdiendo peso en relación con la población mundial: si a mediados del siglo XX representaba un 21% del total, actualmente no llega al 11%. La mayoría de proyecciones no sólo apuntan a la continuidad de esa tendencia sino al progresivo envejecimiento de Europa, es decir, al retroceso del peso relativo de la población joven respecto a grupos de más edad. Aunque el envejecimiento se presenta como un fenómeno global, su intensidad varía entre regiones y Europa destaca por ser, junto a Japón, la

más afectada. La Organización de las Naciones Unidas (ONU) prevé que la mediana de edad⁽¹⁾ en la Unión Europea (UE), aumente 8 años el primer cuarto de siglo hasta alcanzar los 45 en 2025, muy por encima de los 34 previstos para Brasil o los 39 de China o Estados Unidos.

UNA EUROPA DE MÁS EDAD Y CON MENOS POBLACIÓN ACTIVA

Previsiones demográficas por región



NOTA: (*) Promedio de Brasil, Rusia, India y China.

FUENTES: Economic Intelligence Unit, ONU y elaboración propia.

La estructura de edad de la población europea actual es el reflejo de su historia demográfica reciente y, en particular, de cambios sustanciales en sus patrones de crecimiento natural y migratorio. El avance socioeconómico ha conllevado mejoras en la calidad de vida y la sanidad, que se han traducido en un progresivo aumento de la longevidad y de la esperanza de vida –ocho años en el último medio siglo–. Por otra parte, debido en parte a los adelantos en el control de la reproducción, la tasa de fecundidad descendió notablemente tras el *baby boom* de los sesenta, hasta el punto que, hoy en día, no supera el límite que asegura el reemplazo generacional (2,1 niños por mujer) en ningún país de la UE (la media es de 1,5). Ofreciendo un contrapunto, los flujos netos de inmigración despegaron en la última década –pasando de 500.000 personas en 1998 a más de 2 millones en 2003–. A pesar ello, y de que en algunos años han contribuido más del 80% al crecimiento demográfico, los flujos migratorios sólo compensaron en parte el retroceso del crecimiento natural y, recientemente, han tendido a estabilizarse, reduciéndose las entradas hasta los 1,9 millones en 2007.

De no producirse cambios drásticos en dichos patrones de crecimiento demográfico, se prevé que el envejecimiento avance, acarreado nuevos desafíos económicos para los estados europeos. Quizás el más destacado sea la mayor presión que ejercerá sobre el estado del bienestar a medida que aumente la ratio de dependencia (población mayor de 65 años en relación con el grupo de edad entre 15 y 64). En el caso de la UE, algunos pronósticos

(1) Edad que divide la población entre dos mitades y sirve como indicador del envejecimiento demográfico.

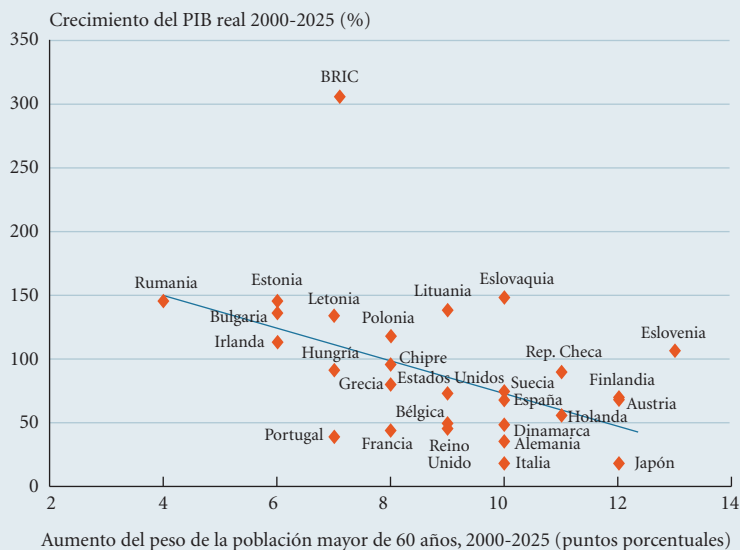
sitúan esta ratio en torno al 50% a mediados de siglo. Por otro lado, y a pesar de que el punto anterior acapara el grueso del debate, es de esperar que la continuidad de la tendencia demográfica en Europa, si no se ve mitigada por aumentos notables en la productividad, conlleve una retracción del peso económico de la UE en el mundo.

En las últimas décadas, el peso del producto interior bruto de la UE sobre el total mundial ya ha experimentado cierto retroceso, pasando de representar, en paridad de poder de compra, el 27% del PIB mundial en el año 1990 al 22% en 2008. Por lo que al futuro se refiere, las previsiones apuntan a una mayor reducción del mismo en los años venideros, en parte, debido al proceso de envejecimiento. Tal y como ilustra el gráfico siguiente, las economías más avanzadas en su proceso de envejecimiento tenderán a crecer menos. Según algunas estimaciones, la evolución demográfica en la UE podría conllevar una pérdida de hasta 0,5 puntos porcentuales en su potencial de crecimiento a partir de 2030.

Aunque la tendencia al envejecimiento parece difícil de revertir, se ha debatido ampliamente la posibilidad de mitigar el impacto económico de dicho avance mediante el uso de políticas adecuadas, incluyendo estímulos a la natalidad, a la incorporación de la mujer al mercado de trabajo o al retraso de la edad de jubilación; o políticas migratorias que promuevan la entrada de inmigrantes en edad laboral para reequilibrar la pirámide poblacional. En tanto que una mayor tasa de natalidad ensancharía directamente la base de la pirámide, una mayor participación laboral de la mujer o un retraso de la edad de jubilación aliviaría el descenso en la población activa. Asimismo, una pirámide de población más equilibrada favorecería el crecimiento y la solvencia del estado del bienestar.

En cualquier caso, la evidencia empírica no ha podido corroborar de forma contundente la eficacia de este tipo de políticas y todo apunta a que, sin cambios en los patrones de crecimiento natural, su impacto acabaría sucumbiendo al progreso del envejecimiento. Aun así, dichas políticas pueden favorecer temporalmente el crecimiento económico y ofrecer, así, una ventana de oportunidad para implementar reformas de carácter más es-

LAS ECONOMÍAS MÁS AVANZADAS EN EL PROCESO DE ENVEJECIMIENTO DEMOGRÁFICO SERÁN LAS QUE MENOS CRECERÁN



FUENTES: ONU, Economic Intelligence Unit y elaboración propia.

tructural que conlleven un aumento de la tasa de fecundidad o avances en la productividad, mejorando así las perspectivas de crecimiento a largo plazo. La alternativa sería adaptar las instituciones y políticas vigentes a la nueva realidad –pues muchas surgieron cuando la estructura demográfica era muy distinta– y, posiblemente, acomodarse a un menor peso relativo de la UE en la economía global futura.

A corto plazo, el futuro de la UE vendrá marcado por la inminente entrada en vigor del Tratado de Lisboa. Entre sus objetivos, el tratado establece allanar el camino a Europa para que ésta se posicione en la escena global futura como «un actor eficaz y relevante». La eficacia, así como la anteposición de la unidad, será ciertamente determinante para lograr dicha relevancia, pero el modo cómo se gestione el reto demográfico también lo será. Decía Séneca que no hay viento favorable para el que no sabe a qué puerto se dirige. Esperemos que Europa decida más temprano que tarde hacia qué destino pone rumbo, que escoja bien y que actúe en consecuencia. Al fin y al cabo ¿no es eso lo que deseamos a todo allegado que pronto se hará mayor? Eso, y que el viento le sea favorable.

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

China: del buey al tigre con vigor

En un par de meses abandonaremos el año del buey, o de la perseverancia, para entrar de lleno en el del tigre, símbolo de vigor y poder. «Persevera y liderarás» parece ser el lema de las autoridades chinas, que se resisten a abandonar la era del crecimiento basado en la inversión y el sector exterior a favor de un mayor protagonismo del consumo doméstico. Sin duda, el inmovilismo del tipo de cambio frente al dólar y la continua inyección de liquidez siguen dando buenos resultados, pero si China desea seguir avanzando a niveles del 8%-10% un cambio de rumbo a medio plazo es inevitable.

Los indicadores avanzados de octubre consolidan la enérgica recuperación del gigante asiático. Por el lado de la oferta, la producción industrial volvió a sorprender con una subida del 16,1% interanual en octubre, muy por encima del 12,3% promedio del segundo trimestre. Sin embargo, octubre de 2008 fue el inicio del periodo de dinámicas decrecientes, por lo que no se puede ignorar el efecto base que

afectará a este y otros índices durante varios meses. En la misma línea, el índice de gestores de compras (PMI) de octubre se situó en el 55,2, superando por octavo mes consecutivo los 50 puntos, umbral entre recesión y expansión.

Del mismo modo, la demanda interna, apoyada por la exuberancia del crédito, sigue avanzando. En octubre, las ventas minoristas crecieron un 16,2% interanual, todavía lejos del 22% del año anterior, pero superando el promedio del segundo trimestre del 15,4%. Las ventas de vehículos se mantienen sólidas, como indica la subida interanual del 71,3%, aunque ligeramente menores que en septiembre –1,2 frente a 1,3 millones de unidades–. El brío del consumo doméstico viene de la mano de la recuperación del mercado laboral. En particular, según una encuesta del Ministerio de Trabajo, la contratación de trabajadores ha subido en el tercer trimestre, después de cuatro trimestres de descensos. Por su parte, la inversión en capital fijo creció un 32,8% interanual en octubre, dejando el promedio anual en un 32%.

Es necesario un cambio de rumbo en la estrategia de crecimiento de China.

La producción industrial se consolida en el rango del 15%-16%.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008	2009			
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	13,0	9,0	6,8	6,1	7,9	8,9	–
Producción industrial	17,5	12,6	6,4	9,7	9,0	12,3	16,1
Producción eléctrica	15,7	6,7	–6,0	–4,3	–0,4	8,0	18,0
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	2,5	–0,6	–1,5	–1,3	–0,5
Balanza comercial (**)	262	297	297	319	296	251	239
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	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

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.

Las ventas de vehículos suben un 71,3%.

Aunque la fuerte actividad de la demanda es un indicio del posible reequilibrio de los motores de arrastre del país, todavía es pronto para sacar conclusiones. Más aún cuando la tasa de crecimiento de la inversión duplica la del consumo; y el superávit de la balanza comercial de octubre vuelve a aumentar hasta 24.000 millones de dólares frente a un promedio mensual de 13.000 millones de dólares en el tercer trimestre. Nuestras primeras estimaciones para 2009 sobre el patrón de crecimiento chino desde el punto de vista de la demanda muestran una aportación de la inversión por encima de la media de los 2000. En concreto, un 60% del impulso podría venir por el lado de la inversión, frente al 50% de años pasados.

También, los miedos deflacionistas de principios de año están cada vez más lejos gracias a la reactivación de la economía. El IPC cayó en octubre un 0,5% interanual frente al 0,8% de septiembre, y muy por debajo del 1,8% de julio. Buena parte de la ralentización en la caída de los precios se explica por el alza en el precio de las materias primas. El traslado de la subida en el precio de la vivienda al IPC debería empujar la inflación a territorio positivo a final de año.

Así pues, todos los indicadores sitúan a China en una senda de fuerte crecimiento. Que ésta perdure en el tiempo dependerá en gran medida de la capacidad de relevo de la demanda interna como fuente de estímulo. Hasta el momento, la inversión sigue siendo clave; sin embargo, parece que se están dando los primeros pasos en la dirección adecuada.

Brasil: Cenicienta siempre fue princesa

Desde hace unos meses, Brasil no deja de acaparar titulares, portadas y elogios en todo el mundo. Inversores, políticos y la comunidad internacional en general han visto en él su nuevo país de las maravillas, un paraíso por explorar en busca de nuevas oportunidades de futuro. Para muchos, Brasil se ha convertido de repente en la Cenicienta de los países emergentes. Sin embargo, su ascenso ha seguido una trayectoria mucho más gradual de la que puede resultar aparente.

La impresionante capacidad de recuperación mostrada por la economía carioca durante la última crisis es el resultado, en gran medida, del buen quehacer de sus

El IPC cae un 0,5% en octubre y se dirige a territorio positivo.

La comunidad internacional fija sus ojos en Brasil.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009			Octubre
			IV	I	II	III		
PIB real	5,6	5,1	1,2	-1,6	-1,2	...	-	
Producción industrial	5,9	2,9	-6,8	-13,6	-11,3	-8,9	...	
Confianza del consumidor (*)	132,3	140,4	132,9	128,5	128,4	141,9	154,3	
Tasa de paro São Paulo (**)	15,0	13,0	11,6	12,6	13,9	13,1	...	
Precios de consumo	3,6	5,7	6,2	5,8	5,2	4,4	4,2	
Balanza comercial (***)	40,0	24,8	24,8	25,0	27,4	26,4	26,5	
Tipo de interés SELIC (%)	12,75	11,25	13,75	11,25	9,25	8,75	8,75	
Reales por dólar (*)	2,1	1,8	2,3	2,3	2,0	1,8	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.

instituciones desde hace casi dos décadas. Ya en los años noventa, se introdujeron algunas de las políticas macroeconómicas que sentaron las bases de su resistencia actual. Entre dichas políticas, cabe destacar aquellas que disponían como prioridades establecer disciplina fiscal y estrechar el cerco a deuda pública e inflación; así como privatizar numerosas empresas o impulsar la apertura exterior.

La apertura exterior ha contribuido ciertamente a la fugacidad de la recesión, pues el apetito externo por sus materias primas ha dado un impulso importante a la recuperación. Asimismo, la disciplina y la estabilidad macroeconómica dieron resistencia al gasto interno al llegar las vacas flacas. De ese modo, y cuando muchos de sus vecinos aún batallan para engancharse al crecimiento, Brasil crea empleo, su producto interior bruto crece a una tasa anualizada cercana al 5% y los pronósticos para 2010 arrojan tasas de crecimiento superiores al 4%.

Los indicadores adelantados del cuarto trimestre no hacen sino reforzar esas expectativas. Por el lado de la demanda, la confianza de los consumidores sigue su

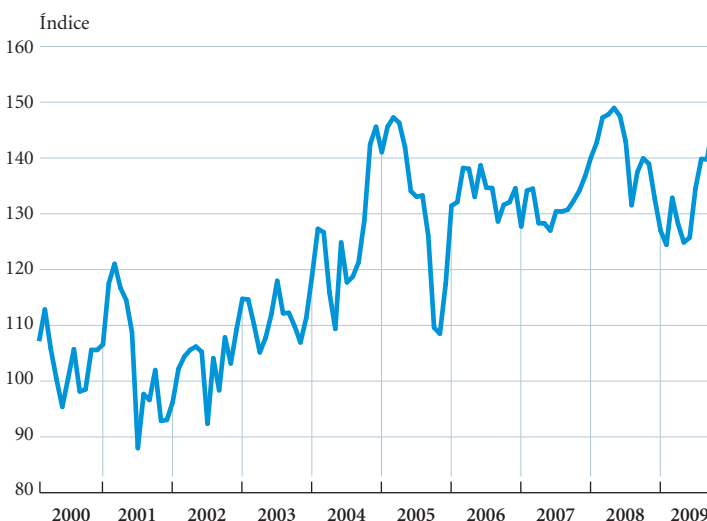
resuelta remontada, alcanzando máximos históricos en octubre (véase gráfico siguiente), en tanto que las ventas minoristas aumentaron un 4,1% interanual en septiembre. Por lo que a la oferta se refiere, el índice de sentimiento empresarial también avanzó con fuerza hasta rozar los 66 puntos, nivel que no lograba desde enero de 2005, mientras que el de la industria ya alcanza niveles precrisis. Esa mejora en el sentimiento coincide con el octavo avance consecutivo de la producción industrial, 0,8% en septiembre respecto a agosto, que sigue aminorando su retroceso interanual. Las ventas de automóviles, aunque anotaron un retroceso del 4,6% respecto a su máximo de septiembre, prosiguen su avance en tasa interanual, con un rebote del 23,1% respecto a octubre de 2008.

Así pues, el aura de optimismo que rodea Brasil y todo lo brasileño desde hace unos meses no parece para nada infundada. Además, las autoridades brasileñas han manifestado su serenidad ante cualquier contratiempo que pudiera entorpecer el avance de su economía. Hoy por hoy, el mayor de dichos contratiempos es la pujante apreciación del real, a la que el gobier-

Recogiendo los frutos de un buen trabajo.

LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR BRASILEÑO, EN MÁXIMOS HISTÓRICOS

Índice de confianza del consumidor



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Las autoridades brasileñas atajan la entrada de capitales.

no respondió en octubre con una nueva tasa sobre las entradas de capital extranjero. En noviembre, la tasa se amplió a los flujos captados por empresas brasileñas en bolsas extranjeras. Aunque la efectividad de dichas medidas no está libre de controversia, sí exponen la determinación de las autoridades brasileñas en pro de la estabilidad y el crecimiento de su economía. Y lo cierto es que, a corto plazo, la apreciación del real se ha tomado un respiro.

México: una de cal... y otra de arena

Tras tres trimestres consecutivos de retroceso y dejando atrás la peor recesión en siete décadas, México se reencontró por fin con un anhelado crecimiento. En el tercer trimestre, el producto interior bruto reportó su primer avance intertrimestral en un año, un 2,9% en cifras desestacionalizadas, aunque no evitó con ello una retracción del 6,3% respecto al mismo periodo del año anterior. Tampoco evitó la revisión a la baja de la calificación de su deuda soberana por parte de la agencia Fitch Ratings quien, aun ratifi-

cándole el grado de inversión, atribuye su decisión a la crisis económica y financiera global y a la elevada dependencia petrolera de los ingresos públicos mexicanos.

El repunte de la economía mexicana en el tercer trimestre se explica, fundamentalmente, por el renovado brío de una demanda externa que se nutre de la incipiente recuperación en Estados Unidos, y por el efecto base de la temporada de gripe en el trimestre anterior. Así pues, el avance del PIB mexicano entre julio y septiembre refleja, por un lado, mejorías en el sector terciario, reponiéndose del impacto inicial de la pandemia, y, por otro, el reciente empuje de la industria, sobre todo la manufacturera, que remontó un 2,1% respecto al segundo trimestre de 2009. Los indicadores avanzados sugieren que esa remontada de la industria tendrá continuidad en el próximo trimestre. En ese sentido, el índice de manufacturas IMEF prosiguió su avance en octubre, hasta ubicarse en 52,9 puntos y superar por cuarto mes consecutivo el umbral de 50 que indica recuperación. Ello refleja, probablemente, el reciente repunte de la producción automovilística,

México se reencuentra con el crecimiento pero no evita una revisión a la baja de la calificación de su deuda soberana.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009			Octubre
			IV	I	II	III		
PIB real	3,3	1,4	-1,7	-9,0	-8,9	-6,3	-	
Producción industrial	2,4	-0,9	-4,5	-9,9	-10,0	-7,0	...	
Confianza del consumidor (*)	104,9	92,2	83,3	80,1	80,5	83,0	77,0	
Tasa de paro general (**)	3,7	4,0	4,3	5,0	5,2	6,3	5,9	
Precios de consumo	-22,7	-11,8	6,2	6,2	6,0	5,1	4,5	
Balanza comercial (***)	-10,1	-17,3	-17,3	-17,6	-15,9	-12,6	-9,3	
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	8,25	6,75	4,75	4,50	4,50	
Pesos mexicanos por dólar (*)	11,0	10,6	13,9	14,2	13,2	13,5	13,1	

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

beneficiaria indirecta del programa «dine-ro por chatarra» al otro lado de Río Bravo.

La progresión positiva de dicha demanda externa será clave en los próximos meses, no sólo para afianzar un pilar fundamental de la recuperación mexicana sino para ayudar a reconstruir los cimientos del otro pilar: una demanda interna que, por el momento, permanece muy tocada por la crisis. En claro contraste con el sentimiento del productor, cuyo indicador avanzó en octubre 1,39 puntos respecto a septiembre, la confianza de los consumidores prosiguió su serpiente de los últimos meses, reulando de nuevo hasta un nivel inferior a 80. Por su parte, las ventas minoristas siguen anotando caídas en términos interanuales, del 4,4% en septiembre, pese a aminorar su retroceso. Parte del lastre que arrastra el consumo doméstico deriva de un mercado laboral cuya tasa de paro, a pesar de mostrar una leve mejoría en octubre, se mantiene en torno al 6%.

En ese contexto de debilidad del consumo interno, y teniendo en cuenta que, en el año entrante, ese consumo deberá asumir el impacto de la reforma fiscal ratificada por el senado, resulta más que bienvenida

la afabilidad de la política monetaria. En cualquier caso, la ausencia de presiones inflacionistas significativas y la relativa apreciación del peso facilitan, de momento, el desempeño del Banco Central de México. Con todo, de cara a 2010, esperamos crecimiento en torno al 4%, impulsado por la gradual recuperación tanto de las exportaciones como del gasto interno, y es de esperar que, a medida que el crecimiento recupere su vigor, la inflación también despierte de su letargo.

El petróleo mantiene lo ganado

El precio del petróleo ganó una temporal estabilidad después de meses de alzas continuadas. Entre el 20 de octubre y el 19 de noviembre el crudo ganó un 1,0%, llegando a los 77,65 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes). Con ello, el crudo acumula un incremento del 98,6% en el año corriente y un avance interanual del 51,1%.

La subida del petróleo, y de otras materias primas en general, obedece a la recuperación de la demanda mundial, especialmente en el capítulo de la producción

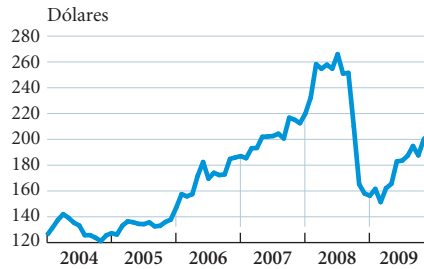
La demanda externa tira del carro pero la doméstica sigue tocada.

La confianza de los consumidores recula de nuevo.

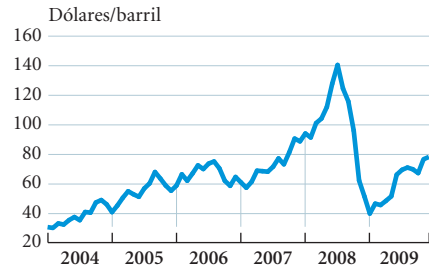
El precio del crudo se mantiene en los 78 dólares, el doble respecto a inicios de año.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

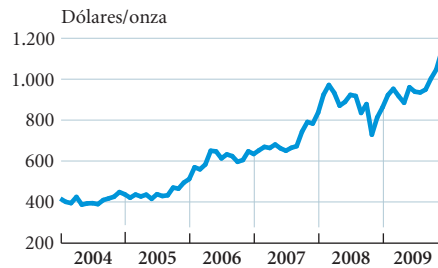
Índice «The Economist»



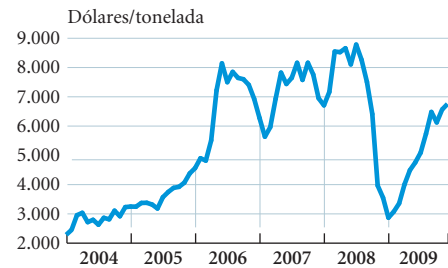
Petróleo Brent



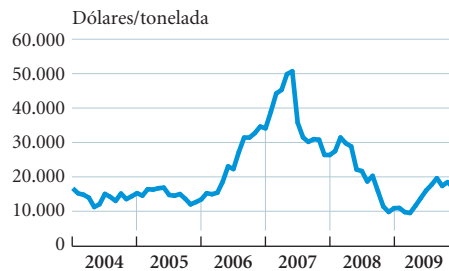
Oro



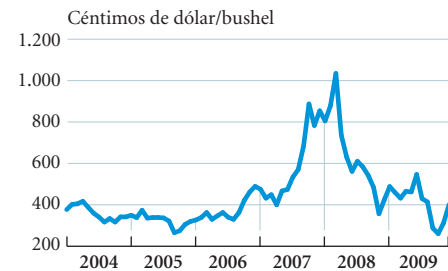
Cobre



Níquel



Trigo



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

La recuperación de la producción industrial encarece las materias primas.

industrial. Las escasas tensiones inflacionistas a corto plazo y las señales de los bancos centrales, apuntando al mantenimiento de políticas laxas, también tiraron los precios al alza, mientras que el oro se benefició de la debilidad del dólar.

Los precios de las materias primas siguieron mostrando subidas generalizadas. El índice *The Economist* de materias primas

subió un 2,4% entre el 20 de octubre y el 19 de noviembre, llevando el incremento en el año corriente hasta el 31,3%. Destacaron los avances del oro, que cosechó nuevos máximos históricos, y los del trigo, que se encareció un 22,7% en este último mes, mientras que los metales básicos también presentaron avances, con la excepción del níquel.

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: fin de la recesión

La eurozona creció un 0,4% intertrimestral en el tercer trimestre, la primera tasa de crecimiento positiva después de más de una año de retrocesos. Si, como prevemos, en el cuarto trimestre se registra un nuevo crecimiento, se habría puesto punto final a la recesión si nos atenemos a la definición tradicional. De todas formas, en términos interanuales la tasa de variación es aún negativa, del 4,1% concretamente, y no prevemos que alcance terreno positivo hasta el primer trimestre de 2010. Además, la incertidumbre todavía es muy elevada, como recuerda en todas sus apariciones el gobernador del Banco Central Europeo (BCE) J.-C. Trichet, con lo que todavía no se puede descartar con rotundidad una recaída.

A pesar de no disponer aún de la desagregación por componentes, muy probablemente el sector exterior y los planes de estímulo económico habrán sido los principales soportes de la recuperación. Las exportaciones, después de retroceder inesperadamente en agosto, en septiembre volvieron a avanzar con fuerza y han cerrado el tercer trimestre con una subida del 3,7%. Las importaciones también aumentaron, aunque en menor medida. Es por ello que el sector exterior se vuelve a postular como uno de los firmes soportes de la recuperación a pesar del importante repunte que ha experimentado el euro en los últimos meses.

Los planes de estímulo económico son el segundo eje sobre el que se está verte-

La eurozona sale de la recesión con un crecimiento intertrimestral del 0,4%.

El sector exterior se postula como el principal soporte de la recuperación.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB	2,7	0,6	-1,8	-4,9	-4,8	-4,1	-
Ventas al por menor	1,8	-0,6	-1,7	-3,1	-2,3	-2,4	...
Confianza del consumidor (1)	-4,9	-18,0	-27,1	-32,5	-27,9	-21,3	-17,7
Producción industrial	3,5	-1,7	-8,9	-18,5	-18,6	-14,6	...
Sentimiento económico (1)	108,9	91,1	75,6	65,7	70,2	79,9	86,2
Tasa de paro (2)	7,4	7,5	8,0	8,8	9,3	9,6	...
Precios de consumo	2,1	3,3	2,3	1,0	0,2	-0,4	-0,1
Balanza comercial (3)	20,1	-1,2	-31,7	-36,4	-31,8	-4,4	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	4,3	4,6	4,2	2,0	1,3	0,9	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	107,9	113,0	109,1	111,9	113,2	114,3	116,6

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 VENTAS MINORISTAS CONTINÚAN ESTANCADAS

Índice de ventas minoristas, tasa de variación interanual



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

El consumo privado sigue muy débil.

brando el proceso de salida de la crisis, hecho que se materializa en el aumento sostenido del consumo público, pero sobre todo, en el repunte del consumo duradero y la inversión pública. El consumo privado, de todas formas, no esperamos que haya contribuido positivamente al crecimiento de la economía, pues el consumo de los bienes no duraderos continúa muy débil. Muestra de ello es la evolución de las ventas al por menor. En el mes de septiembre la caída aumentó hasta el 3,6% interanual. Además, si bien todos los indicadores de confianza siguen recuperándose con firmeza, aún se encuentran en niveles muy bajos.

Una situación similar es la que está experimentando la inversión. Los principales indicadores de actividad continúan repuntando con relativa celeridad. La producción industrial, que llegó a caer más de un 20% interanual en el mes de abril, en el mes de septiembre había conseguido reducir el retroceso hasta el 12,9%. Los indicadores de confianza industrial y los

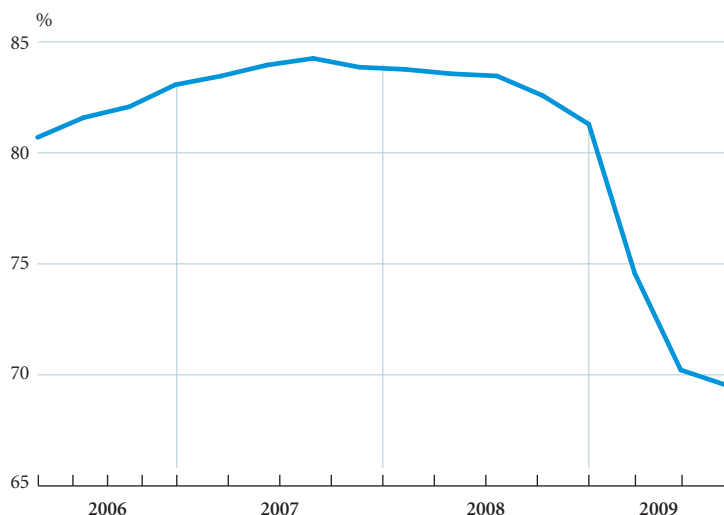
índices PMI de los gestores de compras apuntan a que esta tendencia continuará en los próximos meses. De hecho, tanto el índice PMI del sector manufacturero como el del sector servicios ya se han situado por encima de los 50 puntos, nivel a partir del cual se espera una expansión del sector. Sin embargo, en el corto plazo la inversión sólo conseguirá aminorar el ritmo al que venía contrayéndose, y no será hasta 2010 que empezará a anotar tasas de crecimiento positivas. Dos factores, principalmente, están retrasando la recuperación de la inversión: la utilización de la capacidad productiva y las condiciones financieras.

La utilización de la capacidad productiva continúa en mínimos históricos. En el tercer trimestre bajó hasta el 69,6%, pero merece la pena remarcar que aminoró sensiblemente el ritmo al que venía contrayéndose, y todo apunta a que en el cuarto trimestre empezará a recuperarse. El crédito al sector privado registró por primera vez en su corta historia una tasa

La mejora de la actividad aún no se traslada a la inversión.

LA UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA TOCA FONDO

Utilización de la capacidad productiva



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

de crecimiento interanual negativa. Ello muestra que la demanda de crédito se encuentra muy débil, y que los efectos de la recesión aún se hacen sentir sobre el sector financiero.

La robustez que está mostrando la recuperación de los indicadores avanzados de actividad, junto con el crecimiento previsto para los principales socios comerciales de la eurozona, ha hecho que revisásemos ligeramente al alza las previsiones de crecimiento para el año próximo hasta el 1,2%. Ello, naturalmente, no quiere decir que los riesgos a la baja hayan desaparecido. Uno de los más importantes continúa siendo el mercado laboral. Si la recuperación del consumo y la inversión se demorasen unos trimestres más de lo previsto, el repunte de la tasa de paro podría ser importante. Desde el inicio de la recesión, el número de parados no ha cesado de aumentar y en el mes de septiembre ya superaba con creces los 15 millones. De todas formas, si comparamos el aumento del paro respecto a la his-

tórica caída de la actividad, ha sido mucho menor que en recesiones anteriores. Ello es debido a los programas de ajuste temporal de plantillas y de reducción de la jornada que se han llevado a cabo en los distintos países de la eurozona. Unas medidas que podrían estar llegando a su límite y podrían no ser capaces de aguantar un nuevo deterioro de la actividad.

Una demora en la recuperación del consumo y la inversión, además, volvería a poner la inflación en tasas inusualmente bajas el año que viene. En el corto plazo esperamos que el efecto de la caída del precio del petróleo vaya desapareciendo. El índice de precios al consumo armonizado (IPCA) en el mes de octubre moderó el retroceso hasta el 0,1%, y muy probablemente en el mes de noviembre anotará una tasa de variación interanual positiva. Pero la inflación subyacente sigue disminuyendo lentamente cada mes. En octubre bajó una décima más y se situó en el 1%. Además, las expectativas de la evolución futura de los precios tampo-

Un repunte de la tasa de paro sigue siendo el mayor riesgo en el medio plazo.

Ausencia de tensiones inflacionistas.

El BCE aplazará la subida de tipos hasta finales del año próximo.

co apuntan a que se produzca un cambio de tendencia en el corto plazo. Tanto en el comercio, como en la industria y los servicios la presión sobre los precios continuará disminuyendo en los próximos meses.

Un escenario de debilidad del consumo y la inversión mayor de lo previsto también supondría un nuevo reto para el BCE. De momento ha avisado que las medidas extraordinarias tomadas para reforzar la liquidez en los mercados financieros se empezarán a retirar pronto. No esperamos que el BCE suba el tipo de referencia antes de otoño del año próximo, una vez haya síntomas convincentes de que el consumo y la inversión se hayan empezado a recuperar.

Los riesgos existen, pero están claramente identificados. Es por ello que tanto los gobiernos de los distintos países de la eurozona, como sus principales instituciones comunitarias disponen de un tiempo de oro para evitar que se materialicen. En este sentido, la entrada en vigor del Tratado de Lisboa este mes de diciembre debe aprovecharse para afrontar con mayores garantías el proceso de recuperación.

La economía alemana crece un 0,7% intertrimestral en el tercer trimestre.

Alemania apuesta por la reducción de impuestos

Alemania celebró el vigésimo aniversario de su unificación con el anuncio de un nuevo repunte del producto interior bruto (PIB), del 0,7%, en el tercer trimestre respecto al trimestre anterior. Este dato confirmó la recuperación de la economía germana tras registrar, en la primera mitad de 2009, su mayor recesión desde la Segunda Guerra Mundial. Ello ha provocado una revisión de nuestras previsiones, que se concretan ahora en una caída del 4,8% en 2009 y un crecimiento del 1,5% en 2010. Esta recuperación se alinea con las nuevas previsiones de los principales institutos económicos. Sin embargo, parafraseando al consejo económico asesor del gobierno alemán (conocido como «los cinco sabios») en su informe anual: «Hay recuperación pero no auge».

Esta afirmación se debe a la ausencia de un claro referente que apunte el crecimiento de la economía a medio plazo. Así, a diferencia del trimestre anterior, en que todos los componentes del PIB contribuyeron al crecimiento de la economía, se observa que en el tercer trimestre sólo la

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008	2009			
			IV	I	II	III	Octubre
PIB	2,6	1,0	-1,8	-6,7	-5,9	-4,8	-
Ventas al por menor	-3,0	-0,5	-0,4	-2,8	-1,6	-1,9	...
Producción industrial	5,9	-0,1	-7,5	-20,0	-19,3	-15,6	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	86,2	82,6	84,7	89,7	91,9
Tasa de paro (**)	9,0	7,8	7,6	8,0	8,2	8,2	8,1
Precios de consumo	2,3	2,6	1,7	0,9	0,3	-0,3	0,0
Balanza comercial (***)	181,5	195,3	183,0	159,6	138,9	131,1	...

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.

inversión aumentó significativamente, con un crecimiento del 1,3% intertrimestral. Por otro lado, se registró una corrección del consumo privado del 0,9%, mientras que el consumo público, principal estabilizador de la economía durante el periodo de recesión, se estancó. Además, el crecimiento de las importaciones, superior al de las exportaciones (5,0% y 3,4% respectivamente), evitó una nueva mejora del sector exterior. Sólo la desaceleración de la reducción de las existencias contribuyó también favorablemente al crecimiento del PIB.

El crecimiento de la inversión puede sorprender, teniendo en cuenta la baja utilización de la capacidad productiva, que en noviembre se situaba diez puntos porcentuales por debajo de la media de los últimos años. Sin embargo, el repunte de la producción y los pedidos industriales en los últimos meses, con aumentos intermensuales del 2,7% y 1,5% respectivamente en septiembre, explican esta recuperación de la inversión, como se observa en el gráfico siguiente. Además,

la inversión pública se incrementó, a partir del segundo trimestre de 2009, debido a los planes de estímulo económico implementados por el gobierno. El nuevo aumento del índice IFO de confianza empresarial en el mes de noviembre hace prever que esta tendencia de la inversión se mantenga durante los próximos trimestres.

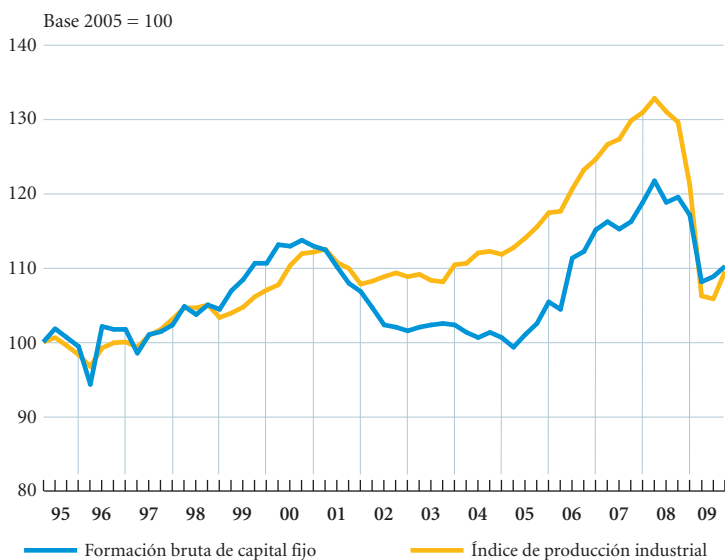
Por el lado de la demanda, la recuperación de la economía europea y el aumento de la demanda de bienes de capital seguirán incrementando las exportaciones alemanas, situando al sector exterior como uno de los motores de la economía. El consumo privado, en cambio, continuará debilitándose a corto plazo, siguiendo la senda marcada por las ventas minoristas, que en el tercer trimestre se redujeron un 0,9% intertrimestral. Se espera que la finalización, en noviembre, del plan de ayuda para la compra de automóviles y la creciente incertidumbre respecto al mercado laboral mantengan esta tendencia. Por lo que se refiere a este último, la tasa de desempleo registró en octubre una

La mayor actividad industrial alienta la inversión.

El consumo seguirá debilitándose durante los próximos trimestres.

EL REPUNTE DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL ELEVA LA INVERSIÓN

Índices



FUENTES: Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

El aumento del déficit alemán pone en duda la idoneidad del recorte impositivo.

nueva reducción hasta el 8,1%, pero todo apunta que en los próximos meses registrará un claro repunte.

Para hacer frente a esta reducción del consumo, el nuevo ejecutivo alemán decidió implementar una reducción de los impuestos a partir del año 2010. Se estima que este recorte equivaldrá a 24.000 millones de euros (más del 1,0% del PIB germano). Con esta medida se pretende incentivar el consumo de los hogares, especialmente de aquéllos con hijos o con rentas bajas, que serán los principales beneficiarios.

Sin embargo, existen reticencias al respecto de la efectividad y consecuencias de esta medida, incluso en el seno del partido de Angela Merkel. En primer lugar, la elevada propensión al ahorro de la sociedad alemana y el, más que probable, deterioro de la tasa de desempleo en 2010 no aseguran que el aumento de la renta de los hogares se traduzca en un mayor consumo. Además, la reducción de los ingresos deteriorará aún más las cuentas públicas. La Comisión Europea estima que el déficit alemán alcanzará el 5,0% del PIB en 2010, elevando el endeudamiento público hasta cerca del 80,0% del PIB. Ante esta situación han surgido numerosas voces, entre ellas la del Bundesbank y la de los «cinco

sabios», que critican la falta de una estrategia que permita reducir el déficit a medio plazo para volver a niveles sostenibles.

Francia vuelve a crecer en el tercer trimestre

La economía francesa confirmó su recuperación en el tercer trimestre con un crecimiento del 0,3% intertrimestral, el segundo registrado de forma consecutiva. Como consecuencia, la caída interanual de la economía gala se redujo de nuevo en este periodo, apuntando hacia una contracción de la economía en 2009 por encima del 2% respecto al año anterior, según el consenso. Nuestras previsiones consideran que a partir del primer trimestre de 2010 la economía registrará de nuevo crecimientos interanuales.

El análisis de los distintos componentes del PIB muestra que este repunte se ha sustentado principalmente sobre la mejora del consumo (público y privado) y del sector exterior, compensando así una nueva reducción de la inversión. Se espera que en los próximos trimestres el consumo público y las exportaciones netas mantengan esta tendencia, convirtiéndose en los principales motores de la economía, mientras que el consumo privado,

La economía gala confirma su recuperación en el tercer trimestre.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				
			IV	I	II	III	Octubre
PIB	2,3	0,3	-1,7	-3,5	-2,9	-2,4	-
Consumo de los hogares	4,8	-0,6	-2,5	-1,0	0,2	-0,2	...
Producción industrial	1,2	-2,4	-8,8	-15,6	-14,7	-11,0	...
Tasa de paro (*)	8,3	7,9	8,3	8,9	9,4	9,8	...
Precios de consumo	1,5	2,8	1,8	0,6	-0,2	-0,4	-0,2
Balanza comercial (**)	-33,8	-48,7	-54,9	-54,3	-52,0	-44,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

que redujo su crecimiento durante el tercer trimestre, seguirá perdiendo peso.

Los indicadores de mayor frecuencia ponen de manifiesto esta debilidad del consumo. Así, a pesar de la caída de precios de los últimos trimestres, las ventas minoristas siguen sin mostrar una clara recuperación. Todo hace prever que el mercado laboral, que en septiembre ya alcanzaba la mayor tasa de paro desde 1999, con un 10%, continuará deteriorándose el próximo año. Ello, junto al repunte esperado de los precios en los últimos meses de 2009, mantendrá el consumo privado en un segundo plano, especialmente con el fin de los estímulos fiscales destinados a incentivar el consumo.

Por otro lado, la producción industrial se redujo en septiembre después de cuatro meses consecutivos registrando aumentos. Ante esta perspectiva y la baja utilización de la capacidad productiva, del 70,8% en el tercer trimestre, la inversión se mantendrá en niveles reducidos. Esto, sin embargo, no evitó un nuevo incremento de la confianza industrial en el mes de octubre.

El mayor peso del sector público galo, que permitió contener la caída de la economía en 2009, provocará que el repunte en 2010 sea menor que el de otras economías europeas, con un crecimiento previsto del PIB del 1,3%. Sin embargo, existen algunos riesgos que podrían frenar esta recuperación: el mayor deterioro del mercado laboral o el menor crecimiento de la demanda por parte de la Unión Europea. Es por esto que la ministra de finanzas Christine Lagarde se muestra cauta al analizar la evolución de la economía gala y aboga por el mantenimiento de las ayudas del gobierno para estimular la economía en 2010.

En esta dirección se perfila el nuevo plan de estímulo por parte del gobierno para

el año que viene, de 35.000 millones de euros, destinados en gran parte a la educación universitaria y la tecnología. De éstos, se espera que un tercio provenga de la devolución, por parte del sistema financiero francés, de parte de las ayudas recibidas en 2009. El monto restante (1,3% del PIB) será financiado con la emisión de deuda pública, motivo por el que este plan se denomina «Le grand emprunt» (el gran préstamo). Esto debilitará aún más las cuentas públicas francesas, que según las estimaciones del gobierno, alcanzarán déficits del 8,2% y 8,5% del PIB en 2009 y 2010, respectivamente. Ante esta situación, la ministra de finanzas considera muy difícil poder rebajar el déficit hasta el 3,0% en 2013 como exige la Unión Europea.

La economía italiana confirma que lo peor ya ha pasado

La economía italiana salió de la recesión en el tercer trimestre con un crecimiento del PIB del 0,6% intertrimestral, dejando atrás quince meses de caídas consecutivas. Este fuerte aumento, el mayor desde el cuarto trimestre de 2006, ha provocado una revisión, por parte del consenso, de las previsiones sobre la evolución de la economía transalpina en 2009, situando la caída respecto a 2008 en un 4,5%-5,0%.

A pesar de no disponer aún del desglose por componentes, todo apunta hacia la recuperación de las existencias como el principal motivo de este importante repunte. La débil mejora del consumo privado, alentado por las ayudas públicas, y del sector exterior también han contribuido favorablemente. La inversión, por su lado, mantiene su caída a pesar del aumento de su componente público. Como consecuencia, se prevé que la recuperación será más débil en los próximos trimestres, sin que exista un claro soporte de la economía a corto plazo.

Esperamos un crecimiento del 1,3% en 2010 aunque existen ciertos riesgos.

El gobierno lanza un nuevo plan de estímulo de 35.000 millones de euros.

La economía italiana sale de la recesión en el tercer trimestre aunque se mantiene frágil.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				Octubre
			IV	I	II	III	
PIB	1,5	-1,0	-2,9	-6,0	-5,9	-4,6	-
Ventas al por menor	1,3	-0,3	-1,7	-2,9	-1,2	...	...
Producción industrial	2,2	-3,4	-10,7	-21,1	-22,9	-16,0	...
Tasa de paro (*)	6,2	6,7	7,0	7,3	7,4	...	-
Precios de consumo	1,8	3,3	2,8	1,5	0,8	0,1	0,3
Balanza comercial (**)	-12,8	-10,0	-12,3	-11,1	-9,1	-5,3	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El consumo y las exportaciones crecerán débilmente.

La reducción de la confianza del consumidor en los meses de septiembre y octubre confirma esta percepción. Así, el aumento del desempleo y de la inflación, que en julio alcanzó su nivel más bajo de las últimas cuatro décadas, debilitarán el crecimiento del consumo de los hogares durante los próximos trimestres. Como consecuencia, las ventas minoristas seguirán sin reflejar una tendencia clara, después de la caída del 5,8% intermensual observada en agosto. Por otro lado, las ayudas a la compra de automóviles sustentarán las ventas de bienes duraderos. La recuperación económica de la Unión Europea hace prever que se mantenga la mejora de la balanza comercial durante los próximos meses. Sin embargo, el repunte de las importaciones evitará que sea a un ritmo tan elevado como hasta el momento.

Ante estas perspectivas de demanda y la caída de la producción industrial en septiembre, del 5,3% respecto al mes anterior, se espera que la inversión privada no se recupere hasta la segunda mitad de 2010 a pesar del nuevo aumento de la confianza empresarial en el mes de octubre. Además, la elevada deuda pública alcanzará el 115% este año según las estimaciones de la Comisión Europea. Ello no permitirá que el consumo público se

erija como uno de los sustentos de la economía italiana, a diferencia de lo que ha sucedido en otros países europeos.

Reino Unido: el final de una recesión más larga de lo previsto

Tal y como apuntaba la primera estimación, la economía británica no consiguió crecer en el tercer trimestre de 2009 y la recuperación continúa rezagada respecto a las principales economías mundiales. El dato final, revisado ligeramente al alza, indica un descenso intertrimestral del PIB del 0,3% en el tercer trimestre (un 5,1% interanual).

En dicho periodo, el consumo privado moderó su descenso, hecho parcialmente anticipado por la clara mejora en estos últimos meses de los principales indicadores avanzados de demanda, como las ventas al por menor o la confianza de los consumidores. Sin embargo, las condiciones aún restrictivas de crédito y la subida del IVA en enero amenazan la confirmación de esta tónica positiva. La evolución del mercado laboral, marcado por un deterioro de la remuneración más que por una alta destrucción de empleo, también afecta negativamente al consumo de los hogares.

Inversión y gasto público no contribuirán al crecimiento italiano hasta la segunda mitad de 2010.

El PIB británico decreció un 5,1% interanual en el tercer trimestre.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				Octubre
			IV	I	II	III	
PIB	2,6	0,6	-2,0	-5,0	-5,5	-5,1	-
Ventas al por menor	4,2	2,6	1,8	0,4	0,9	2,6	3,5
Producción industrial	0,3	-3,1	-8,1	-12,5	-11,7	-10,4	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,8	3,4	4,2	4,7	4,9	5,1
Precios de consumo	2,3	3,6	3,9	3,0	2,1	1,5	1,5
Balanza comercial (**)	-83,4	-93,7	-94,1	-91,8	-88,4	-83,7	...
Tipo de interés Líbor 3 meses	5,3	6,0	6,3	2,8	1,6	1,2	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	103,9	97,6	89,4	73,9	77,0	83,7	79,0

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.

La inversión corrigió su trayectoria descendente: disminuyó un 0,3% intertrimestral en el tercer trimestre, cifra que contrasta con el 5,2% negativo del trimestre anterior. El mayor optimismo evidenciado por las principales encuestas de sentimiento económico y empresarial también refuerza la idea de que se está produciendo un cambio de tendencia. No obstante, otros indicadores, como la continua merma de la producción industrial, nos hacen ser un poco más cautos con estas esperanzadoras conclusiones.

El impacto positivo del gasto público sobre el crecimiento económico, reflejo de las políticas fiscales expansionistas, se verá atenuado a medio plazo por las medidas de contención del déficit fiscal. De hecho, el crecimiento interanual del gasto público en el tercer trimestre de 2009 –un 1,9%– ha sido el más bajo desde que se inició la recesión. Por otro lado, el sector exterior, que contribuyó 0,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, supondrá un factor de recuperación para la economía británica de mayor alcance gracias a la depreciación de la libra esterlina y a la recuperación de la economía mundial.

Indudablemente, las perspectivas de recuperación están mejorando, pero ésta se materializa a un ritmo más lento del previsto. Por este motivo, el Banco de Inglaterra decidió aumentar en noviembre el programa de adquisición de bonos en 25.000 millones de libras. Con todo, se esperaba un estímulo monetario superior, lo que sugiere que los riesgos inflacionarios pesan cada vez más. Pero, aun así, es poco probable y recomendable un fin próximo de los estímulos monetarios. El PIB británico ha decrecido durante seis trimestres consecutivos, acumulando un descenso total del 6%, y los efectos de la recesión sobre el sistema financiero o el mercado laboral se prolongarán aunque se produzcan crecimientos positivos en los próximos trimestres.

Europa emergente: 2010, el año de la recuperación

A medida que 2009 se aproxima a su finalización, el panorama de 2010 empieza a tomar forma. En una perspectiva temporal amplia, si 2009 fue el año de la fase aguda de la crisis crediticia global y del inicio de su superación en Europa emer-

El sector exterior será uno de los factores claves de recuperación.

El Banco de Inglaterra intensifica los estímulos monetarios.

En 2010 debería consolidarse la recuperación en la Europa emergente.

Aunque la fase aguda de la crisis queda atrás, la expansión de la actividad todavía es débil.

gente, 2010 debería ser el de la consolidación de la recuperación y, si los acontecimientos no se tuercen, la antesala de un 2011 con la región acercándose al crecimiento potencial. ¿Qué podría ir mal? Una forma de encarar la cuestión es partir de los desarrollos actuales para luego identificar algunos factores que podrían afectarlos negativamente.

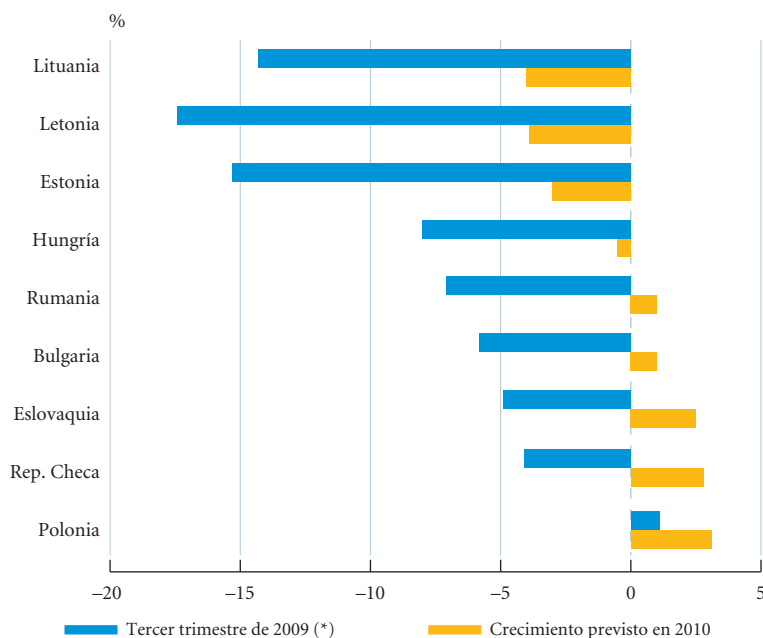
En términos muy generales, las dos grandes tendencias recientes más notables son la recuperación de la actividad y la normalización del ámbito financiero. Aunque la mencionada reactivación económica todavía es poco intensa, como recuerda la evolución del PIB en el tercer trimestre de 2009, y muy dependiente del sector exterior, se prevé que se consolide en los próximos trimestres. Por el momento, los indicadores de actividad del cuarto trimestre, como el de sentimiento económico, apuntan a que el crecimiento se está acelerando en el tramo final de 2009.

Por lo que se refiere al frente financiero, queda lejos el aciago primer trimestre. Entre últimos de febrero y mediados de marzo se inició una paulatina, pero persistente, apreciación de las divisas y un notable ascenso de las bolsas de la región, una tendencia que alcanza los finales de 2009. Para remachar el cambio de tercio financiero, desde el primer trimestre los indicadores de riesgo-país se han rebajado notablemente y los flujos financieros de capitales han tendido a recuperarse.

Estas tendencias positivas de la actividad real y financiera apoyan un escenario de crecimiento medio en 2010 en Polonia, República Checa y Eslovaquia, países que han sufrido en menor grado que el resto de la región en el presente 2009 debido a sus menores desequilibrios macroeconómicos acumulados. Un segundo grupo lo formarían países como Hungría, Rumania y Bulgaria, que se moverían en las cercanías del crecimiento cero. Este com-

EUROPA EMERGENTE SE ALEJA DE LA RECESIÓN

Variación interanual real del producto interior bruto



NOTA: (*) Para Polonia y Letonia los datos se refieren al segundo trimestre.
FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

portamiento derivará del hecho que la mejora de la actividad más vinculada al exterior se verá lastrada por el notable ajuste interno que están realizando, en respuesta precisamente a los excesos macroeconómicos de la época de bonanza. Finalmente, los países bálticos se mantendrían todavía en la zona de la recesión.

Nos interrogábamos anteriormente sobre qué factores podrían descarrilar esta recuperación. Los riesgos principales probablemente son tres: que la demanda se debilite inesperadamente, que se produzca un aumento del riesgo-país y que los efectos diferidos de la crisis sean más intensos de lo previsto. El primero de dichos riesgos podría materializarse si la evolución de la eurozona fuese sensiblemente inferior al 1,2% previsto para 2010. En la misma línea, si, a causa de la finalización de los paquetes de ayuda para la adquisición de automóviles, la demanda de coches cayese de forma ostensible, los efectos en las economías más dependientes del sector serían adversos.

La segunda amenaza para el cumplimiento del escenario previsto es un aumento apreciable del riesgo-país. Ello podría complicar la financiación internacional de la recuperación. Aunque existen múltiples factores que podrían subyacer a un hipotético cambio sobre la percepción del riesgo-país por parte de los inversores internacionales, la cuestión de la consoli-

ción fiscal que se tendrá que encarar en el futuro ha suscitado preocupación en los últimos tiempos. Este proceso se antoja problemático porque en un escenario trufado de citas electorales en 2010 y 2011 y unas coaliciones gubernamentales no siempre sólidas, el capital político para afrontar recortes de gasto público puede ser escaso.

Finalmente, el tercer foco de riesgo para 2010 es el relativo a un impacto de los efectos diferidos de la crisis más agudo de lo esperado. En particular, preocupan el aumento del paro y de la morosidad bancaria. Así, de acuerdo con las previsiones, la tasa de paro se situará, en la zona del 8%-15% en Eslovaquia, Rumania, República Checa, Hungría y Polonia, y en el rango que va del 15% al 20% en Bulgaria, Estonia, Letonia y Lituania. Cualquier desviación de calado de estas cifras, de por sí las peores en muchos años, afectaría negativamente a la esperada recuperación de la demanda interna y, a su vez, a la morosidad bancaria. Esta última variable debería repuntar a lo largo de la primera mitad de 2010, para luego empezar a moderarse de forma paulatina. Si los niveles de morosidad alcanzados fuesen significativamente peores de lo previsto o se prolongasen más allá en el tiempo, el mantenimiento de la solvencia bancaria, actualmente firme, requeriría nuevas inyecciones de capital.

La situación financiera también se ha reconducido notablemente.

La recuperación dependerá críticamente de que la expansión europea se mantenga y que los riesgos políticos no se desborden.

Atención al aumento del paro y de la morosidad en 2010.

Lisboa, diez años después

Hace poco menos de diez años, en el Consejo Europeo celebrado en Lisboa en 2000, la Unión Europea (UE) lanzó una ambiciosa agenda de reformas económicas. El objetivo era convertirse en la economía más dinámica y competitiva del mundo en 2010, recortando la distancia que separaba Europa de los Estados Unidos. Los resultados de la Estrategia de Lisboa, sin embargo, van camino de quedarse cortos en relación con sus objetivos. A pocos meses de que el Consejo Europeo, bajo la presidencia española de la UE, apruebe una nueva estrategia económica para el próximo decenio, merece la pena evaluar qué ha ido bien y qué podría haber ido mejor con Lisboa.

La Estrategia de Lisboa, aunque ha ido sufriendo algunas modificaciones a lo largo de los años, se ha asentado sobre tres pilares: la economía del conocimiento, tratando de impulsar la investigación y el desarrollo (I+D); el empleo, con el objetivo central de mejorar las tasas de ocupación; y el medioambiente, con la finalidad de reducir las emisiones de gases invernadero. Sobre la base de estos pilares, han surgido un amplio conjunto de medidas estructurales y propuestas de acción en áreas que abarcan desde la política fiscal hasta el mercado único, pasando por políticas activas del mercado de trabajo o inversiones en infraestructuras transfronterizas. Por su ambición, Lisboa ha incidido en ámbitos que siguen siendo competencias de los estados miembros y, en consecuencia, el poder efectivo de la UE en la implementación de la estrategia ha sido limitado. Precisamente, la falta de progresos bajo Lisboa se ha achacado a la sobrecarga de la agenda, los conflictos que han aparecido entre múltiples prioridades y, especialmente, a la falta de un mecanismo de coordinación suficientemente estricto.

SELECCIÓN DE OBJETIVOS CUANTITATIVOS PARA LA UE-15 EN LA AGENDA DE LISBOA

	1999	2008	Objetivo 2010
Tasa de empleo total (%) (1)	62,5	67,3	70
Tasa de empleo femenina (%) (2)	53,0	60,4	60
Tasa de empleo grupo 55-64 años (%) (3)	37,1	47,4	50
Gasto en I+D (% del PIB) (4)	1,9	1,9	3
Emisiones de gases invernadero (índice 1990 = 100) (4)	96,1	95,0	92

NOTAS: (1) Porcentaje de ocupados sobre población en edad de trabajar.

(2) Porcentaje de mujeres ocupadas sobre la población femenina en edad de trabajar.

(3) Porcentaje de ocupados de 55-64 años sobre la población del mismo grupo de edad.

(4) El dato más reciente se refiere a 2007.

FUENTE: Eurostat.

Aunque se han producido avances, es probable que no se cumpla ninguno de los principales objetivos cuantitativos fijados en la Agenda de Lisboa para el conjunto de la UE-15 (véase tabla anterior). Las últimas cifras disponibles indican que la tasa de empleo sólo superaba el 70% en Dinamarca, Alemania, Países Bajos, Finlandia y Suecia. Francia y especialmente Italia destacaban por sus pobres mejoras desde 1999. En España, la progresión hasta 2008 fue muy notable pero la destrucción de empleo en el último año nos alejará del objetivo de Lisboa además de devolvernos a las posiciones de cola dentro de la UE-15. El objetivo de tasa de empleo para el grupo de edad entre 55 y 64 (50%) tampoco parecía alcanzable a la vista de los pésimos resultados de Italia, Bélgica y Francia (todos ellos alrededor del 35%). Respecto a la tasa de empleo femenina, aunque parecía estar cerca de cumplir con el objetivo de Lisboa, es muy probable que la recesión de 2009 lo impida. En cuanto al gasto en I+D, sólo Finlandia y Suecia superaban el objetivo del 3% del PIB, algo que por otra parte ya sucedía diez años atrás, pero el aumento para la UE-15 entre 1999 y 2007 no ha alcanzado siquiera media décima de PIB (0,04%). La única posibilidad de cumplir con un objetivo cuantitativo de Lisboa parece que se limita a la reducción de emisiones pero, si se consigue, será en buena parte gracias a la recesión económica de 2009.

De todas formas, sería injusto ser excesivamente crítico con la situación económica de la UE tras diez años de Lisboa cuando varios estados miembros ocupan posiciones de cabeza en distintos *rankings* de competitividad. Por ejemplo, el Foro Económico Mundial sitúa a Suecia, Dinamarca, Finlandia, Alemania y Países Bajos entre las diez economías más competitivas del mundo. Ello atestigua que existen buenas prácticas y ejemplos de dinamismo dentro de la UE. El reto está en extenderlas, en la medida de lo posible, a otros países de la Unión, especialmente a las economías grandes más rezagadas: Francia, Italia y España. Aun así, el papel de las instituciones europeas como catalizadoras de este proceso no puede exagerarse. La Comisión o el Parlamento Europeo pue-

den coordinar o recomendar las reformas necesarias para ganar competitividad, e incluso pueden jugar el útil papel de chivo expiatorio para que los países decidan implementarlas, pero en la mayoría de los casos no pueden forzarlas. El compromiso político de los estados miembros es un ingrediente absolutamente necesario y prácticamente nunca puede reemplazarse con una directiva comunitaria. Ello es especialmente evidente en el caso, por ejemplo, de las reformas del mercado laboral.

Sin dejar de ser realistas, la estrategia que suceda a Lisboa puede incorporar algunos cambios que amplíen la capacidad de influencia de la UE. En primer lugar, las reformas prioritarias deberían tener un mayor reflejo en el presupuesto comunitario. Así, los fondos provenientes de Bruselas se convertirían en un acicate para el proceso reformador (por ejemplo, en el área de la investigación). Por otro lado, una agenda de reformas más selectiva, concentrada en aquellas medidas que se consideren más relevantes y que más puedan beneficiarse de una coordinación entre países, contribuiría a enfocar la atención de gobiernos, UE y sociedad civil y a dificultar que la inacción en áreas cruciales quede disimulada por la implementación de medidas de menor calado. En este sentido, un tema donde la UE puede jugar un papel determinante en los próximos años es en la coordinación de las reformas, por ejemplo de los sistemas de salud y pensiones, que se verán presionados por el envejecimiento de la población, para apuntalar la sostenibilidad a medio y largo plazo de las cuentas públicas.

La revisión de Lisboa no llega en una coyuntura fácil. Por una parte, el proceso de profundización del mercado único ha estado claramente asociado a los principios de liberalización, unos principios que pueden haber quedado tocados tras la crisis. Por otra, los recursos públicos son ahora especialmente escasos. Sin embargo, los tiempos difíciles también acostumbran a hacer más notoria la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales. No debería haber excusas para dejar de ser ambiciosos. Realistas, pero ambiciosos. Se trata, sin duda, de uno de los primeros retos para la Europa que nace con el Tratado de Lisboa y, en especial, para su primer presidente.

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

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Los bancos centrales avanzan hacia una salida ordenada

Los dos principales bancos centrales a nivel global –el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed)– destacaron, al término de sus respectivas reuniones de noviembre, que las condiciones de los mercados financieros y de la economía real continúan mejorando, aunque matizaron que esperarán una recuperación lenta.

El presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, sostuvo que no todas las medidas de liquidez ahora existentes van a ser necesarias en los próximos meses. De esta forma, Trichet deja entrever que, aunque es todavía pronto para poner en marcha la estrategia de salida, la fecha se está acercando. Una parte importante de la estrategia del BCE comprende restaurar el esquema de provisión de liquidez previo a la crisis, en el cual los préstamos a una semana (MRO) constituían la herramienta principal para incidir sobre los tipos de interés en los mercados monetarios. Para alcanzar este propósito, el BCE debe restituir los aspectos que fueron modificados en la instrumentación de la política monetaria durante los dos últimos años. Estos aspectos comprenden elementos como el plazo de los préstamos, la cuantía de las operaciones, el tipo de interés que se cobra y la lista de activos elegibles como garantía.

Con relación al plazo de los préstamos especiales (LTRO), los mercados han interpretado las declaraciones de Trichet como una señal de que las operaciones a un año no se mantendrán más allá de diciembre

de 2009. Pero el BCE, que hace hincapié en que aplicará un proceso gradual, probablemente mantendrá los LTRO a tres y seis meses durante algún tiempo más. Otra alternativa, que no excluye la anterior medida, es que el BCE decida alejarse pausadamente de su política de cobertura total de la demanda recibida. Algunos miembros del Consejo de Gobierno han declarado que, por ahora, uno de los deseos del banco emisor es no afectar la relación entre el EONIA y el tipo de interés de la facilidad de depósito. Si el proceso de acortamiento de plazos y reducción de cuantías no fuera suave, se podría observar un incremento del EONIA, que a su vez induciría al alza al resto de tipos monetarios.

Una opción para no abandonar la política de cobertura total de la demanda es modificar el tipo de interés que se cobra en las operaciones a largo plazo. En este caso, el BCE puede aplicar a dichas operaciones una prima sobre el tipo del 1,0% de los préstamos semanales, o simplemente usar una tasa variable. Finalmente, el BCE tiene la opción de reducir la lista de activos elegibles, hecho que en la práctica limitaría la capacidad de demanda de liquidez por parte de los bancos comerciales.

Al otro lado del Atlántico, la Fed también sigue trabajando en su estrategia de salida. En este marco, recientemente el Consejo de gobernadores de la Fed emitió un comunicado anunciando que el plazo de los préstamos realizados a través de la ventanilla de descuento se reducirá desde los 90 días actuales hasta 28 días a partir de enero de 2010. Esta decisión se suma a la reducción ya realizada en la cuantía de fondos subastados mediante la facilidad

El BCE y la Fed siguen constatando una mejoría en los mercados financieros...

...y comienzan a dar los primeros indicios acerca de los pasos a dar en las estrategias de salida.

TAF (*Term Auction Facility*). Por otro lado, la Fed también hizo público que sólo comprará 175.000 millones de dólares de bonos hipotecarios, y no los 200.000 anunciados inicialmente. Esto responde simplemente a razones ligadas con la oferta en este mercado, y no a un replanteamiento de los objetivos de la Fed.

En lo que a la política monetaria convencional se refiere, tanto el BCE como la Fed mantienen el mensaje de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales durante algún tiempo. Los mercados descuentan que el BCE puede subir el tipo referencia durante el cuarto trimestre de 2010 y que la Fed podría subir su tipo oficial a lo largo de la segunda mitad de 2010.

En este entorno, los mercados interbancarios de la zona euro se han mantenido sumamente estables. En Estados Unidos, la parte corta de la curva interbancaria (hasta seis meses) tampoco ha registrado cambios significativos. Sin embargo, los tipos de la parte más larga de la curva en dólares se han reducido en promedio 16 puntos básicos a lo largo de noviembre.

El proceso de normalización de los mercados interbancarios ha progresado mucho en los últimos meses, razón por la cual los bancos centrales están empezando la retirada de las facilidades de emergencia que antes se han mencionado. Sin embargo, todavía quedan signos de que la normalización interbancaria no es plena. Por ejemplo, el diferencial entre el tipo

Los diferenciales interbancarios a un año en Estados Unidos continúan reflejando incertidumbre.

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						
2008									
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	0,10	2,00	2,77	0,75
2009									
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	0,64	1,00	2,05	0,75
Marzo	1,50	1,51	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	1,00	0,72	1,24	0,25	0,28	0,33	0,50	0,59	0,34
Noviembre (1)	1,00	0,72	1,23	0,25	0,26	0,30	0,50	0,61	0,32

NOTAS: (1) Día 24.

(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.

Las compras de *treasuries* por parte de la Fed y los bancos comerciales estabilizan al mercado de deuda pública norteamericano.

interbancario LIBOR en dólares y el tipo de interés del OIS (Overnight Index Swap), que recoge las primas de liquidez y de crédito interbancario, todavía se mantiene –en las operaciones a 12 meses– notablemente por encima de los niveles previos a agosto de 2007, mientras que en las operaciones a tres meses ya ha vuelto a aquellos niveles.

El reducido nivel del diferencial a tres meses se explica por la mayor liquidez que tiene este segmento del mercado. En este sentido, se debe tener en cuenta las elevadas reservas excedentarias que los bancos de Estados Unidos mantienen con la Fed, contrapartida del programa de compra de bonos que la autoridad monetaria viene realizando. Adicionalmente, la prima de riesgo crediticio exigida en las operaciones a más largo plazo, aunque reduciéndose, sigue siendo algo elevada, reflejando que los mercados aún perciben una incertidumbre económica mundial no desdeñable.

Persiste la estabilidad en los mercados de deuda pública

A lo largo de este año se han sucedido poderosos movimientos macroeconómicos y financieros, y sin embargo los mercados de deuda pública de Estados Unidos y de los países del núcleo de la eurozona –Alemania y Francia– han evolucionado con relativa tranquilidad. Sólo cabe recordar cómo, durante el primer trimestre, numerosos observadores asignaban una alta probabilidad a que se produjera una depresión mundial. En poco tiempo, de hecho a partir de marzo, las medidas de política económica puestas en marcha en todo el mundo han logrado reactivar el ciclo, y diversos países muestran ya crecimientos positivos. Por otra parte, a lo largo del año ha aumentado significativamente la emisión de bonos para hacer frente al abultado déficit público en los países desarrollados.

Contra lo que se podría haber temido, estos fuertes cambios no se han traducido en movimientos violentos en la deuda pública norteamericana (salvo las moderadas turbulencias de junio). Por ejemplo, en la siguiente tabla puede comprobarse cómo la rentabilidad del bono emitido por el Tesoro con vencimiento a 10 años ha fluctuado desde el inicio de este año en un estrecho rango entre un 2,84% y un 3,53%. Actualmente, ofrece una rentabilidad de 3,34%. ¿Por qué la deuda pública no ha mostrado una mayor volatilidad?

Dos elementos explican la persistente estabilidad de precios. En primer lugar las compras de bonos por parte de la Fed. Por ejemplo, en las operaciones de mercado abierto desde finales de marzo, el banco central ha realizado compras netas de bonos del Tesoro por un importe de 300.000 millones de dólares. Las compras se han concentrado en el tramo medio, con vencimiento de cuatro a siete años. Sin embargo, también ha adquirido bonos con vencimientos mucho más largos, por encima de los 10 años.

El segundo factor que está influyendo de forma considerable es la compra de bonos por parte de los bancos comerciales. Desde principios de 2009, éstos han adquirido más de 139.000 millones de dólares de deuda pública. Es una de las formas que tienen de reparar sus maltrechos balances. Los bancos consiguen financiación en unos mercados monetarios donde los tipos de interés están alrededor del 0,25% e invierten en deuda pública, que les ofrece una mayor rentabilidad y un mínimo riesgo.

El mercado de deuda pública alemán a largo plazo también ha mostrado una destacable estabilidad, gracias a factores similares a los de Estados Unidos. En concreto, el *bund* con vencimiento a 10 años ofrece una rentabilidad del 3,28%, sólo dos puntos básicos (100 puntos básicos es

Se han ampliado ligeramente los diferenciales de los países periféricos de la eurozona.

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
2008								
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
2009								
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	3,23	3,53	3,79	4,07	3,38	1,42	3,62	2,02
Noviembre (*)	3,28	3,56	3,83	4,06	3,34	1,31	3,68	1,97

NOTA: (*) Día 19.

FUENTE: Bloomberg.

un 1%) inferior a la rentabilidad de enero de este año.

Sin embargo, hay áreas donde sí se manifiestan ciertas tensiones, y que de algún modo sirven de recordatorio de lo que podría suceder en los mercados de deuda globales si los agentes dudan de la sostenibilidad de las finanzas públicas y/o del control de la inflación. Concretamente, en el último mes se han ampliado los diferenciales de tipos de interés que los inversores exigen a los países periféricos de Europa, como por ejemplo Grecia o Irlanda. Sin embargo, estas ampliaciones han sido moderadas y muy alejadas de los máximos contemplados durante lo peor de la crisis financiera.

Tipos de cambio: presionando al renminbi chino

El dólar ha continuado su tendencia de depreciación contra la libra esterlina y el

yen japonés durante el último mes. Por ejemplo, un dólar el 26 de octubre compraba 92,2 yenes, mientras que aproximadamente un mes más tarde se cambiaba por sólo 88,9 yenes. En cambio, la cotización del dólar contra el euro se ha mantenido estable cerca de los 1,50.

En cualquier caso, durante el mes de noviembre el centro de atención en los mercados de cambios ha sido la divisa china. El gobierno chino está mostrando un gran empeño en mantener estable el tipo de cambio entre el renminbi y el dólar. El motivo es que la mayoría de las exportaciones de China están denominadas en dólares y por lo tanto esta estabilidad ayuda a la competitividad de su comercio.

Pero los socios comerciales de China, y organismos supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, creen que el renminbi está significativamente infravalorado. Por este motivo, durante la cum-

Se mantiene la tendencia de depreciación del dólar contra el yen japonés y la libra esterlina.

Estados Unidos ha solicitado a China que aprecie el renminbi.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

19-11-2009

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2008	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	88,8	-2,0	-2,1	-7,9
Libra esterlina	0,602	-1,2	-13,8	-11,1
Franco suizo	1,017	0,6	-5,1	-19,3
Dólar canadiense	1,068	3,7	-14,1	-17,5
Peso mexicano	13,050	0,8	-4,8	-3,6
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,488	-0,6	6,1	16,1
Yen japonés	132,0	-2,6	4,0	9,5
Franco suizo	1,513	0,0	1,3	-0,2
Libra esterlina	0,895	-1,8	-6,7	6,7
Corona sueca	10,286	-0,7	-6,4	0,4
Corona danesa	7,441	0,0	0,0	-0,2
Zloty polaco	4,131	-0,8	-0,4	7,8
Corona checa	25,60	-0,6	-4,9	-0,5
Forint húngaro	267,3	1,1	0,6	-1,7

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

FUENTE: Bloomberg.

Los índices de crédito se estabilizan, pero se reducen las primas de emisión.

La mejora en el mercado de renta fija privada está a punto de activar los mercados secundarios.

bre chino-americana celebrada en noviembre, el presidente de los Estados Unidos aumentó su grado de presión y solicitó públicamente a las autoridades chinas mayor flexibilidad en la política de tipo de cambio. De hecho, Obama expresó su satisfacción por el compromiso chino de orientar gradualmente la cotización de su divisa hacia las fuerzas del mercado. Pero lo cierto es que el presidente Hu no concretó ningún calendario ni hoja de ruta para proceder a esta eventual apreciación del renminbi. Sí que se apreció una modificación de planeamientos en el informe trimestral sobre política monetaria del banco central chino, donde se comentaba la posibilidad e incluso conveniencia de permitir una mayor apreciación del renminbi.

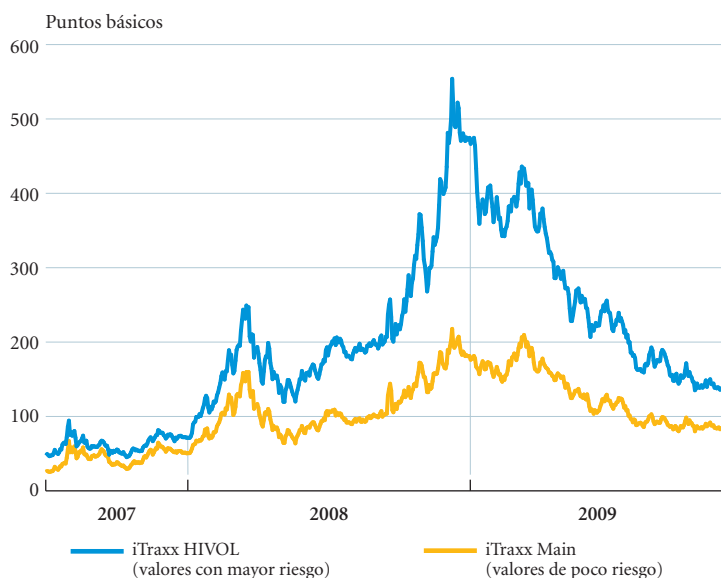
Se estabilizan los avances en los mercados de renta fija corporativa

En noviembre, después de siete meses de mejoras consecutivas, las cotizaciones del mercado secundario de renta fija privada se han estabilizado en los niveles alcanzados en el mes previo.

Las empresas siguen aprovechando las buenas condiciones en los mercados para vender bonos a ritmos muy elevados, equiparables a los de meses anteriores. El volumen de nuevas emisiones ha alcanzado récords históricos incluso en los sectores de alto riesgo o *high yield*. A pesar de que las ratios de impagos han subido a máximos históricos en este segmento, los inversores parecen descontar que lo peor ya ha pasado.

LOS DIFERENCIALES DE CRÉDITO SE ESTABILIZAN

Spreads de crédito en la eurozona



FUENTE: Bloomberg.

Esta mayor actividad de emisión de bonos de alto riesgo se observa ahora con especial intensidad en la eurozona. Esto obedece, en buena medida, a la atonía que presenta el mercado de préstamos bancarios, incluyendo los sindicados, como consecuencia de las limitaciones de capital que afrontan numerosas entidades.

Pero no sólo los volúmenes han aumentado, sino que además han disminuido las primas de riesgo en los mercados primarios. Este hecho singular permite afirmar que los mercados de crédito han prolongado en noviembre el tono positivo de meses anteriores, más allá de la estabilización en las cotizaciones de los mercados secundarios.

De hecho, a lo largo del mes se ha observado un incremento moderado de la actividad negociadora en los mercados secundarios, aunque en niveles todavía reducidos. Las fuertes emisiones en los mercados primarios restan atractivo a la

actividad en secundario. Además, los inversores institucionales tienen sus necesidades de inversión cubiertas acudiendo a la compra de bonos en las subastas primarias. En los próximos meses, en la medida que disminuya el volumen de emisiones, es muy probable que se produzca una reactivación más significativa de la negociación en los mercados secundarios.

En este escenario benigno para los mercados de bonos corporativos, las agencias de *rating* están apoyando la tendencia positiva con sus anuncios de mejora en las calificaciones de la deuda de las empresas. Esta tendencia, sin embargo, muestra algunas diferencias entre países y entre agencias. Por países destacan las mejoras de calificación para las empresas americanas, frente a la incipiente recuperación en la eurozona y en el sudeste asiático. En cuanto a las agencias de calificación, Standard & Poor's se muestra como la más optimista.

Persisten los factores positivos para la renta fija privada.

Las perspectivas en los mercados de crédito siguen siendo positivas, aunque a corto plazo existe cierto temor a la reacción inicial de los inversores ante una retirada parcial de liquidez por parte de los bancos centrales. Pero los aspectos positivos parecen ser más determinantes a medio plazo; el principal es la consolidación de la mejoría en las expectativas de recuperación económica, además de la continuidad de niveles relativamente bajos en los tipos de interés monetarios y de la deuda pública, aun cuando los bancos centrales den inicio a la retirada de estímulos y apoyos.

Se impone la cautela en las bolsas

Durante el mes de noviembre los mercados de renta variable han experimentado un comportamiento irregular. Las primeras sesiones del periodo estuvieron dominadas por las ventas, dando paso posteriormente a una mejoría contenida y desigual según los países y los sectores. Algunos índices bursátiles importantes recuperaron sus valores máximos anua-

les, aunque la prudencia de los inversores impidió que esos máximos se superaran. En concreto, el S&P 500 alcanzó la cota de los 1.100 puntos, y el Ibex 35 la de los 12.000 puntos, presentándose como el índice europeo de mayor revalorización desde enero. Por el contrario, el Nikkei japonés se situaba en mínimos de cuatro meses.

Con respecto a los indicadores de riesgo y de volatilidad, la característica principal fue el predominio de un tono sosegado incluso en las jornadas de corrección bajista, lejos de las tensiones del año pasado y principios de éste.

Este resistente comportamiento de las bolsas, reacias a incurrir en correcciones bajistas de más envergadura, se explica por factores como la progresiva mejora en los datos macroeconómicos, la finalización con saldo satisfactorio de la campaña de resultados trimestrales en Estados Unidos, y finalmente, por el aumento de la actividad de fusiones y adquisiciones a nivel global.

El ritmo de revalorización de los índices bursátiles se modera.

LAS BOLSAS SUBEN, AUNQUE EL RITMO SE MODERA

Índices de bolsa



FUENTE: Bloomberg.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

23-11-2009

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	10.318,2	3,5	17,6	28,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.091,4	1,1	20,8	36,4
<i>Nasdaq</i>	2.146,0	-0,4	36,1	55,0
Tokio	9.497,7	-7,6	7,2	20,1
Londres	5.341,3	1,9	20,5	41,3
Zona del euro	2.879,8	-0,2	17,7	33,0
<i>Francfort</i>	5.756,9	0,3	19,7	39,5
<i>París</i>	3.796,5	-0,3	18,0	31,8
<i>Amsterdam</i>	315,8	-1,4	28,4	41,6
<i>Milán</i>	22.721,2	-3,0	16,8	22,6
<i>Madrid</i>	11.902,1	1,4	29,4	49,3
Zurich	6.382,7	0,1	15,3	24,1
Hong Kong	22.771,4	0,8	58,3	79,9
Buenos Aires	2.231,5	-2,8	106,7	169,2
São Paulo	66.327,3	1,6	76,6	98,6

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.

Los datos de coyuntura recobraron parte del protagonismo bursátil perdido los meses anteriores gracias a la racha de sorpresas positivas que tuvo lugar en la mayoría de países. Otro de los factores que ha ayudado a la marcha de las bolsas han sido los resultados empresariales. En noviembre finalizó la campaña de resultados del tercer trimestre de las compañías cotizadas en Estados Unidos y Europa. En el caso del S&P 500, el 80% de las compañías sorprendieron favorablemente, es decir presentaron resultados superiores a lo esperado por los analistas, frente al 73% que lo hicieron entre abril y junio. Adicionalmente, esta mejora de los resultados se tradujo en el incremento del beneficio por acción del S&P 500 hasta los 16,87 dólares, desde los 16 dólares por acción del trimestre anterior.

Por su parte, en la eurozona, el 36% de las compañías del EuroStoxx 50 publicaron

resultados superiores a lo estimado por el consenso. Esta diferencia pone de manifiesto que la recuperación de los márgenes empresariales está siendo notablemente más rápida en Estados Unidos.

Por último, uno de los elementos que en el segundo semestre del año está ganando importancia en los mercados financieros es la reactivación de las operaciones de fusiones y adquisiciones. En noviembre, el volumen de transacciones realizadas a nivel global superó los 170.000 millones de dólares, la cifra más alta desde octubre de 2008. El resurgimiento de esta operativa es reflejo de la mejora en las condiciones de liquidez globales, así como de una posición financiero-patrimonial razonablemente saludable en el sector corporativo de Estados Unidos y Europa (en contraposición al excesivo endeudamiento de los sectores de familias y/o de entidades financieras).

Los resultados empresariales mejoran con mayor intensidad en Estados Unidos.

Aumentan las operaciones de fusiones y adquisiciones, en un entorno de mejoras de las estimaciones de márgenes empresariales.

Estas y otras variables relativas al entorno fundamental apuntan a la continuidad a medio plazo de la tendencia alcista de la renta variable. Sin embargo, en el corto plazo, la influencia de factores como el

freno previsible en la expansión de la liquidez y los ajustes de carteras de cara al final de año podrían ser motivo de correcciones de moderada intensidad.

La nueva arquitectura financiera europea

Profundizar en la integración de los mercados financieros es desde hace años uno de los elementos básicos en la agenda de la Unión Europea. Para su consecución se ha recurrido a dos grandes palancas: la creación de una moneda única común y el despliegue de una amplia batería de reformas regulatorias. El año 1999 supuso un momento decisivo al respecto, con el nacimiento legal del euro y la puesta en marcha por parte de la Comisión Europea del *Plan de Acción de Servicios Financieros* (PASF).

El PASF planteó, con horizonte hasta 2005, una larga lista de normas y actuaciones con tres grandes objetivos estratégicos. Primero, conseguir un mercado financiero mayorista único. Segundo, promover un mercado financiero minorista abierto y seguro (nótese que en este ámbito no se ambicionaba la consecución rápida de un mercado único). Y tercero, mejorar el marco de regulación y supervisión prudencial en pro de la estabilidad. El PASF ha tenido continuidad desde 2005 con otro documento emanado de la Comisión: el *Libro Blanco sobre la Política de Servicios Financieros (2005-2010)*, aún vigente. En esta reedición, los tres objetivos estratégicos se mantuvieron, y el esfuerzo derivó hacia la implementación y transposición a las legislaciones nacionales de las normas ya contempladas en el PASF, junto a algunas adicionales.

Durante los años previos a la crisis, el énfasis de las actuaciones promovidas al amparo de estos planes se orientó hacia los dos primeros objetivos mencionados, dejando un tanto al margen el referido a la estabilidad. Por lo general, la conveniencia de la integración financiera se explicaba en base a sus efectos favorables sobre el crecimiento económico, en una cadena argumental donde son claves conceptos como la competencia entre entidades, la eficiencia, el desarrollo y la innovación financieros. Las consideraciones sobre los vínculos entre la integración y la estabilidad eran menos frecuentes. A título anecdótico, el informe que anualmente elabora la Comisión para el seguimiento del proceso de integración dedicó, en la edición publicada en diciembre de 2007, una extensión de 19 páginas a los apartados de competencia-eficiencia-innovación y 5 páginas al de estabilidad.

La irrupción de una de las crisis financieras y económicas más intensas que se recuerdan parece estar alterando las prioridades de la agenda para la integración financiera europea, reorientando ahora el foco de atención hacia cuestiones directamente ligadas con la estabilidad.⁽¹⁾ Así, entre las principales iniciativas del último año destacan la Directiva sobre inversiones alternativas (*hedge funds, private equity* y similares), la Regulación sobre las agencias de *rating*, una nueva normativa sobre los mercados de derivados (en particular los CDS), y, con especial relevancia, la propuesta para el establecimiento de un nuevo marco paneuropeo de regulación y supervisión prudencial.

En efecto, una de las debilidades más importantes que la crisis ha puesto de manifiesto es la obsolescencia de la actual arquitectura internacional de regulación y supervisión prudencial. En primer lugar, porque la normativa financiera al respecto no ha acompañado el intenso proceso de innovación en el que los mercados financieros

(1) Siguiendo con la anécdota, el informe de seguimiento publicado en febrero de 2009, ya después de los dramáticos meses tras la quiebra de Lehman Brothers, dedicó 21 páginas a los apartados de competencia-eficiencia-innovación y 12 al de estabilidad.

estuvieron inmersos. En segundo lugar, porque la crisis ha desvelado que no todas las instituciones con riesgo sistémico estaban reguladas o, si lo estaban, era de forma insuficiente (*hedge funds* o bancos de inversión). En tercer lugar, porque el alto grado de heterogeneidad en las normas y en las prácticas supervisoras entre países se ha reflejado durante la crisis en intervenciones unilaterales, que habitualmente han respondido a circunstancias y objetivos nacionales. Posiblemente, las soluciones individuales sean óptimas en el sentido de ir dirigidas a problemas concretos y diferenciados. Lo negativo es que estas medidas no han sido fruto de una acción plenamente consensuada y coordinada entre los estados miembros de la Unión Europea, y de ésta con terceros. A pesar del esfuerzo realizado por el Consejo Europeo y la Comisión en materia de coordinación, con frecuencia ha primado la improvisación para proteger intereses nacionales, hecho que a su vez tiende a generar externalidades cruzadas no deseadas. La realidad es que, en base a unas directrices muy genéricas del Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión, las autoridades de cada país han optado por actuaciones muy variopintas y de alcance local en el apoyo a sus entidades financieras.

A la vista de estas insuficiencias en el marco institucional, los responsables económicos y financieros de la zona euro –el Consejo, la Comisión Europea y el BCE– han actuado con encomiable firmeza y determinación, convirtiéndose en protagonistas de las iniciativas de reforma más importantes.

La propuesta presentada el 23 de septiembre por la Comisión –en base a un informe encargado a un grupo de expertos liderados por Jacques de Larosière– se debe entender en el ámbito de la **coordinación interna** de la Unión Europea. En una primera fase, se creará el European Systemic Risk Council (ESRC) que tendrá entre sus cometidos la vigilancia macroprudencial (identificación de riesgos sistémicos), y podrá realizar recomendaciones en materia de política económica.

En una fase más adelantada, posiblemente en 2011-2012, se creará el European System of Financial Supervision (ESFS) con funciones centradas en el ámbito microprudencial, tales como armonizar los estándares, vigilar y forzar la implementación de la legislación europea y, si fuera necesario, dilucidar las controversias que puedan surgir entre los supervisores nacionales. Con la creación del ESFS se pretende también transformar los actuales comités⁽²⁾ de coordinación en nuevas autoridades con más jerarquía: la de valores (European Securities Authority, ESA), la de banca (European Banking Authority, EBA) y la de seguros (European Insurance Authority, EIA).

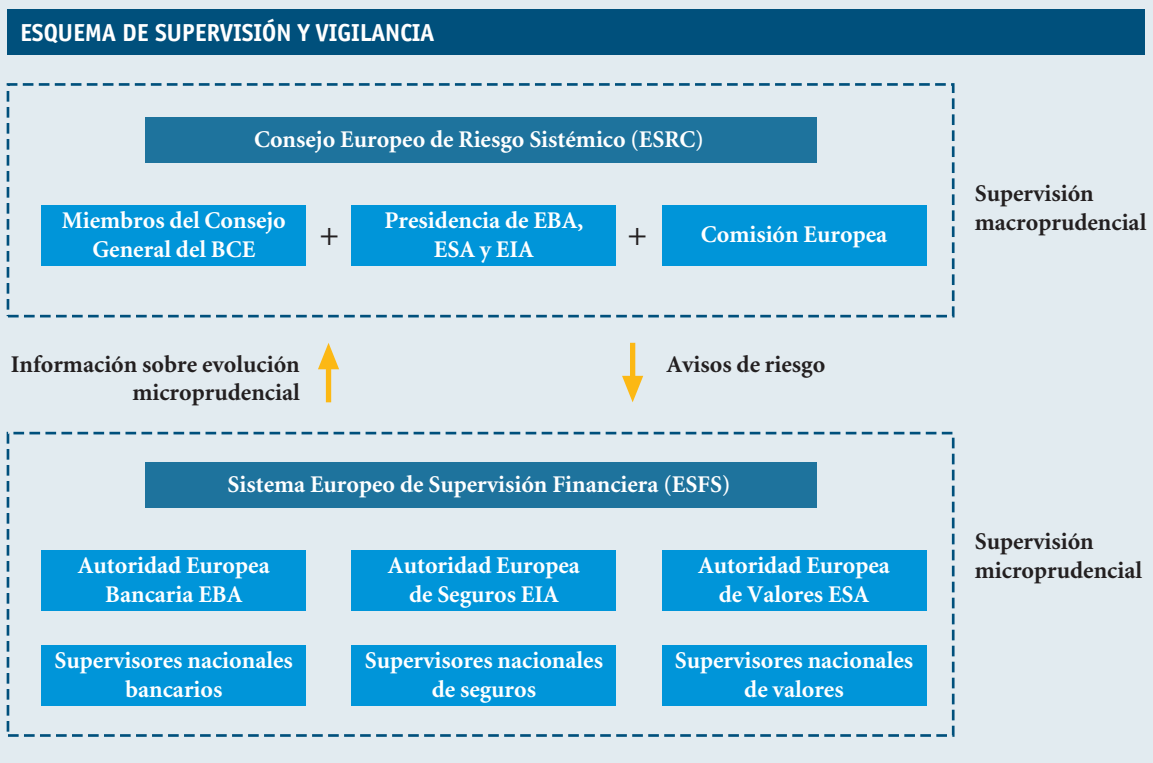
Las autoridades europeas también han mostrado capacidad de iniciativa en el ámbito de la **coordinación externa**. Las bases para la reforma de la arquitectura financiera internacional comenzaron a sentarse en noviembre de 2008, durante la reunión del G-20 en Washington, con la presencia destacada del Consejo y la Comisión de la Unión Europea, además de 6 de sus países miembros. En esa reunión se creó el Financial Stability Board (FSB), como sucesor reforzado del ya existente Financial Stability Forum (FSF).

A efectos de coordinación, la creación del FSB ha sido la respuesta internacional más importante ante la crisis. Entre sus funciones, el FSB tendrá la responsabilidad de desarrollar e implementar el marco de regulación y supervisión general. Los esfuerzos se enfocarán hacia el fortalecimiento de los sistemas financieros a nivel nacional, a la vez que se debe asegurar la estabilidad financiera global. El rol de la International Accounting Standards Board (IASB) o la Financial Accounting Standards Board (FASB) se mantiene inalterado, pero con la novedad de que el FSB tiene potestad de orientar estratégicamente el trabajo de ambas instituciones. Además, el FSB también cumplirá funciones de coordinación internacional en materia de supervisión (creando directrices para desarrollar colegios de supervisores), de vigilancia (en colaboración con el Fondo Monetario Internacional) y de intercambio de información.

(2) Los tres comités son: el Committee of European Banking Supervisors (CEBS), el Committee of European Securities Regulators (CESR) y el Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS).

Sin lugar a dudas, la puesta en marcha de esta nueva arquitectura financiera internacional tendrá un impacto de gran calado en los mercados y los agentes que en ellos operan. Pero las tareas pendientes y los desafíos que surgen no son de menor alcance. A nivel de la Unión Europea, uno de los retos más importantes es lograr una cooperación eficaz entre el ESRC y el ESFS. Sin esto, se produciría una ruptura entre la supervisión de nivel macro y la de naturaleza micro, algo que, ante una nueva crisis, podría tener consecuencias nefastas. Otro reto crucial es identificar claramente en la práctica quiénes son los responsables, cuál es su ámbito de actuación, y qué jerarquía tienen en caso de que, a pesar de los dispositivos prudenciales, sobrevenga un nuevo episodio de crisis (es decir, concretar los mecanismos para la resolución de crisis⁽³⁾).

Hasta ahora, es justo reconocer que el camino iniciado va en la dirección correcta. *A priori*, parece que no se dará lugar a la existencia de oportunidades fáciles de arbitraje en materia de regulación y, por tanto, no se incentivará la toma de riesgos excesivos. Aún así, los avances deben ir más lejos, intentando equilibrar la relación estabilidad/pérdida de eficiencia. De esta forma puede evitarse caer en la tentación de regular en exceso y terminar dañando la competitividad del sistema, coartando la creación de nuevos instrumentos, o simplemente incentivando comportamientos inadecuados. De cara al futuro, es de vital importancia que el empuje a nivel político tenga la envergadura y la determinación adecuada para enfrentar de forma exitosa semejantes desafíos. Sin ello, el alcance de cualquier iniciativa será limitado.



FUENTE: Comisión Europea.

(3) A este respecto, en octubre la Comisión abrió el procedimiento de consultas para el establecimiento de un marco de gestión de crisis en el sector bancario.

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

Actividad económica

Se frena el retroceso económico

El producto interior bruto (PIB) anotó un decrecimiento intertrimestral por quinta vez consecutiva en el periodo julio-septiembre de 2009, cifrado en 3 décimas. No obstante, este registro supone una mejora de 8 décimas en relación con el trimestre anterior y la confirmación del giro hacia la recuperación iniciado en el segundo trimestre. Esta evolución se explica por la mejora de la coyuntura internacional, la tendencia a la normalización de los mercados financieros y especialmente por los estímulos monetarios y fiscales puestos en marcha.

Los menores decrementos intertrimestrales empezaron a reflejarse en la tasa de va-

riación interanual del PIB, que marcó una caída del 4,0%, dos décimas menos que en el trimestre precedente. El retroceso de la actividad fue debido al descenso de la demanda interna, que detrajo 6,5 puntos, pero 0,9 puntos menos que en el trimestre anterior. La contribución del sector exterior al crecimiento fue de 2,5 puntos, 7 décimas inferior a tres meses antes.

Desde el punto de vista del gasto, el consumo de las familias moderó apreciablemente su descenso y anotó una bajada interanual del 5,1%, 9 décimas menos que en el segundo trimestre. Esta caída es atribuible a un retroceso de las rentas salariales dada la fuerte contracción del empleo, al efecto de la reducción de los precios inmobiliarios, a unas condiciones de finan-

El PIB anota un descenso por quinto trimestre consecutivo, pero se confirma el giro hacia la recuperación.

La demanda interna mejora, pero detrae 6,5 puntos al crecimiento interanual del PIB.

REBOTE DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO

Tasa de variación interanual del producto interior bruto en términos reales. Trimestres



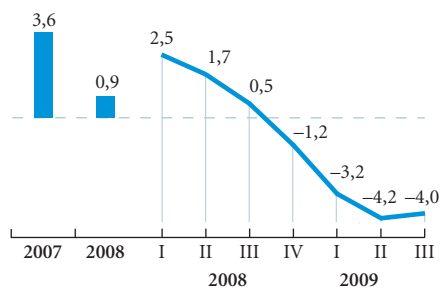
NOTA: Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

FUENTES: INE y elaboración propia.

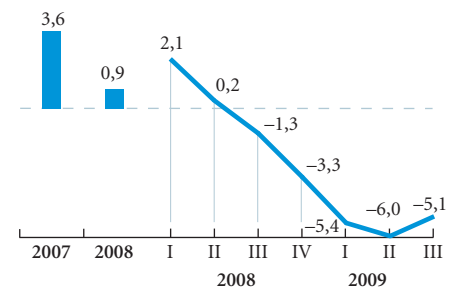
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

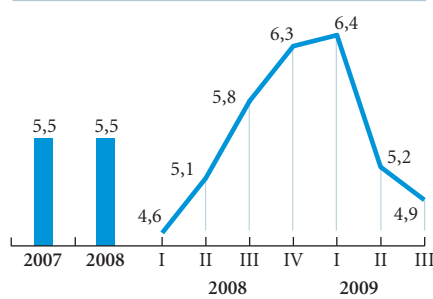
PIB



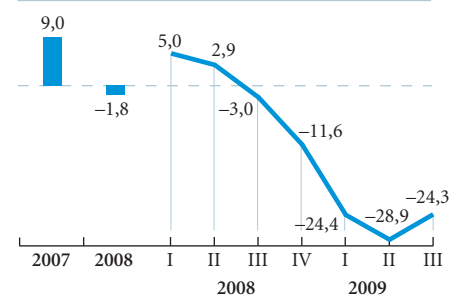
Consumo de los hogares



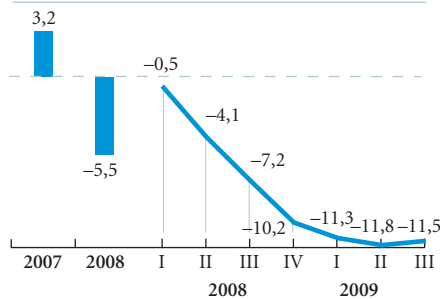
Consumo público



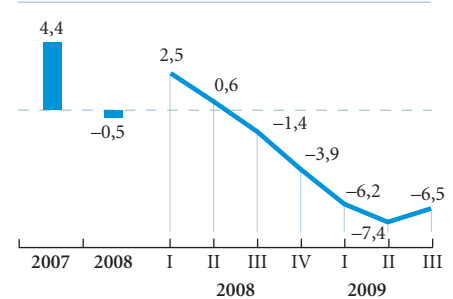
Inversión en bienes de equipo



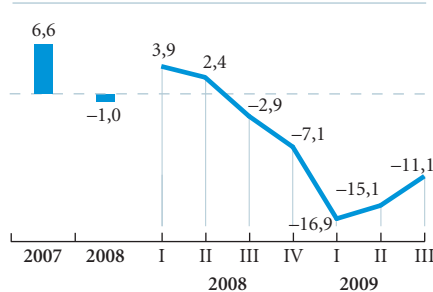
Inversión en construcción



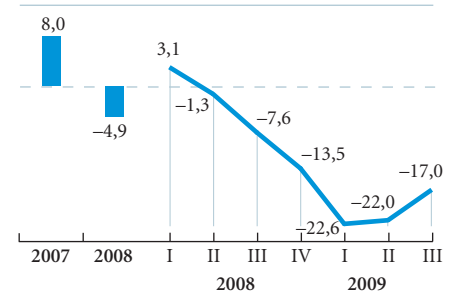
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ciación menos favorables y a una mayor propensión al ahorro por motivo de precaución ante el ascenso del paro. No obstante, los menores tipos de interés, los estímulos oficiales y la recuperación de las bolsas contribuyeron a la mejora de la confianza de los consumidores respecto al segundo trimestre. Las ventas de automóviles experimentaron un notable repunte gracias a las ayudas directas del Plan 2000E y en octubre anotaron un alza interanual del 26,4%.

Por su parte, el consumo público se elevó el 4,9% con respecto al tercer trimestre de 2008, 3 décimas menos que en el segundo. Tanto las compras de bienes y servicios como los gastos de personal registraron un menor ritmo de avance.

La inversión atenuó su retroceso en el tercer trimestre hasta un descenso interanual del 16,2%, un punto menos que en el trimestre anterior. Esta mejora provino

tanto de los bienes de equipo como de la construcción, que contrarrestaron el deterioro de los otros productos, que incluyen el *software* informático y prospecciones mineras y petroleras. La fuerte disminución de la formación bruta de capital en el último año es atribuible a una demanda débil, a la reducción de los beneficios empresariales y a la incertidumbre sobre las perspectivas económicas.

Es especialmente notable la mejora de la inversión en bienes de equipo, que aumentó el 1,9% en el tercer trimestre y el decremento interanual se redujo en 4,6 puntos hasta el 24,3%. Tanto la inversión en material de transporte como en maquinaria registraron crecimientos intertrimestrales positivos, con lo que disminuyeron los descensos interanuales y los situaron en el 15,0% y el 28,3%, respectivamente.

En cuanto a la inversión en la construcción, presentó una baja interanual del

Las ventas de automóviles suben el 26% en octubre con relación al mismo mes del año anterior gracias a las ayudas oficiales.

Aumento de la inversión en material de transporte y maquinaria.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008		2009			Octubre
			IV	I	II	III		
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	1,7	-4,7	-10,3	-12,6	-9,4	-8,7	...	
Importación de bienes de consumo (**)	5,1	-7,7	-17,2	-9,4	-14,9	-3,4	...	
Matriculaciones de automóviles	-1,2	-28,1	-46,6	-43,1	-33,7	-0,6	26,4	
Crédito al consumo de bienes duraderos	10,0	3,6	-4,2	-11,9	-14,1	...	-	
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-13,3	-33,8	-45,3	-44,7	-28,0	-20,7	-21,0	
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	4,6	-8,8	-20,8	-30,5	-24,7	-19,5	...	
Importación de bienes de equipo (**)	9,8	-19,6	-28,8	-31,3	-35,1	-23,4	...	
Matriculación de vehículos industriales	0,3	-43,6	-61,3	-52,4	-51,9	-30,8	-19,2	
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	7,3	-4,9	-19,0	-26,0	-26,8	-13,4	...	
Exportaciones	4,2	1,9	-8,4	-17,9	-14,7	-9,6	...	

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

(**) En volumen.

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

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

La construcción residencial disminuye un 26%.

11,5%, con una mejora de 3 décimas respecto al trimestre precedente. Esta fue debida al segmento no residencial, que anotó un aumento anual del 1,5%, ligeramente mayor que en el segundo trimestre gracias a las obras de infraestructuras ligadas al Fondo Estatal de Inversión Local y al ferrocarril de alta velocidad. La construcción residencial continuó deprimida y registró una caída interanual del 25,5%, 2 décimas más que en el trimestre anterior. No obstante, se

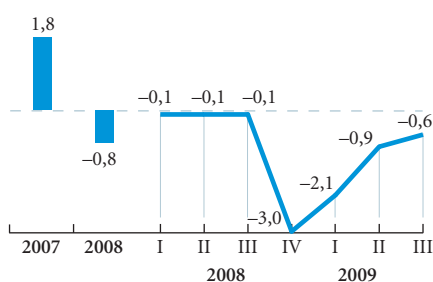
apreció una ralentización de la caída de los precios de las viviendas y de las transacciones inmobiliarias, apoyadas por los bajos tipos de interés.

Por lo referente al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones aminoraron sus retrocesos. Las exportaciones bajaron el 11,1% con relación al tercer trimestre de 2008, 4 puntos menos que en el segundo trimestre gracias a la mejora de las transacciones de bienes a

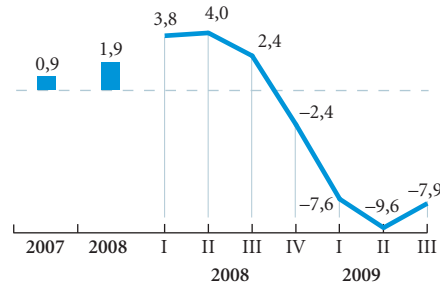
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

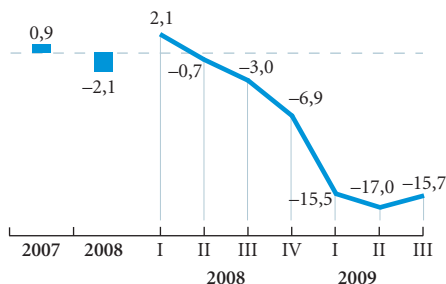
Agricultura



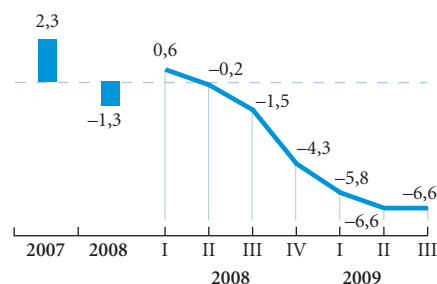
Energía



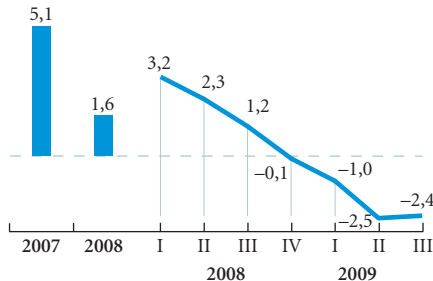
Industria



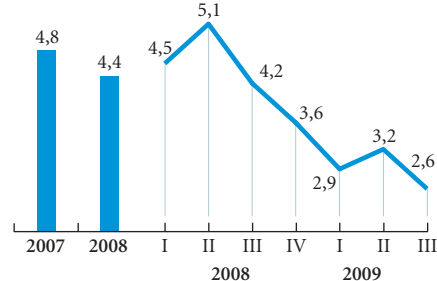
Construcción



Servicios de mercado



Servicios de no mercado



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

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008	2009				Octubre
			IV	I	II	III		
Industria								
Consumo de electricidad (1)	4,4	0,6	-4,1	-7,0	-6,6	-2,1	-1,2	
Índice de producción industrial (2)	2,0	-7,3	-16,6	-22,6	-18,6	-14,6	...	
Indicador de confianza en la industria (3)	-0,3	-18,0	-32,7	-36,7	-35,5	-29,0	-24,0	
Utilización capacidad productiva (4)	81,3	79,5	76,9	68,8	69,5	68,5	69,9	
Importación bienes interm. no energ. (5)	8,0	-0,7	-18,2	-32,9	-31,1	-17,1	...	
Construcción								
Consumo de cemento	0,2	-23,8	-38,1	-46,1	-36,0	-26,4	-21,1	
Indicador de confianza en la construcción (3)	9,3	-22,6	-34,7	-36,7	-35,0	-26,3	-29,0	
Viviendas (visados obra nueva)	-24,7	-59,4	-60,2	-64,1	-62,8	-52,4	...	
Licitación oficial	-15,0	3,0	12,4	-5,3	-8,3	4,9	...	
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	2,3	-6,3	-7,7	-6,3	-4,2	-2,8	-1,8	
Turistas extranjeros	1,1	-2,5	-9,0	-16,2	-8,2	-7,8	-3,6	
Ingresos turismo	3,3	-0,4	-8,0	-14,3	-8,0	-8,6	...	
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,7	-7,7	-23,0	-34,1	-34,9	-32,4	...	
Tráfico aéreo pasajeros	9,0	-3,0	-12,7	-18,2	-8,7	-5,2	-2,7	
Consumo de gasóleo automoción	-5,1	-3,8	-7,7	-10,3	-5,1	-3,2	...	

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.

resultas de la mejor evolución de la demanda, básicamente de la Unión Europea. Por otro lado, el gasto turístico de los no residentes mantuvo su descenso en el 9,5% interanual. Por su parte, las importaciones redujeron su decrecimiento anual en 5 puntos hasta el 17,0%.

Por el lado de la oferta, la construcción y los servicios anotaron tasas de variación interanuales iguales al trimestre anterior. En cambio, tanto las ramas agraria y pesquera como las energéticas e industriales mejoraron.

El valor añadido bruto de la industria manufacturera redujo el ritmo de caída interanual en 1,3 puntos hasta el 15,7%. Las ramas energéticas aminoraron su descenso anual en 1,7 puntos hasta el 7,9%. Así, se constata una mejora en el sector secundario, cuya confianza ha aumentado, si bien los problemas de competitividad y de debilidad de la demanda lo siguen afectando.

Respecto a los servicios, el valor añadido bruto de los privados recortó su decrecimiento en una décima hasta el 2,4%. El

La industria reduce el ritmo de su caída.

El ajuste en el mercado de trabajo se produce en el empleo más que en los salarios.

comercio experimentó un mejor comportamiento. Por el contrario, los servicios a empresas y las actividades inmobiliarias registraron la evolución más negativa.

Desde la óptica de las rentas, la remuneración de los asalariados bajó 6 décimas más hasta el 3,4%. Esto fue consecuencia mayormente de un descenso del crecimiento de la retribución media en 8 décimas hasta el 3,9%, aunque fue muy superior a la inflación de los últimos doce meses, lo que pone de manifiesto que, a diferencia de otros países, el ajuste en el mercado laboral español se ha producido en el empleo más que en los salarios. Por su parte, el excedente bruto de explotación y la renta mixta intensificaron su disminución hasta el 3,3% interanual.

La productividad aparente del trabajo progresó el 3,4% en el último año, 2 décimas más que en el segundo trimestre. De esta forma, el coste laboral por unidad de

producto se deceleró un punto hasta el 0,4%, 8 décimas más que el deflactor implícito de la economía.

En este contexto, se observa una tendencia a la mejora de los índices de confianza, aunque todavía se colocan sensiblemente por debajo de las medias históricas. En su último informe sobre la economía española la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico aconsejaba diferir la prevista subida de los impuestos en 2010 hasta el año siguiente para reforzar el relanzamiento. Por su parte, la Comisión Europea aconsejó aumentar la competitividad mediante la moderación de los salarios y una mayor productividad entre otras medidas. En este marco, si no hay cambios en la política económica prevemos una lenta salida de la recesión, con crecimientos interanuales positivos en la segunda mitad de 2010. Esto se explica por el impulso del sector exterior y una mejora gradual tanto del consumo como de la inversión.

Prevedemos crecimientos interanuales positivos de la actividad a partir de 2010.

Mercado de trabajo

El aumento del paro se toma una pausa en el tercer trimestre

De acuerdo con los datos de la encuesta de población activa (EPA), lo más destacado de la evolución del mercado de trabajo en el tercer trimestre es la estabilización de la tasa del paro en el 17,9% de la población activa. No obstante, esto fue debido a una disminución de ésta, ya que continuó la destrucción de ocupación, si bien a un ritmo menor.

La población activa, es decir, las personas que trabajan o están disponibles para ello, descendió por segundo trimestre consecutivo después de un aumento sostenido durante muchos años. Esto es atribuible mayormente al llamado efecto desánimo, o sea, que el desaliento entre las personas

desocupadas ante las dificultades para encontrar empleo motiva que cesen activamente la búsqueda de un puesto de trabajo. Aunque en el primer semestre disminuyó tanto la población activa española como la extranjera, en los últimos doce meses se registraba un descenso de la española del 0,2%, mientras que la extranjera ascendía el 2,5%.

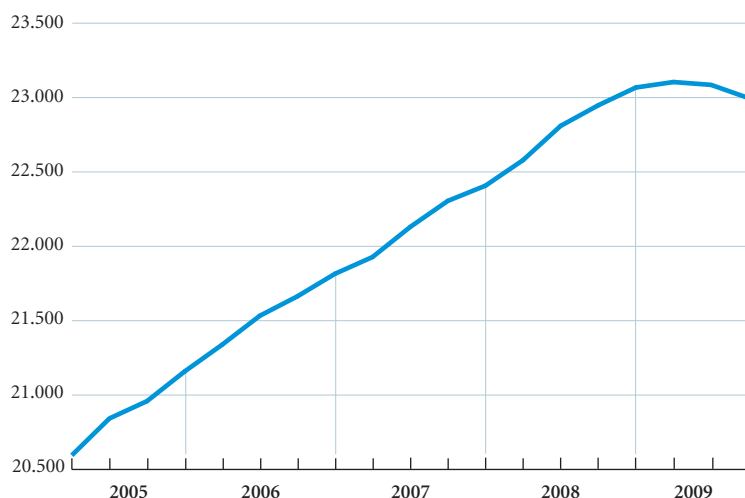
Por otra parte, se constata una moderación en el ritmo de destrucción de ocupación. Según la EPA, el número medio de ocupados en el tercer trimestre de 2009 fue de 18.870.200 personas, 74.800 menos que en el segundo trimestre. No obstante, en los últimos doce meses el número estimado de ocupados bajó en 1.476.200 personas, el 7,3%, tasa similar a la del segundo trimestre. En los últimos

Se modera la destrucción de empleo.

En los últimos dos años los ocupados bajan en 1,6 millones, la mayor parte en la construcción.

LA POBLACIÓN ACTIVA FLEXIONA A LA BAJA POR EL EFECTO DESÁNIMO

Miles de personas activas



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La ocupación en el sector público sube el 3,7% en el último año, frente a una caída del 9,1% en el privado.

dos años, desde el nivel máximo alcanzado en el ciclo actual, la pérdida de puestos de trabajo resulta de 1.640.400, la mayor parte en la construcción, 922.800.

Por sectores, el mayor descenso en los últimos doce meses ocurrió en la construcción, 562.800 trabajadores, el 23,3%, a causa sobre todo del fuerte ajuste en el segmento residencial. En la industria, la coyuntura también repercutió duramente, con una pérdida de 475.600 empleos, el 14,9%. El subsector más castigado en términos absolutos fue el metalúrgico,

con 130.400 ocupados menos. La evolución de la ocupación en los servicios fue menos desfavorable, con una disminución del 2,8%, aunque se perdieron 387.600 empleos, la mayoría de los cuales en el comercio, 222.600. En cambio, en el sector público el número de ocupados aumentó en 111.800, el 3,7%, frente a un descenso interanual del 9,1% en el sector privado.

Por sexos, la evolución fue dispar en el tercer trimestre. Mientras la ocupación de las mujeres se elevó el 0,2% en relación

EMPLEO ESTIMADO

Tercer trimestre 2009

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	737,2	-49,5	-6,3	-66,6	-8,3	-50,2	-6,4	3,9
No agrarios	18.133,0	-25,4	-0,1	-920,0	-4,8	-1.426,0	-7,3	96,1
<i>Industria</i>	2.719,6	-79,8	-2,9	-323,1	-10,6	-475,6	-14,9	14,4
<i>Construcción</i>	1.850,3	-71,7	-3,7	-330,4	-15,2	-562,8	-23,3	9,8
<i>Servicios</i>	13.563,1	126,2	0,9	-266,5	-1,9	-387,6	-2,8	71,9
Por empleadores								
Sector privado	15.768,3	-125,6	-0,8	-1.059,0	-6,3	-1.587,9	-9,1	83,6
Sector público	3.101,9	50,8	1,7	72,4	2,4	111,8	3,7	16,4
Por situación profesional								
Asalariados	15.650,1	-86,7	-0,6	-658,1	-4,0	-1.096,0	-6,5	82,9
<i>Contrato indefinido</i>	11.604,1	-161,2	-1,4	-149,8	-1,3	-197,3	-1,7	61,5
<i>Contrato temporal</i>	4.046,0	74,5	1,9	-508,3	-11,2	-898,8	-18,2	21,4
No asalariados	3.209,5	13,6	0,4	-325,4	-9,2	-375,3	-10,5	17,0
<i>Empresarios empleadores</i>	1.061,7	-18,4	-1,7	-103,6	-8,9	-119,8	-10,1	5,6
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.967,9	19,1	1,0	-204,8	-9,4	-215,3	-9,9	10,4
<i>Ayudas familiares</i>	180,0	12,9	7,7	-17,0	-8,6	-40,2	-18,2	1,0
Otros	10,5	-1,7	-13,9	-3,1	-22,8	-4,9	-31,6	0,1
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	16.554,0	59,6	0,4	-823,8	-4,7	-1.468,4	-8,1	87,7
A tiempo parcial	2.316,1	-134,4	-5,5	-162,9	-6,6	-7,8	-0,3	12,3
Por sexos								
Varones	10.613,3	-87,6	-0,8	-727,3	-6,4	-1.145,7	-9,7	56,2
Mujeres	8.256,9	12,8	0,2	-259,3	-3,0	-330,5	-3,8	43,8
TOTAL	18.870,2	-74,8	-0,4	-986,6	-5,0	-1.476,2	-7,3	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

PARO ESTIMADO

Tercer trimestre 2009

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		% participación	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
Por sexos							
Hombres	2.290,9	1,8	0,1	937,3	69,3	55,6	17,8
Mujeres	1.832,5	-15,9	-0,9	587,3	47,2	44,4	18,2
Por edades							
Menores de 25 años	885,7	30,5	3,6	272,7	44,5	21,5	38,6
Resto	3.237,6	-44,7	-1,4	1.251,8	63,0	78,5	15,6
Por situación personal							
Paro de larga duración	1.207,2	112,7	10,3	597,7	98,1	29,3	-
Buscan primer empleo	314,4	27,8	9,7	57,1	22,2	7,6	-
Resto	2.601,8	-154,6	-5,6	869,8	50,2	63,1	-
TOTAL	4.123,3	-14,1	-0,3	1.524,6	58,7	100,0	17,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

con el trimestre anterior, la de los hombres descendió el 0,8%. En el último año el nivel de empleo disminuyó en ambos géneros, pero la bajada fue mucho más acusada entre los varones, del 9,7%, que entre las féminas, del 3,8%, en parte debido a que están menos presentes en los sectores más castigados por la crisis, como la construcción.

Por edades, en el trimestre los mayores decrementos en la ocupación afectaron a los grupos entre 25 y 29 años y los mayores de 55 años, mientras que el empleo aumentó el 11,1% entre los jóvenes de 16 a 19 años gracias a la temporada turística. No obstante, en el transcurso de los últimos doce meses todos los tramos de edad presentan caídas en el nivel de empleo, si bien con intensidad desigual. El menor descenso corresponde a las personas de 50 a 54 años, del 0,1%, y el mayor a los jóvenes de 16 a 19 años, del 38,2%.

Por situación profesional, se constata que la recesión está incidiendo más entre los no asalariados. Así, en el último año el nivel de ocupación bajó el 6,5% entre los

asalariados, frente a la caída del 10,5% del resto. Por otro lado, en el tercer trimestre el número de trabajadores con contrato temporal se incrementó el 1,9%, gracias en parte a la temporada turística, mientras que los ocupados con contrato indefinido bajaron el 1,4%. De este modo, se aprecia que la destrucción de empleo afecta progresivamente a estos últimos. Con todo, en los últimos doce meses, los ocupados temporales bajaron el 18,2%, frente a un decremento del 1,7% de los indefinidos.

La ocupación se redujo más entre la población extranjera que entre la española. En los últimos doce meses, el número de ocupados con nacionalidad extranjera bajó el 10,0%, frente a un descenso del 6,8% de los españoles. De esta manera, la participación de los extranjeros en la ocupación disminuyó hasta el 14,1%.

Las cifras del número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo de la contabilidad nacional del tercer trimestre confirman la suavización de la caída de la ocupación, gracias al mejor compor-

La destrucción de empleo afecta progresivamente a los trabajadores con contrato indefinido...

...y a los extranjeros.

En octubre, se vuelve a deteriorar la afiliación a la Seguridad Social.

La tasa de paro se mantiene en el 17,9%, pero con perspectivas al alza.

El paro de larga duración casi se duplica en los últimos doce meses.

tamiento de los servicios privados. El descenso interanual se estabilizó en el 7,2%. Según esta fuente, en el último año en la construcción la ocupación bajó el 24,3%, en la industria el 12,7% y en los servicios el 3,0%.

En cambio, en octubre los afiliados en alta a la Seguridad Social mostraron una tendencia a acelerar su caída por segundo mes consecutivo. Esto refleja parcialmente el agotamiento de los efectos del plan de obras municipales financiado por el Gobierno.

A resultas de la evolución de la población activa y de la ocupación, el número de parados descendió ligeramente en 14.100 personas en el tercer trimestre, después de dos años ininterrumpidos de subidas, y se colocó en 4.123.300 personas. De esta manera, la tasa de paro se tomó un respiro y se mantuvo en el mismo nivel del 17,9% de la población activa. No obstan-

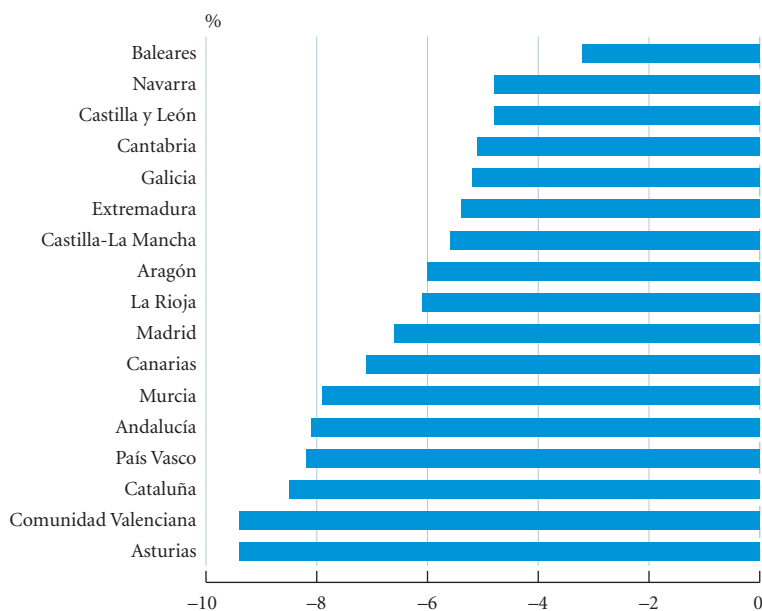
te, la tendencia del desempleo sigue siendo alcista en tanto que previsiblemente el empleo continuará contrayéndose en los próximos trimestres.

Es destacable el incremento del paro de larga duración, es decir, entre los que perdieron su empleo hace más de un año, que en los últimos doce meses prácticamente se duplicó hasta 1.207.200. Por otra parte, el número de hogares con todos sus miembros en el paro también subió fuertemente hasta el 6,6% del total.

En los últimos doce meses la ocupación cayó en todas las comunidades autónomas, si bien en distinto grado. El menor descenso interanual se registró en Baleares, del 3,2%, mientras que en Asturias y la Comunidad Valenciana se redujo el 9,4%. Por otra parte, la tasa de paro más baja correspondía a Navarra, 10,4%, mientras que las más altas eran las de Canarias, 26,0%, y Andalucía, 25,6%.

LOS OCUPADOS BAJAN EN TODAS LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Tercer trimestre de 2009
Variación interanual del nivel de empleo por comunidades autónomas



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Precios

La energía revierte la caída de los precios de consumo

El índice de precios de consumo (IPC) subió 7 décimas en octubre en relación con el mes anterior. Este incremento se debió sobre todo a las alzas en los precios del vestido y calzado por la nueva temporada de invierno. De esta forma, la tasa de variación interanual del IPC aumentó 4 décimas, pero por octavo mes consecutivo siguió en tasa negativa, del 0,7%. Este decremento de los precios también lo reflejó el deflactor del producto interior bruto (PIB), un indicador de precios más amplio que el IPC, que en el tercer trimestre bajó el 0,4% en relación con el mismo trimestre del año anterior. Fue la primera bajada del deflactor del PIB en las últimas décadas.

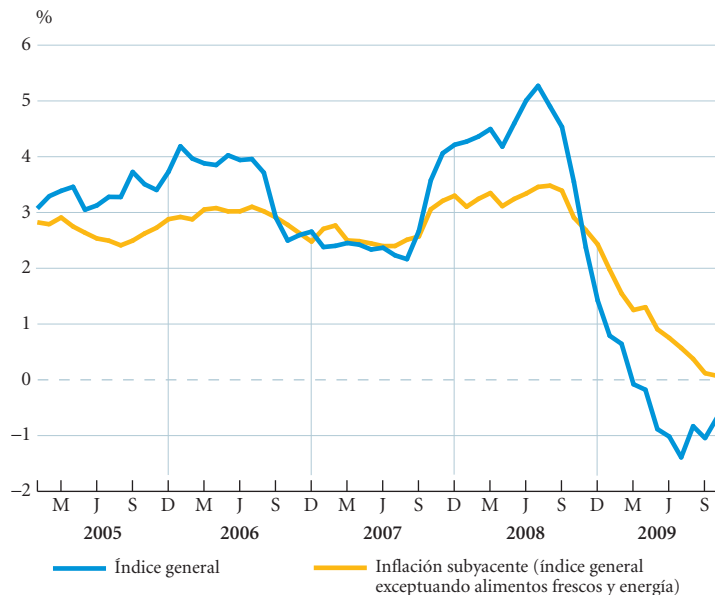
El incremento interanual del IPC es atribuible a los carburantes y combustibles, al disminuir su caída interanual en casi cinco puntos. El otro gran componente volátil, los alimentos no elaborados, prácticamente no tuvo ninguna incidencia sobre la variación interanual de índice general.

El núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye a los alimentos no elaborados y a los productos energéticos, permaneció en el 0,1%, en el nivel mínimo de las últimas décadas y con un marcado descenso de 2,8 puntos en los últimos doce meses. La caída de la inflación subyacente hasta cerca del 0% refleja la influencia de la recesión. La contracción del consumo está motivando que

Tasa interanual del IPC negativa por octavo mes consecutivo.

LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE SITÚA CERCA DEL 0%

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

muchas empresas recorten sus precios para impulsar sus ventas.

Los servicios, aunque están resguardados en cierta medida de la competencia exterior, también acusaron la presión de la

debilidad de la demanda y continuaron ralentizándose. La tasa de variación interanual de sus precios bajó una décima hasta el 1,6%, la cota mínima de las últimas décadas. La enseñanza se deceleró notablemente hasta el 2,2% interanual,

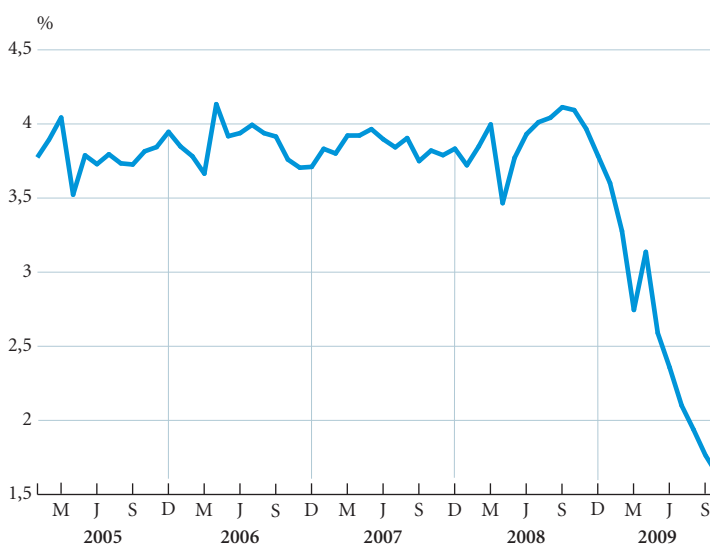
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	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	0,7	0,3	-0,7
Noviembre	-0,4	2,0	2,4			
Diciembre	-0,5	1,4	1,4			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS SE DESACELERAN NOTABLEMENTE

Variación interanual del índice de precios de los servicios (con alquiler de vivienda)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

1,1 puntos menos que en septiembre, porque los precios de la enseñanza superior subieron menos que en octubre de 2008. También los hoteles y restaurantes se moderaron hasta el 1,2% anual.

El índice de precios de consumo armonizado (IPCA) con la Unión Europea anotó una bajada interanual del 0,6% en octubre, cuatro décimas más que en el mes anterior. De esta forma, el diferencial de inflación con la eurozona siguió estrechándose hasta 0,5 puntos a favor de Es-

paña, alejándose del máximo histórico de mayo, de 0,9 puntos.

Dado que el precio del petróleo a mediados de noviembre se halla en un nivel del doble en dólares que doce meses antes, aun teniendo en cuenta la apreciación del euro es previsible que la tasa de variación del IPC ya se sitúe en terreno positivo en este mes y siga aumentando en diciembre. Sin embargo, las perspectivas de inflación para 2010 son moderadas, por la influencia de una coyuntura recesiva, a

El diferencial favorable de inflación con la eurozona continúa estrechándose hasta medio punto.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Octubre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual		
		2008	2009	2008	2009	2008	2009	
Por clases de gasto								
Alimentos y bebidas no alcohólicas	107,8	-0,1	-0,2	2,2	-2,6	4,0	-2,4	
Bebidas alcohólicas y tabaco	126,0	0,1	0,0	3,8	12,8	4,0	12,9	
Vestido y calzado	104,6	9,2	9,6	-1,5	-3,9	0,7	-1,9	
Vivienda	112,1	0,1	0,2	6,6	0,4	7,4	-0,3	
Menaje	107,1	0,5	0,3	2,1	0,5	2,7	1,0	
Medicina	97,5	0,2	0,0	0,3	-1,4	0,5	-1,3	
Transporte	102,7	-2,5	0,0	1,9	3,2	4,2	-4,4	
Comunicaciones	99,3	0,0	0,0	0,3	-0,3	0,0	-0,9	
Ocio y cultura	98,0	-0,6	-0,7	-0,2	-1,8	0,4	-1,3	
Enseñanza	114,3	2,7	1,6	4,3	2,5	4,6	2,2	
Hoteles, cafés y restaurantes	112,1	-0,2	-0,2	4,3	1,5	4,7	1,2	
Otros	109,6	0,2	0,1	3,4	1,9	3,7	2,1	
Agrupaciones								
Alimentos con elaboración	111,6	0,1	0,0	3,1	0,5	4,5	0,4	
Alimentos sin elaboración	106,6	-0,4	-0,5	0,9	-3,3	3,0	-2,6	
Conjunto no alimentario	106,2	0,5	0,9	2,4	0,5	3,4	-0,7	
Bienes industriales	102,1	0,9	2,0	1,2	-0,4	2,7	-3,0	
<i>Productos energéticos</i>	105,8	-3,9	0,0	5,3	6,1	9,3	-6,6	
<i>Carburantes y combustibles</i>	100,5	-5,1	0,0	3,7	6,0	8,9	-11,0	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	100,5	2,7	2,7	-0,2	-2,6	0,5	-2,1	
Servicios	110,7	0,0	-0,1	3,6	1,5	4,1	1,6	
Inflación subyacente (**)	107,2	0,9	0,9	2,2	-0,2	2,9	0,1	
ÍNDICE GENERAL	107,2	0,3	0,7	2,4	0,3	3,6	-0,7	

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La inflación probablemente volverá a terreno positivo ya en noviembre, pero se mantendrá en cotas bajas en 2010.

pesar de la prevista elevación de los tipos del impuesto sobre el valor añadido en julio. Aunque el impacto teórico de esta subida sobre la inflación del IPC lo estimamos en 1,2 puntos si se transmitiese de modo inmediato y completo, probablemente su repercusión real será mucho menor, dado que la debilidad del consumo propiciará que sea absorbida en buena parte por los márgenes empresariales.

Se frena el descenso de los precios mayoristas

Los precios industriales registraron una bajada interanual del 4,2% en octubre, con un aumento de 2,5 puntos sobre el descenso interanual máximo de las últimas décadas del 6,7% registrado en julio de 2009. De este modo, se confirma la in-

flexión al alza de los precios mayoristas motivada fundamentalmente por la evolución de los precios de las materias primas y sobre todo del crudo. Todos los componentes de los precios industriales tendieron a acelerarse, si bien sus tasas interanuales eran negativas, excepto los bienes de equipo, que siguieron moderándose hasta una tasa de variación interanual del 0,2%.

Por su parte, los precios de importación siguieron frenando su caída en septiembre debido a la energía. No obstante, mostraban un descenso interanual del 9,2%, superior al de los precios internos. Por otro lado, los precios agrarios en origen repuntaron ligeramente en agosto después de haberse derrumbado en los meses precedentes. Con todo, su bajada interanual era del 15,3%.

Los precios agrarios en origen repuntan en agosto, pero muestran una fuerte caída interanual.

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 (**)		
2008												
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	-	
2009												
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	1,4	
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	-15,1	-4,4	-1,1	1,1	-6,3	-9,8	-9,9	1,8	2,5	-5,4	0,2	
Junio	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,9	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-	
Julio	-17,9	-6,7	-1,3	0,5	-7,8	-16,0	-11,4	2,0	2,3	-7,0	-	
Agosto	-15,3	-5,5	-0,9	0,3	-7,7	-11,5	-9,8	0,6	2,0	-7,3	-0,4	
Septiembre	...	-5,4	-0,7	0,4	-7,5	-11,5	-9,2	-0,5	1,6	-7,5	-	
Octubre	...	-4,2	-0,6	0,2	-6,3	-8,2	...	...	...	...	...

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 desacelera su contracción

El déficit comercial español en septiembre fue de 5.432 millones de euros, un 26,9% menor que el de septiembre de 2008, convirtiéndose en el decimoquinto mes consecutivo registrando caídas. Como consecuencia, el déficit acumulado en los últimos doce meses se redujo en un 44,5% respecto al del mismo periodo del año anterior, alcanzando los 56.869 millones de euros. Esta cifra equivale al 5,3% del producto interior bruto (PIB) acumulado de los últimos cuatro trimestres, significativamente inferior al máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008 (9,7%). A pesar de ello, este ratio se mantiene a niveles muy elevados, sólo superado por países como Grecia, Portugal y Reino Unido.

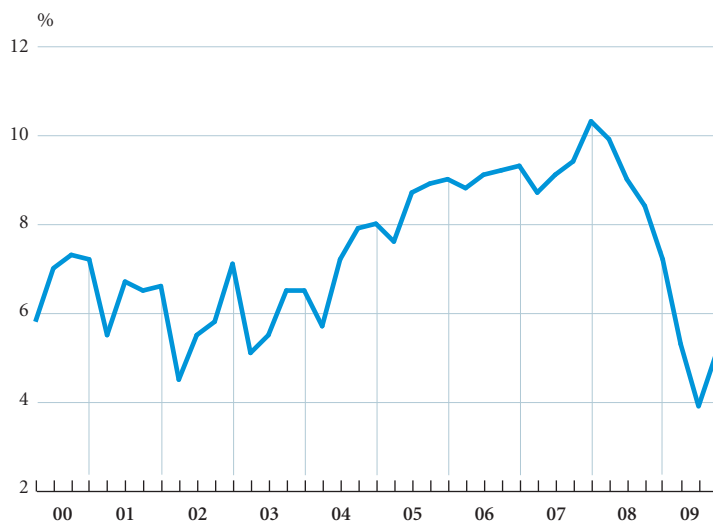
Una vez más, esta contracción del déficit se produjo en un contexto de reducción de flujos comerciales. La caída de las importaciones, del 21,9% en septiembre respecto al mismo mes del año anterior, fue superior a la de las exportaciones en 2,2 puntos porcentuales. El diferencial, sin embargo, ha sufrido una importante reducción desde junio, mes en que alcanzó los 18,9 puntos porcentuales, provocando una progresiva desaceleración de la reducción del déficit. Esta convergencia es aún más evidente en el análisis por volumen (sin tener en cuenta la evolución de los precios). Así, por primera vez después de quince meses, las importaciones reales registraron una caída menor a la de las exportaciones, confirmando que la corrección del desequilibrio comercial se está acercando a su fin.

El déficit comercial vuelve a reducirse en septiembre con una caída del 27%.

Aparecen signos de que la corrección del desequilibrio comercial se empieza a reducir.

EL DÉFICIT COMERCIAL SE ALEJA DE LOS MÁXIMOS ALCANZADOS EN 2008

Saldo acumulado trimestral de la balanza comercial con relación al PIB



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-septiembre 2009

	Importaciones			Exportaciones			Saldo Millones de euros	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% partici- pación	Millones de euros	% variación anual en valor	% partici- pación		
Por grupos de productos								
Energéticos	25.152	-44,5	16,4	4.975	-45,1	4,3	-20.177	19,8
Bienes de consumo	48.258	-9,3	31,6	46.341	-9,4	40,1	-1.917	96,0
<i>Alimenticios</i>	10.718	-9,8	7,0	15.629	-4,8	13,5	4.911	145,8
<i>No alimenticios</i>	37.540	-9,2	24,5	30.712	-11,5	26,6	-6.828	81,8
Bienes de capital	12.021	-33,7	7,9	9.621	-22,3	8,3	-2.400	80,0
Bienes intermedios no energéticos	67.523	-33,8	44,1	54.670	-23,5	47,3	-12.853	81,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea	89.235	-25,2	58,3	80.153	-20,0	69,3	-9.082	89,8
<i>Zona del euro</i>	73.831	-26,1	48,3	66.030	-17,7	57,1	-7.800	89,4
Otros países	63.719	-35,9	41,7	35.454	-19,1	30,7	-28.265	55,6
<i>Rusia</i>	3.371	-47,4	2,2	1.048	-52,0	0,9	-2.323	31,1
<i>EEUU</i>	6.364	-25,6	4,2	4.362	-22,8	3,8	-2.002	68,5
<i>Japón</i>	2.208	-44,5	1,4	870	-19,4	0,8	-1.339	39,4
<i>América Latina</i>	8.051	-33,7	5,3	5.616	-18,6	4,9	-2.435	69,8
<i>OPEP</i>	12.452	-41,8	8,1	4.742	-2,7	4,1	-7.710	38,1
<i>Resto</i>	31.272	-33,3	20,4	18.815	-18,7	16,3	-12.456	60,2
TOTAL	152.953	-30,0	100,0	115.607	-19,8	100,0	-37.347	75,6

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

Esta tendencia se mantendrá en lo que queda de 2009.

En el gráfico anterior se puede constatar este hecho. Después de seis trimestres consecutivos con correcciones del déficit comercial en relación con el PIB, en el tercer trimestre de 2009 registró un aumento de 1,4 puntos porcentuales, situándose a niveles similares a los de 2003. Uno de los principales motivos de este incremento es la fortaleza del euro, que redujo significativamente las exportaciones con destino a países fuera de la zona del euro. En el tercer trimestre del año, las exportaciones a países con la divisa común se redujeron un 12,8%, casi diez puntos porcentuales menos que la caída de las exportaciones al resto de países (22,3%). Como consecuencia, el peso de las exportaciones a los países de la zona del euro ha ganado importancia en los últimos meses.

El déficit por cuenta corriente continúa disminuyendo en agosto.

Se espera que se continúe desacelerando la reducción del déficit comercial a corto plazo, situándose a niveles cercanos al 5,0% del PIB español. La recuperación económica de los principales socios comerciales europeos (Francia y Alemania) será el principal motor de las exportaciones. Destacarán entre todas ellas las exportaciones de automóviles que, debido a los planes de incentivo al consumo, seguirán aumentando hasta finales de año.

Balanza de pagos: el déficit corriente sigue reduciéndose

Las mejoras de los saldos de la balanza comercial y de la balanza de rentas en el mes de agosto provocaron que el déficit de la balanza por cuenta corriente registrara

una reducción del 55,2% respecto al mismo mes de 2008, situándose en 3.187 millones de euros. Solamente la balanza de servicios entorpeció esta tendencia al registrar, por cuarto mes consecutivo, una contracción del superávit, fruto principalmente de los menores ingresos provenientes del turismo. Esta corrección, sin embargo, es inferior a la registrada en julio, del 73,6%, y todo indica que los datos de septiembre confirmarán la desaceleración que ya ha mostrado el comercio exterior.

Si se tiene en cuenta un lapso temporal más amplio, el déficit acumulado en los últimos doce meses mantuvo la tendencia registrada anteriormente, con una reducción del 37,8% respecto al mismo periodo del año anterior. El menor déficit corriente compensó con creces la reducción del superávit de la cuenta de capital y si-

tuó la necesidad de financiación acumulada durante los últimos doce meses en 65.277 millones de euros, unos niveles similares a los de abril de 2006. Los datos de comercio exterior apuntan hacia la reducción de la necesidad de financiación durante los próximos meses, aunque a una tasa cada vez menor.

Por lo que se refiere a 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 registró, en agosto, salidas netas por importe de 12.643 millones de euros. Las inversiones en cartera se convirtieron en la principal entrada neta de financiación en este mes, con una entrada neta de 7.081 millones de euros.

La financiación a corto plazo pierde peso a favor de la inversión en cartera.

BALANZA DE PAGOS

Agosto 2009

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-28.841	-54,0	-53.759	42.745	-44,3
Servicios					
<i>Turismo</i>	18.178	-7,8	26.531	-1.918	-6,7
<i>Otros servicios</i>	-530	-50,2	-1.266	1.304	-50,7
Total	17.647	-5,4	25.265	-614	-2,4
Rentas	-20.174	-7,3	-32.192	-239	0,7
Transferencias	-6.614	-12,8	-8.267	80	-1,0
Total	-37.981	-48,3	-68.953	41.972	-37,8
Cuenta de capital	2.625	-41,1	3.676	-3.236	-46,8
Balanza financiera					
Inversiones directas	-503	-	-10.601	4.636	-30,4
Inversiones de cartera	16.536	4,3	4.438	-5.840	-56,8
Otras inversiones	4.189	-84,3	45.905	-17.167	-27,2
Total	20.222	-55,9	39.742	-18.371	-31,6
Errores y omisiones	80	-	4.642	3.142	209,4
Variación de activos del Banco de España	15.053	-38,0	20.893	-23.507	-52,9

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El Mercado Único, ante su mayor reto

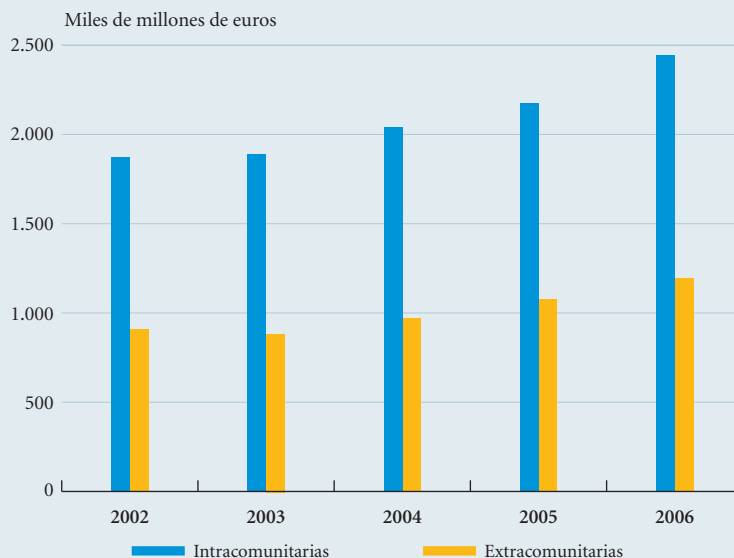
«La intensa recesión económica derivada de la crisis financiera, combinada con un abrupto descenso de los flujos del comercio internacional a finales de 2008, ha provocado una reacción proteccionista en la mayor parte de los países europeos que ha agravado la caída de la actividad. Francia ha elevado los derechos arancelarios a la importación de automóviles a fin de preservar la actividad de su industria automotriz, a la vez que Alemania ha endurecido los permisos de trabajo para inmigrantes para evitar el aumento del paro mientras que el Reino Unido ha puesto en marcha un plan de subsidios a la industria nacional que ha provocado enardecidas protestas del resto de países europeos. El consiguiente descenso del comercio entre países europeos y la elevación de las trabas a la inmigración, junto con las restricciones a la circulación de capitales –justificadas para estabilizar los tipos de cambio de las monedas nacionales– han multiplicado los efectos negativos de la crisis global.»

El párrafo anterior es totalmente ficticio. Es más, ahora mismo es imposible debido a las exigencias derivadas de la pertenencia al euro o a la Unión Europea (UE). Gracias a éstas, la crisis global, que esa sí es real, ha tenido unos efectos más moderados que si no hubiera existido la UE. ¿Podemos imaginar por un momento qué hubiera sucedido si cada estado miembro actual conservara competencias sobre su comercio exterior, subsidios a su industria, movimientos de capital o moneda propia? Muy probablemente los resultados habrían sido una ola proteccionista con devaluaciones competitivas añadidas, todo justificado para paliar la destrucción de empleo y de tejido productivo, pero que rápidamente habría agravado los efectos de la crisis, con menos crecimiento, más paro y más déficit público.

A pesar de las leyes comunitarias, la realidad es que el reflejo proteccionista sigue bien vivo. Ya no es posible que aflore en forma de impedimentos a la libre circulación de mercancías, después de décadas de Mercado Común, el primer gran logro y objetivo principal de la Comunidad Económica Europea, allá por los años sesenta.

MÁS COMERCIO ENTRE MIEMBROS QUE CON EL EXTERIOR

Exportaciones de bienes de la UE a 25



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Tampoco tendría mucho sentido levantar barreras comerciales, por la interdependencia industrial derivada de la segmentación de los procesos productivos entre varios países. Hoy en día, la mayor parte del comercio exterior de los estados miembros se compone de comercio con otros socios comunitarios, dentro de una creciente integración industrial. Sin embargo, el reflejo proteccionista sigue emergiendo en forma de obstáculos encubiertos, que suelen afectar más a pequeñas y medianas empresas y que toman la forma de normativas técnicas, exigencias de homologación, obligaciones de certificación o documentación, regulaciones de presentación y contenido, etc.

Son obstáculos aparentemente inocuos pero que consiguen distorsionar o directamente eliminar la competencia de otros productores no nacionales. Business Europe, la entidad que agrupa a las asociaciones empresariales europeas, estimaba que alrededor de la mitad de las empresas que intentan comerciar con otros estados miembros chocan con esta clase de obstáculos, pese a los esfuerzos de la Comisión por aplicar el principio de «reconocimiento mutuo» (todo producto que se considere apto para su comercialización en un estado miembro debe poder ser comercializado en cualquier otro estado miembro, sin más) o por armonizar las distintas normativas nacionales. El último informe elaborado por la Secretaría de Estado de Comercio y la Confederación Española de Organizaciones Empresariales sobre los problemas de las empresas españolas en el Mercado Único destaca que, a menudo, las normas técnicas y la ausencia de reconocimiento por parte del cliente de las pruebas y ensayos de homologación y certificación aportados por la empresa española suponen una traba para la actividad comercial. Algo parecido sucede con la falta de uniformidad de los envases y embalajes. Los sectores más afectados son los alimentos transformados y bebidas, agrícola, textil, bienes de equipo y madera y muebles.

Sin embargo, donde emergen con toda su crudeza las resistencias proteccionistas es en las ayudas públicas, directas o indirectas, manifiestas o encubiertas. Si en las épocas de normalidad los expedientes por ayudas públicas incoados por la Comisión alcanzan un volumen considerable, en etapas de crisis el fenómeno se agrava. Ante el riesgo de cierre de empresas, aumento del paro o huida de inversores extranjeros, el reflejo inmediato de las autoridades nacionales es echar mano al presupuesto y conceder fondos públicos para salir al paso del problema. Las ayudas públicas en la UE no están prohibidas de forma tajante, pero sólo pueden concederse en casos muy concretos y siempre y cuando no distorsionen la libre competencia ni la libre circulación.

Ningún estado miembro puede apelar a sus intereses nacionales para saltarse estos principios, pero lo cierto es que la Comisión se las ve y se las desea para mantener el orden en las ayudas de Estado. La actual crisis económica y financiera ha puesto a prueba los principios establecidos en los tratados y modelados por las decisiones del Tribunal de Justicia, de los cuales es garante la Comisión. En el ámbito financiero, la excepcional crisis ha obligado a los estados a intervenir directamente para evitar males mayores con una avalancha de ayudas públicas que no tiene precedentes. Ante la ausencia de una autoridad regulatoria, la Comisión ha tenido que actuar de «policía» para poner algo de orden.⁽¹⁾

La Comisión también ha velado porque las ayudas de carácter financiero establecidas por varios países con el fin de restablecer en la medida de lo posible el flujo del crédito a las empresas pequeñas y medianas no atenten a los principios del Mercado Único. Para ello, y a la vista de la dimensión de la crisis, la Comisión ha suspendido temporalmente, hasta finales de 2010, las normas relativas a ayudas públicas destinadas al fin citado, sujetas, en todo caso, a estrictos procedimientos de notificación. De esta forma se trataba también de hacer llegar al sector no financiero ayudas que compensaran en parte el bloqueo del crédito.

(1) Véase por ejemplo, Jódar-Rosell, Sandra y Jordi Gual (2009) «Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros?» *Documentos de Economía "la Caixa"*, n.º 13.

Algo parecido, aunque a una escala distinta, ha sucedido en la economía real. Así, a principios de 2009 Francia anunció un plan para apoyar a su sector del automóvil que encendió las alarmas en otros estados miembros con factorías francesas, las cuales parecía iban a verse marginadas de las ayudas. Ante la reacción de la Comisión, el gobierno francés tuvo que dar garantías formales de que no contravendría las disposiciones del Mercado Único y, en particular, no condicionaría a los fabricantes sobre la localización de sus actividades ni daría prioridad a los proveedores radicados en suelo francés. Por otra parte, varios países europeos han adoptado planes para conceder subvenciones a los compradores de automóviles, sin que ninguno de ellos haya podido primar explícitamente la compra de turismos fabricados en suelo nacional.

Con todo, en el ámbito industrial el caso más sonado probablemente ha sido la frustrada venta de la división europea de Opel, filial de General Motors, a Magna. La concesión por el gobierno alemán de un elevado crédito puente para facilitar la operación, que veladamente favorecía a las plantas de fabricación en suelo alemán, despertó sonoras protestas por parte de otros países europeos afectados, obligando de nuevo a intervenir a la Comisión para preservar mínimamente las reglas del Mercado Único.

En definitiva, aunque la presión de los gobiernos puede llegar a ser agobiante en algunos momentos, la Comisión va logrando mantener los principios del Mercado Único. Éstos son el fundamento de la UE, y aunque a veces no sean bien comprendidos son claves en el mantenimiento de la estabilidad de las economías. No hay que olvidar que la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado desató una espiral proteccionista que llevó los flujos de comercio internacional hasta cerca del colapso, lo que algunos historiadores consideran el germen de la Segunda Guerra Mundial. Se hizo entonces patente la necesidad de preservar los flujos comerciales a nivel internacional como fuente de estabilidad y prosperidad, una idea que la UE ha heredado y que constituye una de las lecciones de la historia que no debemos olvidar.

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

Sector público

El déficit del Estado acumulado hasta octubre se septuplica

Los efectos de la recesión económica, con un fuerte descenso de los ingresos tributarios y un alza de los pagos, continúan incidiendo desfavorablemente en las cuentas del Estado. De esta forma, en el periodo enero-octubre los ingresos del Estado en términos de caja, es decir, según los flujos monetarios registrados, se cifraron en 140.418 millones de euros antes de las cesiones a las administraciones autonómicas y locales. Este importe representa un caída del 13,8% respecto al mismo periodo de 2008.

La recaudación de los impuestos directos bajó el 13,4% en los diez primeros meses

del ejercicio. Los ingresos de la principal figura, el impuesto sobre la renta de las personas físicas, totalizaron 54.342 millones de euros, con un descenso del 10,0%. Esta caída se reduce al 7,0% si se corrigen los ingresos del impacto de la rebaja de los 400 euros, la introducción en los últimos meses de la deducción por alquiler de vivienda habitual, mayores aplazamientos y un adelanto de las devoluciones correspondientes a la campaña de renta 2008. Por su parte, el impuesto de sociedades disminuyó el 22,3% debido al retroceso de los beneficios empresariales y a algunos cambios normativos.

La contracción del consumo y la inversión determinó que el descenso de los impuestos indirectos fuera todavía ma-

La recesión económica y las medidas tomadas para paliarla inciden desfavorablemente en las cuentas públicas.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Octubre 2009

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	18.816	-1,4	89.517	-20,5
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	7.503	-4,1	54.342	-10,0
Impuesto de sociedades	6.103	7,0	20.507	-22,3
IVA	6.815	-5,1	30.631	-29,1
Impuestos especiales	1.806	9,3	16.122	-1,3
Resto	1.349	11,3	18.816	13,4
Total	23.576	0,0	140.418	-13,8
Pagos no financieros	13.618	5,7	147.119	23,2
Saldo de caja	5.198	-16,0	-57.602	744,9
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	3.470	-30,7	-59.310	597,7

NOTAS: (*) Están incluidos los tramos cedidos a las administraciones territoriales de acuerdo con el sistema de financiación vigente.

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Fuertes descensos de los ingresos tributarios mientras que los gastos se disparan.

yor, del 21,1%. La estrella de este grupo, el impuesto sobre el valor añadido (IVA) bajó el 29,1%. Esta caída está afectada por el adelanto de las devoluciones, la generalización del sistema de devolución mensual y mayores aplazamientos. Por su parte, los impuestos especiales moderaron su descenso hasta el 1,3%, gracias en parte al alza de los tipos de gravamen del tabaco y los hidrocarburos hacia mediados de junio.

El resto de los ingresos no financieros subió el 13,4%. A ello contribuyeron las comisiones por los avales concedidos a las emisiones de entidades financieras dentro del Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

En el otro lado del balance, los pagos no financieros del Estado acumulados en los diez primeros meses del ejercicio ascendieron a 147.119 millones de euros. Esta cifra supone un aumento interanual del 23,2%.

Dentro de los gastos corrientes, los de personal subieron el 4,8% y las compras de bienes y servicios el 1,7%. Los gastos financieros se elevaron el 0,1%. Pero el mayor incremento interanual correspondió a las transferencias corrientes, que aumentaron el 28,5% hasta 86.519 millones de euros. Es destacable la partida de 15.767 millones de euros al Servicio Público de Empleo Estatal para atender las prestaciones por desempleo.

En cuanto a los gastos de capital, las inversiones reales únicamente subieron el 0,2%, y gracias a las realizadas por el Ministerio de Fomento. Las transferencias de capital se incrementaron en mucha mayor medida, el 131,6%, impulsadas sobre todo por los 5.500 millones de euros del Fondo Estatal de Inversión Local.

A consecuencia de la evolución de los ingresos y los pagos se contabilizó un déficit de caja no financiero del Estado de 57.602 millones de euros, frente a 6.818 millones en el mismo periodo de 2008. En términos de contabilidad nacional, o sea, de acuerdo con los derechos y obligaciones generados, resultó una necesidad de financiación de 59.310 millones de euros, casi el séptuplo del mismo periodo de 2008. Esta cantidad equivale al 5,6% del producto interior bruto, frente al 0,8% anotado en el año anterior.

Por otra parte, a finales de octubre se aprobó la creación del Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local. Éste sucede al Fondo Estatal de Inversión Local, dotado con 8.000 millones de euros, que ha financiado obras municipales en 2009. El nuevo fondo extraordinario, además de tener por objetivo la dinamización a corto plazo de la actividad económica, ha de contribuir a la sostenibilidad económica, social y ambiental. Se financiarán actuaciones a partir de comienzos de 2010.

Finalmente, el 30 de octubre el Consejo de Ministros aprobó el Plan Económico-Financiero de Reequilibrio de la Administración del Estado para garantizar la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo. Los presupuestos generales del Estado para 2010 representan el primer paso en el proceso de consolidación fiscal. Este plan establece las líneas estratégicas para reducir el déficit público hacia la senda del equilibrio en 2012, de acuerdo con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y según las exigencias del procedimiento de déficit excesivo abierto por la Comisión Europea el pasado 27 de abril. Posteriormente, las autoridades europeas recomendaron ampliar el plazo para el reequilibrio hasta el año 2013.

Se aprueba la creación del nuevo Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local.

En marcha el Plan Económico-Financiero de Reequilibrio de la Administración del Estado para la consolidación fiscal.

Ahorro y financiación

Prosigue el ajuste de los balances de las familias

En octubre, el euríbor a un año, ampliamente utilizado como índice de referencia, marcó un nuevo mínimo histórico en promedio mensual al colocarse en el 1,24%, 401 puntos básicos por debajo de doce meses antes. En las primeras semanas de noviembre el euríbor a un año continuó deslizándose a la baja y a mediados del mes registró la cota mínima del 1,22%. El recorrido a la baja del euríbor en el último año refleja las sucesivas rebajas del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo frente a la crisis financiera y económica global, pero también la reducción de la prima de riesgo interbancaria al tender a normalizarse las condiciones del mercado.

En este contexto, los tipos de interés de los préstamos de las entidades crediticias también han descendido en el último periodo. Así, el tipo de interés promedio de las operaciones bancarias de activo se situó en el 3,55% en septiembre, 301 puntos básicos por debajo del mismo mes de 2008. La caída habría podido ser mayor si no hubiese sido por el incremento de la prima de riesgo debido a un fuerte repunte de la morosidad por la recesión económica.

A pesar de las rebajas nominales de tipos de interés la demanda de financiación del sector privado sigue siendo débil en un contexto de contracción del consumo y de la inversión. Por su parte, la oferta de crédito ha adaptado a la coyuntura las condiciones de financiación de acuerdo

El euríbor a un año marca una cota mínima histórica en promedio mensual por octava vez consecutiva en octubre.

EL EURÍBOR A UN AÑO MARCA UN NUEVO MÍNIMO HISTÓRICO

Euríbor a 12 meses



NOTA: Día 23 de noviembre.
FUENTE: Banco de España.

Se disparan las emisiones de renta fija empresariales.

con una gestión del riesgo prudente. De este modo, la financiación de las empresas y familias continuó desacelerándose y sólo presentaba un incremento interanual del 0,4% en septiembre, un poco menos que en el conjunto de la eurozona.

La financiación a las sociedades no financieras fue superior a la de los hogares, pero, con todo, sólo aumentó muy ligeramente, el 0,7%, con relación a septiembre de 2008. La mejora de las condiciones en los mercados de capitales y menores tipos de interés en el último periodo motivaron que se incrementase notablemente el recurso a la emisión de renta fija, con un alza interanual del 26,6%, si bien su participación en el total de la financiación de las empresas era modesta, inferior al 4%. Por su parte, los préstamos del exterior se elevaron el 5,6% en los últimos doce meses.

La evolución del crédito comercial, destinado a financiar el capital circulante de

las empresas, con un descenso anual del 32,8%, refleja la aminoración de la actividad económica en el último año. El descenso interanual de los arrendamientos financieros del 16,3% acusa la escasa demanda de inversión. No obstante, estas bajadas son un poco inferiores a las anotadas en el mes precedente.

Los hogares registraron un moderado flujo efectivo positivo de financiación en el mes de septiembre. Sin embargo, su saldo se situó levemente por debajo de un año antes. La mayor parte de la financiación a los particulares se dirige a la vivienda y siguió ralentizándose hasta mostrar un incremento interanual del 0,2%. Por otro lado, el resto de préstamos para el consumo y otros fines presentaba un descenso interanual del 0,9%. De esta forma, prosigue el ajuste del endeudamiento de los hogares, que antes de la crisis financiera había alcanzado altos niveles y todavía se sitúa sensiblemente por encima de la media del área del euro.

Descenso de la financiación a las familias en los últimos doce meses.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Septiembre 2009

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.207.061	-10.107	8.317	0,4	84,5
Empresas no financieras	1.303.821	-2.811	12.535	0,7	49,9
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	924.865	-29.269	-21.786	-2,0	35,4
<i>Valores distintos de acciones</i>	49.282	8.206	10.346	26,6	1,9
<i>Préstamos del exterior</i>	329.674	18.252	23.975	5,6	12,6
Hogares (4)	903.240	-7.296	-4.218	0,0	34,6
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	676.335	-2.113	336	0,2	25,9
<i>Otros (3)</i>	224.241	-5.472	-4.899	-0,9	8,6
<i>Préstamos del exterior</i>	2.664	288	346	14,9	0,1
Administraciones públicas	404.192	74.046	103.382	34,4	15,5
TOTAL	2.611.253	63.938	111.699	4,5	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Por su parte, la morosidad se tomó un respiro en septiembre y se mantuvo en el 4,9%. Esta tasa supone un aumento de 2,2 puntos respecto al mismo mes del año anterior y ha propiciado un fuerte crecimiento de las provisiones de las entidades crediticias.

En cuanto a la financiación a las administraciones públicas, muestra una gran expansión, con un ascenso interanual del 34,4% al final del tercer trimestre. No obstante, sólo compensó parcialmente el desapalancamiento del sector privado, de manera que la financiación a los sectores no financieros siguió decelerándose hasta anotar una tasa de variación interanual del 4,5%, 3,6 puntos menos que en septiembre de 2008.

Resurgimiento de los fondos de inversión

En un entorno aún recesivo y con la mejora en las condiciones de financiación mayoristas de las entidades financieras, la premura por la obtención de depósitos del sector privado ha ido difuminándose. En este contexto, en septiembre los depósitos de las empresas y familias continuaron moderándose, también influidos por

el descenso de sus retribuciones y por la competencia de productos alternativos. Así, en los últimos doce meses los depósitos del sector privado crecieron el 4,2%, un punto menos que en agosto.

No obstante, las cuentas de ahorro continuaron acelerándose, con un alza anual del 13,0%, expresando la preferencia de las familias por la liquidez ante un incierto panorama económico y la escalada del paro. Por el contrario, los depósitos en moneda extranjera cayeron el 37,7% en los últimos meses, afectados por un desfavorable diferencial de tipos de interés y una adversa evolución de los tipos de cambio.

La menor competencia de los depósitos y la buena marcha de los mercados financieros motivaron que se reavivase el atractivo de los fondos de inversión mobiliarios en octubre. Así, el número de partícipes se colocó en 5.702.235, con un incremento mensual del 0,3%, el primero desde mayo de 2007. En el mes se anotaron suscripciones netas por valor de 551 millones de euros, la mayor cantidad mensual en dos años y medio. Asimismo, se apreció una menor aversión al riesgo, con significativas salidas netas de los fondos monetarios y garantizados. En el mismo sentido, los fondos de inversión

Pausa de la morosidad en septiembre.

Ralentización de los depósitos del sector privado, pero las cuentas de ahorro se aceleran.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Septiembre 2009

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista	255.778	10.967	4,5	8.009	3,2	18,0	
De ahorro	197.964	18.186	10,1	22.780	13,0	13,9	
A plazo	727.907	-1.366	-0,2	31.469	4,5	51,2	
En moneda extranjera	22.435	-6.883	-23,5	-13.568	-37,7	1,6	
Total depósitos	1.204.083	20.905	1,8	48.691	4,2	84,7	
Resto del pasivo (*)	216.949	-31.681	-12,7	-29.661	-12,0	15,3	
TOTAL	1.421.032	-10.776	-0,8	19.029	1,4	100,0	

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

El rendimiento medio anual de los fondos de inversión mobiliaria alcanza el 4%.

libre, los denominados *hedge funds*, registraron entradas netas.

El rendimiento medio de los fondos de inversión mobiliaria en los últimos doce meses se situó en el 3,95%, superando ampliamente a la inflación. Destacan las ganancias obtenidas por la renta variable emergente, del 39,5%, y la renta variable nacional, del 26,5%. De esta manera, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria subió en 341 millones de euros en octubre hasta 162.857. Sin embargo, en los últimos doce meses este patrimonio caía el 6,6%.

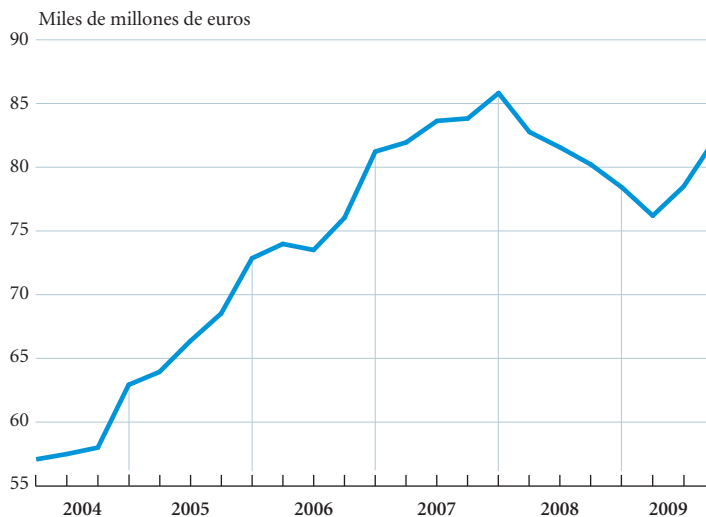
Por otro lado, los fondos de pensiones continuaron recuperándose en el tercer trimestre. El volumen de activos se elevó el 4,6% intertrimestral hasta 82.161 millones de euros. Esta cifra representa un crecimiento del 2,4% con relación a un

año antes. Las aportaciones netas del tercer trimestre ascendieron a 260 millones de euros. El número de cuentas de partícipes aumentó el 0,6% en los últimos doce meses. De esta forma el número estimado de partícipes se colocó en unos ocho millones.

Por clases, el patrimonio del sistema individual ascendió el 2,3% en los últimos doce meses hasta 51.038 millones de euros. El volumen de activos del sistema de empleo subió el 2,9% en el último año hasta 30.125 millones de euros. Por su parte, el sistema asociado, promovido por entidades como sindicatos o colegios profesionales, alcanzó 997 millones de euros. La rentabilidad media anual del conjunto de planes se situó en el 3,3%. En el conjunto de los últimos diecinueve años el rendimiento medio resultó del 5,5%, superando a la inflación del periodo.

LOS FONDOS DE PENSIONES SE RECUPERAN

Patrimonio total de los fondos de pensiones



FUENTE: Inverco.

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico: 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 María 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 María Gutiérrez-Domènech
12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons

13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual

15. Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña María Gutiérrez-Domènech

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

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

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia María 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

Diciembre 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

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

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 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
TOTAL PRESUPUESTO	500



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

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.