NÚMERO 331 • ENERO 2010

Informe Mensual



PERSPECTIVAS PARA EL AÑO 2010: NUBES Y CLAROS

Riesgos de recaída Pág. 19
Las estrategias de salida para los estímulos de política económica conforman el principal riesgo

2010, ¿año de decoupling*?* Pág. 33
¿Volverán los emergentes a desmarcarse de las economías maduras?

Perspectivas bursátiles: vigilando la cartera Pág. 45
El clima entre los inversores ha cambiado notablemente respecto a un año atrás

Moderadas subidas de precios en España Pág. 62
La inflación no será negativa, pero permanecerá contenida

SERVICIO DE ESTUDIOS

"la Caixa"

Previsiones

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

	2008	2009	2010	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL		Previsiones					Previsiones
Producto interior bruto							
Estados Unidos	0,4	–2,6	2,4	–3,3	–3,8	–2,6	–0,4
Japón	–1,2	–5,3	1,3	–8,6	–6,0	–4,7	–1,7
Reino Unido	0,5	–4,7	1,1	–5,2	–5,8	–5,1	–2,8
Zona del euro	0,5	–3,9	1,2	–4,9	–4,8	–4,1	–1,9
Alemania	*1,0*	*–4,8*	*1,5*	*–6,7*	*–5,8*	*–4,8*	*–2,0*
Francia	*0,3*	*–2,3*	*1,3*	*–3,5*	*–2,9*	*–2,4*	*–0,4*
Precios de consumo							
Estados Unidos	3,8	–0,3	2,2	–0,2	–0,9	–1,6	1,5
Japón	1,4	–1,4	–0,5	–0,1	–1,0	–2,2	–2,2
Reino Unido	3,6	2,1	2,2	3,0	2,1	1,5	1,8
Zona del euro	3,3	0,3	1,2	1,0	0,2	–0,4	0,4
Alemania	*2,6*	*0,3*	*1,0*	*0,8*	*0,3*	*–0,2*	*0,3*
Francia	*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	–4,9	–0,2	–5,4	–6,0	–5,1	–3,2
Consumo de las AAPP	5,5	5,0	1,4	6,4	5,2	4,9	3,3
Formación bruta de capital fijo	–4,4	–15,3	–5,8	–15,1	–17,2	–16,2	–12,3
Bienes de equipo	*–1,8*	*–23,2*	*–7,5*	*–24,4*	*–28,9*	*–24,3*	*–15,0*
Construcción	*–5,5*	*–11,6*	*–7,0*	*–11,3*	*–11,8*	*–11,5*	*–11,7*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	–0,5	–6,1	–1,3	–6,2	–7,4	–6,5	–4,3
Exportación de bienes y servicios	–1,0	–12,3	2,4	–16,9	–15,1	–11,1	–6,2
Importación de bienes y servicios	–4,9	–17,8	–1,4	–22,6	–22,0	–17,0	–9,7
Producto interior bruto	**0,9**	**–3,6**	**–0,4**	**–3,2**	**–4,2**	**–4,0**	**–3,1**
Otras variables							
Empleo	–0,6	–6,7	–2,2	–6,3	–7,2	–7,2	–6,0
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,0	20,1	17,4	17,9	17,9	19,0
Índice de precios de consumo	4,1	–0,3	1,4	0,5	–0,7	–1,1	0,2
Costes laborales unitarios	4,6	0,1	–0,9	1,2	1,4	0,4	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	–9,5	–5,9	–3,8	–7,9	–4,5	–3,9	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–9,1	–5,5	–3,4	–7,6	–4,0	–3,6	
Saldo público (% PIB)	–4,1	–10,9	–9,9	–0,5	–15,0		
MERCADOS FINANCIEROS		Previsiones					Previsiones
Tipos de interés internacionales							
Fed Funds	2,1	0,3	0,3	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	3,5	2,7	3,3	3,5	3,3
Bonos alemanes 10 años	4,0	3,3	3,3	3,1	3,4	3,3	3,2
Tipos de cambio							
$/Euro	1,48	1,39	1,44	1,30	1,36	1,43	1,48

Índice

1 Editorial

2 Resumen ejecutivo

6 Coyuntura internacional
6 Estados Unidos
10 Japón
12 China
14 Brasil
16 México
17 Materias primas
19 Riesgos de recaída

22 Unión Europea
22 Zona del euro
25 Alemania
27 Francia
29 Italia
30 Reino Unido
31 Europa emergente
33 2010, ¿año de **decoupling?**

37 Mercados financieros
37 Mercados monetarios y de capital
45 Perspectivas bursátiles: vigilando la cartera

49 Coyuntura española
49 Actividad económica
54 Mercado de trabajo
59 Precios
62 Moderadas subidas de precios en España
65 Sector exterior
68 Ahorro y financiación

Perspectivas para el año 2010: nubes y claros

Los nubarrones más oscuros se alejan por el horizonte, los barómetros suben y el cielo se despeja. ¿Ha llegado el buen tiempo? La economía internacional ha dejado atrás los momentos más graves de la peor recesión en décadas. Una etapa en la que se ha rozado la catástrofe y que ha obligado a tomar medidas impensables poco tiempo atrás. Ahora, los indicadores económicos avanzan ya el fin de la crisis global, pero la salida de la misma todavía plantea muchos riesgos.

El paisaje después de la tormenta arroja un panorama todavía complicado. Las perspectivas de los principales países, tanto desarrollados como emergentes, son de crecimiento en 2010, con algunas excepciones. El punto de partida de los emergentes es algo más sólido, al haber sufrido un tropezón menos aparatoso en 2009. Las economías desarrolladas empiezan a beneficiarse de la recomposición de los flujos de comercio exterior, al tiempo que el «susto» de los consumidores comienza a aliviarse. Las empresas empiezan a creer que 2010 va a ser mejor y vuelven a considerar la posibilidad de emprender alguna inversión.

Pero junto a los datos esperanzadores surgen también elementos inquietantes. El más destacado es un desempleo elevado, que constituye un lastre para cualquier recuperación que deba asentarse mínimamente en la demanda interna. A pesar de los atisbos de mejora, el número de desempleados de momento sigue creciendo y debería estabilizarse a lo largo de 2010. De todas formas, dentro del movimiento cíclico normal de una economía, el desempleo constituye un fenómeno retardado, es decir, su mejora no llegará hasta que la recuperación esté asentada.

La cuestión más delicada está en las ayudas de la política económica y monetaria que han permitido frenar el deterioro de las economías. Unos estímulos que dan a este inicio de recuperación un carácter precario, en la medida en que su retirada prematura podría provocar una recaída en la recesión, mientras que su mantenimiento desestabiliza las finanzas públicas y alimenta una nueva burbuja de liquidez. Algunos bancos centrales ya han empezado a elevar sus tipos de referencia desde niveles mínimos históricos, algo que deberá generalizarse en 2010, a la vez que se retiran las medidas excepcionales de inyección de liquidez. Los gobiernos, en general, mantienen las medidas de estímulo de la actividad, pero en 2010 deberán concretar cómo se van a retirar las mismas, ya que su efecto en términos de déficit y deuda las hace inviables por mucho más tiempo.

El sector financiero no parece excesivamente preocupado por el desapalancamiento de familias y empresas ni por el deterioro de las cuentas públicas. Su recuperación a partir del segundo trimestre de 2009 anticipó en varios meses la mejora de la actividad real, pero la potente subida de los índices bursátiles no acaba de cuadrar con los números del producto interior bruto. De hecho, el crédito todavía no fluye con facilidad al sector privado, mientras que los episodios de Dubai World o de Grecia alertan sobre los riesgos que todavía subsisten en el ámbito del mercado de deuda fija.

En definitiva, la recuperación es todavía frágil, debido a la dependencia de los estímulos públicos y a la todavía incompleta recomposición de los balances del sector privado, empresas y familias. Las cifras de crecimiento han recobrado el signo positivo gracias a que nos comparamos con los peores momentos de la recesión, pero la recuperación de los niveles de renta y riqueza anteriores a la crisis va para largo. El panorama está despejado, pero seguimos mirando al cielo con inquietud.

RESUMEN EJECUTIVO

Perspectivas esperanzadoras para la economía mundial

Las perspectivas para 2010 son mucho mejores que las de 2009.

La economía mundial afronta 2010 mucho mejor de lo que empezó 2009. Hace un año la crisis financiera se encontraba en su punto álgido, la actividad se desplomaba a una velocidad inusitada, como no se había visto en décadas, y el mercado laboral empezaba a deteriorarse seriamente. El mundo se debatía entre la recesión y la depresión, y el diagnóstico era claro: para evitar el peor de los escenarios era necesaria una respuesta contundente y coordinada de todas las instituciones y países.

Tanto en Estados Unidos como en la eurozona la recuperación se consolidará...

En buena medida, ello se ha conseguido. La respuesta de los principales países desarrollados y las medidas tomadas por sus bancos centrales estuvieron a la altura. Su actuación fue decisiva para que entre el segundo y el tercer trimestre de 2009 la tasa de crecimiento intertrimestral de la mayoría de economías recuperara el verde. Lo que era más difícil, dar un giro a la espiral de contracción, se consiguió. Pero lo que queda por hacer, consolidar el proceso de recuperación, tampoco es tarea fácil.

...pero aún son muchos los riesgos que invitan a la prudencia.

De momento, y a la espera de los datos de crecimiento del cuarto trimestre, las series de más alta frecuencia siguen con la buena tónica del tercer trimestre. En Estados Unidos, el mercado laboral da señales de tocar fondo. En el mes de noviembre se destruyeron 11.000 empleos, una cifra pequeña en comparación con las pérdidas de los últimos meses. Además, los datos de demanda indican que un elemento crucial para el asentamiento de la recuperación, el consumo privado, se está mostrando más fuerte de lo esperado tras el fin de las ayudas gubernamentales.

En la eurozona, en cambio, el consumo no acaba de reaccionar: en el tercer trimestre retrocedió dos décimas con respecto al trimestre anterior. Ya lleva año y medio sin anotar una tasa de crecimiento positiva y, de momento, no parece que esta tónica esté cambiando: tanto las ventas al por menor como la inflación subyacente, dos buenos indicadores del estado de ánimo de la demanda, continúan muy débiles. En este caso, el proceso de recuperación está siendo impulsado por el sector exterior y también por los planes de estímulo económico. El consumo privado y la inversión no tomarán el relevo hasta la segunda mitad del año. Será entonces cuando la eurozona deberá empezar a consolidar el nuevo ciclo expansivo.

Ahora bien, aunque la recuperación ya está en marcha en la mayoría de economías desarrolladas, la magnitud de la recesión vivida en 2009 ha dejado algunas secuelas que pueden hacer que la misma sea lenta y frágil. Una tasa de paro en máximos históricos; un sector financiero que, si bien ha conseguido normalizar su actividad, continúa delicado; la mayor dependencia de las economías desarrolladas de la buena marcha de las economías emergentes; o el elevado endeudamiento de los hogares y del sector público constituyen el talón de Aquiles del proceso de recuperación. Un deterioro inesperado de alguno de estos elementos a lo largo de 2010 podría disparar todas las alarmas.

En este sentido, a lo largo del año algunos países podrían ver cómo aumenta la pre-

sión para llevar a cabo reformas de calado. La fuerte caída de los ingresos fiscales, junto con el aumento del gasto público ligado a los estabilizadores automáticos y a los planes de estímulo, han propulsado los déficits y la deuda pública hasta niveles históricos. Pocos países escapan a la espiral del deterioro de las finanzas públicas.

Preocupación por la magnitud del deterioro de las finanzas públicas.

Algunas dudas sobre la sostenibilidad fiscal de ciertas economías de la eurozona han contribuido a la apreciación del dólar respecto al euro, después de meses de acusado desplome. Si a finales de noviembre un euro se cambiaba por 1,51 dólares, en la penúltima semana de diciembre el cruce se situaba por debajo de 1,45 dólares, una apreciación del 5%. Los buenos datos macroeconómicos de Estados Unidos, sensiblemente mejores de lo esperado por el mercado, y el cierre de posiciones especulativas de *carry trade* son otros motivos que han espoleado el alza del dólar. A lo largo de 2010, el billete verde podría experimentar una apreciación moderada frente al euro y, para ello, el factor clave será el inicio del ciclo de normalización monetaria en los Estados Unidos.

La evolución de los países emergentes es cada vez más trascendental a la hora de contemplar el panorama económico global. A diferencia de episodios anteriores, esta vez se han convertido en uno de los puntales del proceso de recuperación. China finalizará 2009 con un crecimiento del 8%, consecuencia directa de las políticas de inversión e inyección de liquidez. India sorprendió con un avance del 6,7% interanual en el tercer trimestre y Brasil sigue despertando admiración entre los analistas. Encauza el nuevo año con una demanda interna sólida, niveles de confianza en máximos, una industria en expansión y una economía alejada de presiones inflacionistas.

Los países emergentes seguirán siendo uno de los puntales de la recuperación.

Los movimientos que se están llevando a cabo en los mercados financieros reflejan un escenario de gradual recuperación, pero con ciertos riesgos a tener en cuenta. Las medidas anunciadas por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE) tras sus respectivas reuniones de diciembre son un buen ejemplo de ello. El BCE anunció la retirada de las operaciones especiales a un año y avanzó que la última operación de refinanciación a seis meses se llevará a cabo el 31 de marzo. El banco central estadounidense también anunció la retirada progresiva de algunas medidas especiales, como las líneas *swap* de divisa que mantiene con los principales bancos centrales del mundo o las líneas de liquidez especiales a las instituciones bancarias.

El buen momento que atraviesa el mercado de renta fija privada es otro ejemplo del proceso de recuperación económica. Este hecho se refleja en la mejora generalizada de la calificación de la deuda de las empresas por parte de las agencias de *rating*, al contrario de lo que viene ocurriendo últimamente con la deuda pública de algunos países. Este proceso muestra una evolución muy positiva en Estados Unidos, mientras que en la eurozona y el sudeste asiático la mejoría todavía se encuentra en una fase inicial.

La economía española muestra también una tendencia claramente de mejora de la actividad económica, aunque el proceso de salida de la recesión está siendo algo más lento que en el resto de países desarrollados. Los indicadores disponibles referidos al cuarto trimestre de 2009 apuntan a que la economía aún se encuentra en la fase de paulatina moderación del retroceso económico.

Así, el consumidor se encuentra todavía atenazado por la incertidumbre creada por el rápido aumento del paro y que ha provocado una contención del gasto y un aumento considerable del ahorro. Sin embargo, los datos muestran que lo peor ha quedado atrás. En octubre, las ventas minoristas prosiguieron la tendencia a la ralentización de

El BCE y la Fed empiezan a retirar algunas medidas extraordinarias.

Para España, todos los indicadores apuntan a una progresiva moderación del retroceso.

su caída. Otra buena referencia de los movimientos de fondo de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores, se estabilizó en un nivel sensiblemente superior al registrado en la primera mitad del ejercicio, aunque aún se encuentra por debajo de la media histórica. Las matriculaciones de automóviles ofrecen un avance mucho más importante. Se aceleraron hasta presentar un alza del 37,3% en noviembre, si bien ello es fruto de las ayudas directas del plan promovido por el Gobierno y la mayoría de las comunidades autónomas.

El comportamiento de las empresas es parecido. Los frágiles «brotes verdes» de la demanda interior se combinan con una demanda de exportación que también ha mejorado gracias al mejor tono de la economía internacional. Así se explica el ligero repunte de la utilización de la capacidad productiva en octubre y el menor deterioro de variables vinculadas a la inversión. En cambio, la construcción sigue condicionada por el ajuste del sector inmobiliario y los efectos de los planes de inversión en obras públicas.

Se frena el deterioro del mercado de trabajo y la inflación vuelve a terreno positivo.

El cambio de tendencia también se ve reflejado en la mayoría de indicadores del mercado laboral. La moderación de la caída de la afiliación a la Seguridad Social es uno de los ejemplos más claros. Asimismo, el paro registrado de noviembre ofreció una sorpresa positiva. Aumentó, en concordancia con la destrucción de ocupación, pero lo hizo menos de lo previsto inicialmente. A pesar de ello, el desempleo español sigue siendo el más elevado de la Unión Europea después del de Letonia; España es uno de los estados miembros donde más empleo se ha destruido en los últimos doce meses. En contraste con este deterioro del mercado de trabajo, los costes laborales han seguido subiendo claramente por encima de la media de la eurozona.

En la segunda mitad de 2010 se consolidará la salida de la recesión.

En este sentido, merece la pena destacar el anuncio de reforma del mercado laboral hecho público por el Gobierno. De entre la batería de propuestas anunciadas destaca el fomento del uso de la reducción de la jornada como instrumento de ajuste temporal del empleo, los cambios en el sistema de negociación colectiva para mejorar la flexibilidad interna de las empresas y la revisión de la política de bonificaciones a la contratación.

Otro indicador que apuntaría a un cierto mejor tono en el gasto de consumo es la estabilización del núcleo subyacente del índice de precios de consumo (IPC). Si hasta la segunda mitad de 2008 este grupo crecía por encima del 3% anual, en septiembre la tasa anual llegó al 0,1%, pero en noviembre remontó levemente hasta el 0,2%. Esta estabilización de la inflación subyacente, combinada con la trayectoria de los precios de los hidrocarburos permitió que tras ocho meses de tasas de variación interanual negativas el IPC volviera a territorio positivo en noviembre.

La mejora de los principales indicadores nos ha llevado a modificar ligeramente al alza la previsión de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre de 2009. Esperamos un leve retroceso intertrimestral que situaría la tasa interanual próxima a un descenso del 3%, frente a una caída del 4,0% en el tercer trimestre. De esta forma, la caída anual del PIB en 2009 se situaría en el 3,6%. Para 2010 las perspectivas son de una continuación de la tendencia a la mejora económica, de modo que en la segunda mitad del año ya se podría registrar un crecimiento económico interanual positivo. Esta recuperación vendrá de la mano no sólo de la aportación del sector exterior, sino del relanzamiento del consumo. Aunque el proceso de recuperación será lento y no es posible descartar alguna recaída, si la respuesta de los principales países y bancos centrales continúa estando a la altura de las circunstancias el giro que ha dado la economía mundial a lo largo de la segunda mitad de 2009 invita al optimismo.

23 de diciembre de 2009

CRONOLOGÍA

2008

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 **aumenta 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**.
diciembre	**1**	Entra en vigor el **Tratado de Lisboa**, que reforma determinados aspectos de la Unión Europea.

AGENDA

Enero

5 Avance IPCA (diciembre).
8 Índice de producción industrial (noviembre).
14 IPC (diciembre). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
15 IPC armonizado de la UE (diciembre).
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).

Febrero

4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
5 Índice de precios industriales (diciembre).
8 Índice de producción industrial (diciembre).
11 Avance del PIB (cuarto trimestre).
12 IPC (enero). PIB de la UE (cuarto trimestre).
17 Contabilidad nacional trimestral (cuarto trimestre).
26 IPC armonizado de la UE (enero).
30 Balanza de pagos (diciembre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 2,2% intertrimestral anualizado y mejora sus perspectivas a corto plazo gracias al consumo privado.

Estados Unidos ve el horizonte un poco más despejado

La peor recesión desde 1945 va quedando atrás. El consumo privado aguanta mejor de lo esperado el fin de las ayudas gubernamentales, el mercado laboral da señales de tocar fondo y los inmuebles ya no pierden valor. La estabilidad de los precios también viene a reforzar un escenario más optimista que el que se dibujaba en el horizonte de tan sólo dos meses atrás. Sin embargo, las razones que dificultan la recuperación siguen inalteradas. La reducción del elevado endeudamiento de los hogares seguirá necesitando de mayores tasas de ahorro por parte de las familias, la recuperación del mercado laboral se verá entorpecida por el elevado número de parados de larga duración y la vivienda seguirá adoleciendo de una sobreoferta significativa.

Los últimos indicadores de demanda indican que un elemento crucial para el asentamiento de la recuperación, el consumo privado, se está mostrando más fuerte de lo esperado tras el final del programa «dinero por chatarra». Éste incluía ayudas por valor de 3.000 millones de dólares a la compra de autos y su duración inicial iba desde julio a noviembre pero, a finales de agosto, la demanda del público había agotado el presupuesto. En este en-

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	–2,6	–	...
Ventas al por menor	3,3	–0,8	–8,3	–8,9	–9,5	–6,7	–2,0	1,9
Confianza del consumidor (1)	103,4	58,0	40,7	29,9	48,3	51,8	48,7	49,5
Producción industrial	1,5	–2,2	–6,7	–11,6	–12,9	–9,5	–7,1	–5,1
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	36,1	35,9	42,6	51,5	55,7	53,6
Venta de viviendas unifamiliares	–26,7	–37,4	–41,0	–40,0	–27,1	–10,2	5,1	...
Tasa de paro (2)	4,6	5,8	6,9	8,1	9,3	9,6	10,2	10,0
Precios de consumo	2,9	3,8	1,6	0,0	–1,2	–1,6	–0,2	1,8
Balanza comercial (3)	–701,4	–695,9	–695,9	–605,7	–504,1	–415,5	–389,1	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,3	2,8	2,2	1,2	0,8	0,4	0,3	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.

torno, las ventas minoristas, sin autos ni gasolina, sumaron el pasado noviembre su cuarto mes consecutivo de alzas. También las ventas de coches conservaron vitalidad después del descenso en septiembre tras el agotamiento de las ayudas. Este buen comportamiento de las compras al por menor contrasta con la debilidad del índice de confianza del consumidor del Conference Board. En noviembre, este indicador continuó sumido en la atonía de los últimos meses, pero con un componente de expectativas que marcó un nuevo mínimo histórico y que vino a evidenciar que, si bien el consumo tiene un fondo sólido, la recuperación de los ánimos hasta los niveles previos a la crisis será lenta y errática.

El consumo privado da signos de fortaleza pero las expectativas de los consumidores siguen bajas.

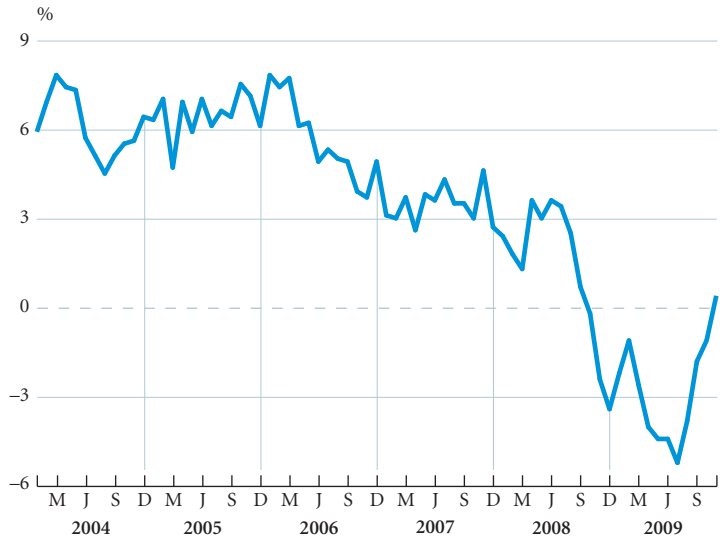
Por el lado de la oferta, la percepción empresarial siguió siendo optimista, pero menos que en meses anteriores. El índice del Institute for Supply Management de noviembre retrocedió en manufacturas y también en servicios, donde los pesimistas volvieron a superar a las respuestas optimistas. En ambos casos, los niveles actuales de los índices son coherentes con un crecimiento de la economía débil, especialmente en servicios. Por su parte, la industria tuvo cierto repunte en noviembre, con avances tanto en la producción industrial como en la utilización de la capacidad productiva, que, en el 71,3% del total, se situó tres puntos porcentuales por encima del mínimo histórico de junio. Pese a los buenos datos de noviembre, la industria está viviendo una recuperación más bien precaria que está siendo temporalmente alimentada por la necesidad de reponer existencias tras continuos meses de disminuciones.

El mercado de la vivienda sigue confirmando que ha tocado fondo, pero la recuperación sigue sin estar asentada. La mayor diferencia con la primera mitad de año es que los activos inmobiliarios han dejado de perder valor, quedando atrás tres años de descensos continuados. El índice de precios Case-Shiller tuvo en septiembre su cuarto mes consecutivo de avances acumulando, en términos desestacionalizados, una subida del 3,7% desde

Los empresarios moderan su optimismo, pero la industria repunta en febrero.

ESTADOS UNIDOS: EN EL CONSUMO HAY VIDA DESPUÉS DE LAS AYUDAS

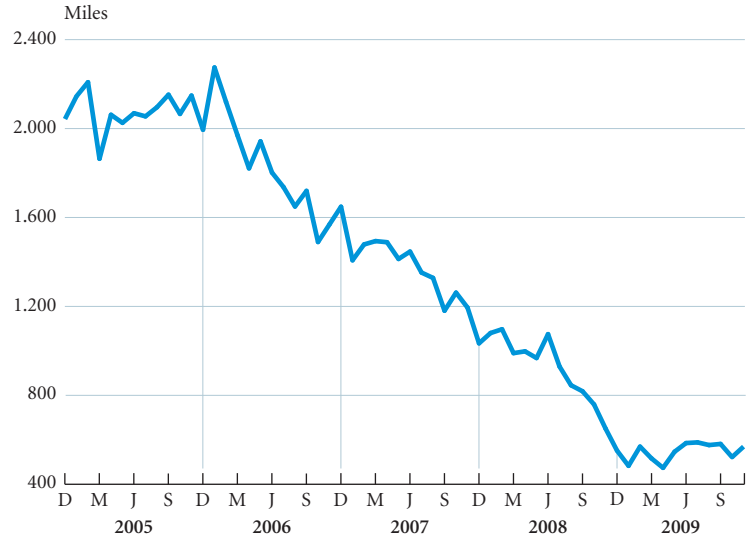
Ventas minoristas sin automóviles ni gasolina, variación interanual



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: LA CONSTRUCCIÓN SIGUE EN EL FONDO

Viviendas iniciadas en términos anuales



FUENTES: Department of Commerce y elaboración propia.

La vivienda ya no pierde valor pero la sobreoferta de inmuebles dificultará la recuperación de la construcción.

el mínimo de mayo. La recuperación es desigual en términos geográficos. El área de San Francisco acumula una recuperación del 10,9%, después de haber cedido un 45,3%, mientras que Nueva York, que había retrocedido un 20,7%, no pasa del 1,4% y Las Vegas sigue sin tocar fondo. La recuperación del número de viviendas vendidas, que en octubre alcanzó el máximo desde febrero de 2007, fue alentada por las ayudas públicas a los compradores de la primera vivienda durante 2009. Sin embargo, las ejecuciones de hipotecas por impago, que volvieron a marcar nuevos máximos en el tercer trimestre, seguirán alimentando la sobreoferta del sector y lastrando la recuperación. El buen dato de las viviendas iniciadas de noviembre no cambia esta situación ya que, si bien se vuelve a constatar que se ha tocado fondo, no apunta tendencias alcistas significativas por el lado de la oferta.

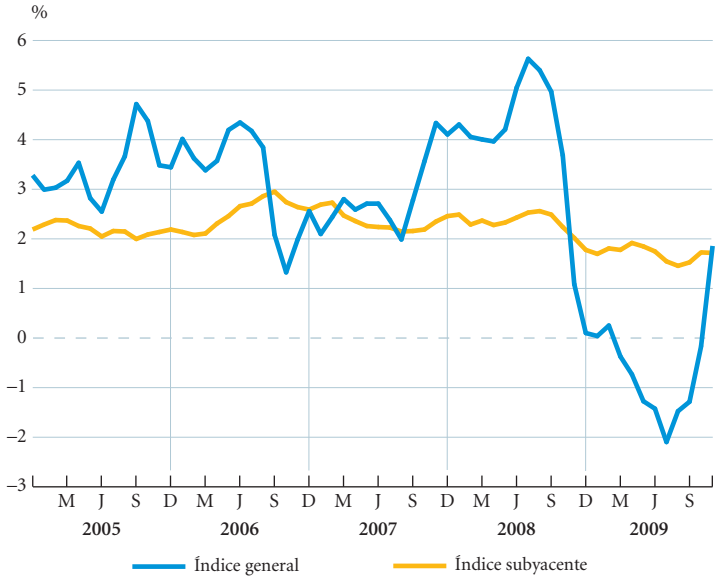
El mercado laboral podría estar tocando fondo con un paro del 10%.

El mercado de trabajo, uno de los puntos débiles de la economía estadounidense, sigue cerca de su punto más bajo desde el fin de la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, tras los buenos datos de noviembre, parece ya cercano a tocar fondo. En noviembre se destruyeron 11.000 empleos, una cifra muy pequeña en comparación con las pérdidas de los últimos meses y que podría señalar el fin de las destrucciones masivas de empleo que han supuesto dejar por el camino 7,2 millones de puestos de trabajo. Las mejoras vinieron del sector privado y estuvieron acompañadas de revisiones alcistas de los registros de los meses previos, lo que refuerza la bondad del dato. También la tasa de paro retrocedió dos décimas hasta situarse en el 10,0%. Con todo, la cautela se impone. La cifra de parados de larga duración siguió aumentando hasta un máximo del 38,3% del total de parados, y vino a recordar que la recuperación del mercado laboral puede tomarse todavía un cierto tiempo en cuajar.

Los precios siguen ofreciendo una apreciable ayuda a la recuperación manteniéndose a prudente distancia del abismo deflacionista sin mostrar, empero, tendencias inflacionistas que supondrían un

ESTADOS UNIDOS: UNA ESTABILIDAD SUBYACENTE

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



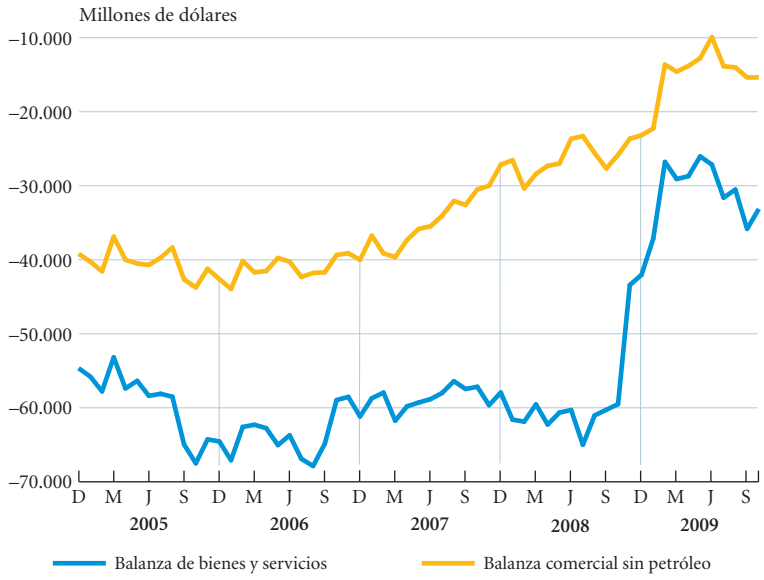
NOTA: (*) El índice subyacente excluye alimentos y energía.
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

palo en la rueda de una economía que intenta dejar atrás la crisis. Durante este periodo de recesión, los fuertes vaivenes del precio del crudo no se han trasladado a los otros sectores de la actividad. Así, si bien en noviembre el índice general de

Los precios siguen estables. El IPC sube un 1,9% y su componente subyacente, un 1,7%.

ESTADOS UNIDOS: UN DÉFICIT COMERCIAL PERSISTENTE

Saldo mensual de la balanza de bienes y servicios



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

El deterioro del déficit comercial se toma un respiro por las menores importaciones de petróleo.

precios al consumo (IPC), repuntó hasta un 1,9% interanual, por el efecto base del petróleo, el IPC subyacente, el general sin los alimentos ni la energía, repitió el avance del 1,7% interanual del mes pasado, manteniendo la línea estable de los últimos meses. A pesar del mayor consumo y de la persistencia de las políticas expansivas, no se prevén tensiones inflacionistas a corto plazo, aunque no es de descartar que empiecen a aflorar hacia finales de 2010.

El déficit comercial de bienes y servicios de octubre fue de 32.936 millones de dólares, unos 2.700 millones por debajo del saldo de septiembre que fueron debidos, en su práctica totalidad, a unas menores importaciones de petróleo. Excluyendo el petróleo y sus derivados, el déficit de octubre se mantuvo por encima de los 15.000 millones de dólares, en niveles máximos desde enero de 2009. De todas formas, la relativa debilidad del dólar debería contribuir a la continuidad del ajuste gradual del déficit exterior a lo largo de 2010.

Japón revisa a la baja su crecimiento a causa del descenso de la inversión en equipo.

Japón: el fin de un espejismo

La revisión del avance de las cuentas nacionales confirmó que la economía japonesa creció en el tercer trimestre un magro 1,2% intertrimestral anualizado, no el 4,8% previamente publicado. La corrección fue debida en su práctica totalidad a la disminución de la inversión en equipo, que cedió un 17,6% intertrimestral anualizado, una bajada que no se había contabilizado en el avance previo del PIB. Este menor crecimiento de la economía es, empero, más consistente con la situación de deflación de la demanda interna que venían reflejando los indicadores de los últimos meses.

Las principales debilidades de la economía japonesa siguen estando en la demanda interna, con un consumo privado que sigue dependiendo de unos estímulos fiscales de continuidad incierta, dado el nivel de la deuda pública cercano al 200% del PIB. Por otra parte, la recuperación de

JAPÓN: 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	2,3	–1,2	–4,4	–8,6	–6,0	–4,7	–	...
Ventas al por menor	–0,1	0,3	–1,5	–3,9	–2,8	–1,9	–1,0	...
Producción industrial	2,9	–3,4	–15,0	–34,0	–27,6	–19,7	–14,0	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	–2,8	–24,0	–58,0	–48,0	–33,0	–	–24,0
Viviendas iniciadas	–17,2	2,4	3,9	–21,4	–32,0	–35,8	–27,0	...
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	4,0	4,4	5,2	5,5	5,1	...
Precios de consumo	0,1	1,4	1,0	–0,1	–1,0	–2,2	–2,5	...
Balanza comercial (3)	12,6	4,0	4,0	1,4	1,0	1,7	2,4	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	98,5	102,1	95,7	97,0	99,0	99,9

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.

las economías de Asia Oriental no está contribuyendo a dinamizar el sector exportador nipón en la medida que se esperaba.

Los últimos indicadores de la oferta ofrecen, sin embargo, signos de una leve mejoría. En el lado positivo, las perspectivas de la inversión mejoran tras el correctivo del tercer trimestre. Los pedidos de maquinaria de octubre sumaron su segundo mes de avances gracias a la demanda de inversión de las empresas exportadoras. También evolucionó en este sentido el índice Tankan para grandes empresas manufactureras que publica el Banco de Japón, que mejoró en el cuarto trimestre. Esta mejora en el sentimiento no fue respaldada, empero, por las pequeñas y medianas empresas. En la parte negativa está la persistente desaceleración de la recuperación de la industria, que sigue encontrándose muy por debajo de los niveles previos a la recesión. Así, entre el mínimo de febrero y noviembre la producción industrial había recuperado 15,2 puntos porcentuales de los 36,4 que había llegado a perder desde mayo de 2008, pero el avance ha perdido fuerza en los últimos tres meses.

La debilidad de la demanda interna no es compensada por el sector exterior.

En el lado de la demanda, las ventas minoristas de octubre retrocedieron un 1,0% interanual, mientras que las ayudas gubernamentales siguieron alentando el repunte de las ventas de automóviles que, sin embargo, siguieron un 25,7% por debajo del nivel de 2005. El mercado de la vivienda, por su parte, sigue sin ofrecer señales convincentes de fortaleza.

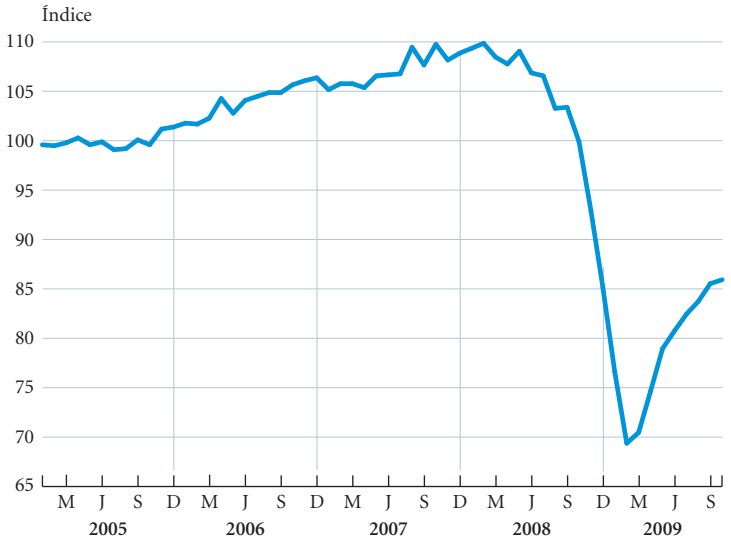
Mejoran las perspectivas de la inversión para el cuarto trimestre pero la industria pierde fuerza.

El mercado laboral se apuntó a los suaves aires de mejoría pero mantuvo su tónica de debilidad. La tasa del paro siguió moderándose en octubre hasta el 5,1%, después de haber alcanzado en julio el máximo histórico del 5,7%. En el mismo periodo se perdieron 200.000 empleos netos, de los que más de la mitad correspondieron al sector manufacturero, que abandonó su veranillo de septiembre y volvió a la senda bajista. Esta debilidad de la demanda hará que las tendencias deflacionistas se prolonguen durante 2010.

Continúa la atonía del consumo mientras la vivienda toca fondo.

JAPÓN: LA RECUPERACIÓN DE LA INDUSTRIA SE AGOTA

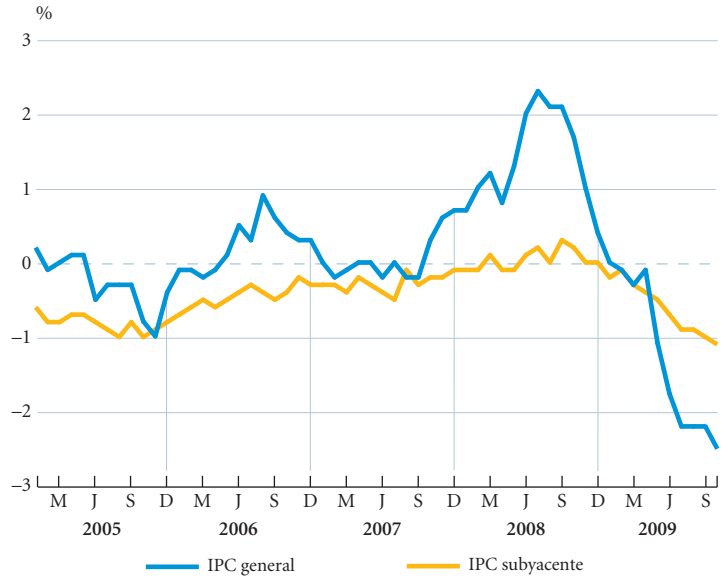
Índice de producción industrial



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

JAPÓN: EL ROSTRO DE LA DEFLACIÓN

Variación interanual del índice de precios al consumo



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

El IPC baja un 2,5%, el paro se sitúa en el 5,1% y la deflación seguirá en 2010.

Así, el IPC de octubre registró un descenso del 2,5% interanual, la mayor bajada desde el inicio del indicador en 1971. También el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, cedió un 1,1% interanual, acumulando su décimo mes consecutivo de bajadas.

El sector exterior no capitaliza la vitalidad de Asia Oriental.

En el sector exterior, el superávit comercial de octubre se recuperó desde los niveles de septiembre gracias a la disminución de las importaciones, fruto de la debilidad de la demanda interna. Sin embargo, la recuperación de las exportaciones no acaba de ganar fuerza. En octubre avanzaron un 1,8% intermensual, en términos desestacionalizados. La fortaleza del yen y la pérdida de cuotas de mercado a favor de otros países de la costa del Pacífico hacen que el crecimiento exportador sea inferior al de Estados Unidos, cuyas ventas al exterior, aun con fuertes descensos en la primera mitad de 2009, no habían sufrido el serio correctivo de las exportaciones niponas.

China: sigue, persigue y consigue

China se encamina hacia un crecimiento del 8% en 2009.

Siguiendo con la tónica de los últimos meses, China finalizará el año con el tan prometido crecimiento del 8%, consecuencia directa de las políticas de inversión e inyección de liquidez desplegadas por las autoridades, y de la recuperación de la demanda mundial. Asimismo, también puede abandonar el 2009 con un máximo en el número de disputas comerciales iniciadas con Estados Unidos que, ante el inmovilismo del renminbi frente al dólar, amenaza con medidas proteccionistas.

En la misma estela que el gigante asiático, India presentaba un sorprendente avance del 6,7% interanual el tercer trimestre, por encima de las previsiones de consenso y del 6% del segundo trimestre, y a pesar de los malos resultados del sector agrícola.

Aunque parte de la subida es consecuencia directa de un efecto rebote respecto a

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	Noviembre
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	19,2
Producción eléctrica	15,7	6,7	–6,0	–4,3	–0,4	8,0	18,0	27,3
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	2,5	–0,6	–1,5	–1,3	–0,5	0,6
Balanza comercial (**)	262	298	298	319	296	251	240	218
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	7,6	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

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.

los mínimos de hace un año, los indicadores avanzados de noviembre volvieron a mostrar el poderío chino. Por el lado de la oferta, la producción industrial de noviembre creció un sólido 19,2% interanual, frente al 16,1% de octubre y al promedio del 12,3% del tercer trimestre. La reposición de existencias podría estar detrás de parte de esta subida. El índice de gestores (PMI) de noviembre se estabilizó en el 55,2, por encima de los 50 puntos que marcan la inflexión entre contracción y expansión. Por otra parte, la abundancia de liquidez continúa alimentando el crecimiento del crédito, que avanzó un 33,8% interanual en noviembre.

Por lo que a la demanda se refiere, y apoyada en gran parte por la abundancia crediticia, la inversión en capital fijo avanzó un 31,5% interanual en noviembre, en línea con lo observado a lo largo de todo el año y, curiosamente, a un ritmo superior al de los dos años anteriores. Del mismo modo, las ventas minoristas del periodo crecieron un 15,8% interanual, por debajo del 16,2% de octubre, pero superando el promedio de 2009. Un mes más, las ventas de vehículos siguieron sólidas, prácticamente doblando los registros de hace un año.

La recuperación también se asienta en el sector exterior. Con un retroceso mínimo del 1,2% interanual, las exportaciones prácticamente si situaron en el mismo nivel que hace un año. Por su parte, las importaciones crecieron un 26,7%, en línea con la recuperación de la demanda interna y la posible acumulación de inventarios ya mencionada. Así, la balanza comercial de noviembre registró un superávit de 19.000 millones de dólares, y de nuevo, el mayor desequilibrio comercial lo ostenta Estados Unidos, su principal socio comercial, cuyo promedio mensual roza, justamente, los 19.000 millones de dólares. De ahí, las constantes disputas presentadas por ambas partes en la Organización Mundial del Comercio, que desde septiembre, y ante la resistencia a la apreciación del renminbi, se han intensificado. Neumáticos, componentes de coches, tuberías de acero, e incluso pollos, han sido objeto de litigio.

La demanda interna sigue su curso ascendente.

El vigor de la economía, aunque también ayudada por el efecto base del año anterior, ha devuelto la inflación a territorio positivo después de nueve meses. En concreto, el IPC de noviembre, con una subida interanual del 0,6%, se desmarca del promedio anual negativo del 1%. Con la

El IPC sube un 0,6% en noviembre, la primera subida interanual desde enero.

aparición de los nuevos datos mensuales, y ante el dinamismo chino, la inflación apunta hacia valores de entre el 2% y el 3% para finales de 2010.

Por último, la Bolsa de Shanghái ha frenado su carrera al alza iniciada en septiembre. En las dos primeras semanas de diciembre el índice *Composite* ha caído un 3,7%, un patrón similar al del conjunto de la bolsa mundial. El retroceso se ha concentrado tras la incertidumbre generada por los problemas de deuda de Dubai y, aunque ha sido muy leve, ha contribuido a reavivar las voces que advierten de una posible burbuja especulativa.

Brasil: sube el PIB, baja la euforia

Aunque menos de lo esperado, el PIB de Brasil prosigue su avance y encarrila la recuperación.

«*Piano, piano, si va lontano*». Un gran consejo que invita a la prudencia, y muy oportuno ante el desencanto reciente de quienes, pecando de excesiva euforia, anticipaban una recuperación mucho más briosa de la economía carioca. Aun así, no por ser menos briosa, deja de ser cierta: en el tercer trimestre del año, el PIB de Brasil creció un 1,3% respecto al trimestre anterior, anotándose su segundo avance postcrisis. Una recuperación que, a medida que avanza, va ganando ritmo y cuyos motores ratifican su naturaleza autóctona.

Efectivamente, el gasto interno se reafirma como el puntal principal del crecimiento reciente de Brasil aun cambiando de líder: en el tercer trimestre fue la inversión la que, con un avance del 6,5% entre junio y septiembre, recogió el testigo del consumo y asumió la función motriz. El consumo avanzó un 2% respecto al trimestre anterior pero moderó ligeramente su arranque, en tanto que el gasto público creció un 0,5% respecto a junio. La gran decepción llegó desde el flanco externo, principal víctima de la fortaleza del real, con un saldo comercial que sufrió la acritud de una mezcla fatal: caída de las exportaciones (del 8%) y el aumento de las importaciones (7%).

En términos interanuales, el crecimiento vuelve a aminorar su caída pero sigue sin evitarla, retrocediendo un 1,5% respecto al tercer trimestre de 2008. La responsabilidad recae, de nuevo, sobre el sector exte-

BRASIL: 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	6,1	5,1	0,9	–1,8	–1,7	–1,5	–	...
Producción industrial	5,9	2,9	–7,2	–13,8	–11,3	–8,7	–3,0	...
Confianza del consumidor (*)	132,3	140,4	132,9	128,5	128,4	141,9	154,3	153,1
Tasa de paro São Paulo (**)	15,0	13,0	11,6	12,6	13,9	13,1	12,0	...
Precios de consumo	3,6	5,7	6,2	5,8	5,2	4,4	4,2	4,2
Balanza comercial (***)	40,0	24,8	24,8	25,0	27,4	26,4	26,5	25,5
Tipo de interés SELIC (%)	12,75	11,25	13,75	11,25	9,25	8,75	8,75	8,75
Reales por dólar (*)	2,1	1,8	2,3	2,3	2,0	1,8	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.

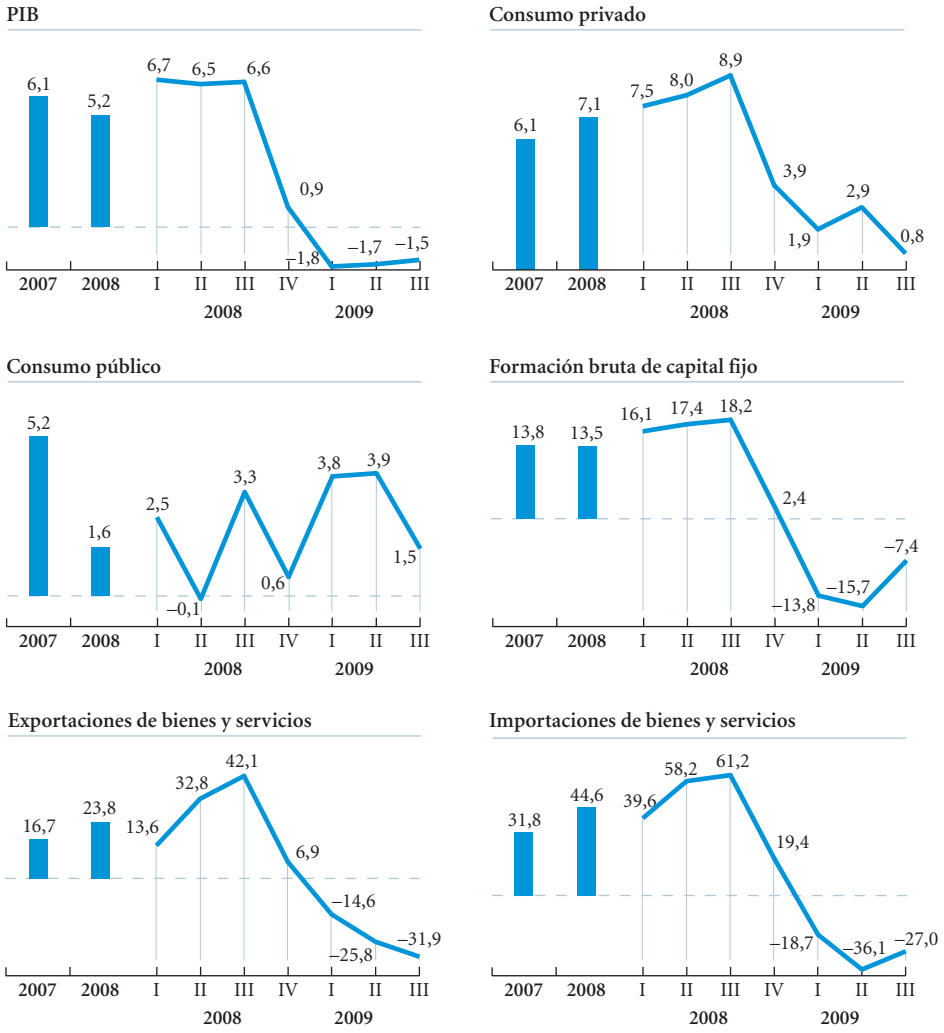
rior, con unas exportaciones que ceden un 32% respecto al mismo periodo de 2008, seguido de la inversión, con una caída del 7,4%. Por su parte, el consumo volvió a sumar, avanzando un 0,8% y sustentándose en el empuje del crédito y de los estímulos fiscales. Estímulos que explican, a su vez, buena parte del crecimiento del gasto público, un 1,5% interanual.

En cualquier caso, aunque el crecimiento del tercer trimestre no satisfizo las expectativas del consenso, no existen motivos de alarma, pues los datos más recientes de indicadores avanzados siguen apuntando hacia una progresiva mejoría de la actividad económica en Brasil. Para empezar, la confianza del consumidor, aun relajándose levemente en noviembre, se mantiene en niveles históricamente elevados. Asimismo, las ventas minoristas crecieron un 7,3% interanual en octubre, respaldadas por el continuo avance tanto del mercado de crédito como del laboral, con una tasa de paro que baja hasta el 12%.

La inversión actúa de locomotora ante una demanda externa que acusa la fortaleza del real.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



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

Los indicadores avanzados apuntan a una progresiva mejoría.

Por el lado de la oferta, la producción industrial de octubre aumentó un 2,2% respecto a septiembre y aminoró notablemente su retroceso interanual, pasando de una caída del 7,7% en septiembre a sólo el 3% en octubre. Parte del tirón emanó de una industria automovilística cuya producción avanzó un 15,7% respecto a septiembre (un 6,3% en cifra interanual). Por su parte, el índice de gestores de compra (PMI) alcanzó su máximo valor en dos años al situarse en 55,5 puntos, claramente por encima del umbral de 50, indicativo de expansión.

México mira al 2010 con más optimismo.

En definitiva, la receta del gobierno de Lula, más crédito y menos impuestos, ha surtido el efecto deseado. Brasil encauza el nuevo año con una demanda interna sólida, niveles de confianza en máximos, una industria en expansión y ajeno a presiones inflacionistas. Ahora, sólo cabe esperar que la demanda externa recupere el tono y, en ese sentido, la contención de la euforia y su menor presión sobre el real es una buena noticia.

El ritmo de la recuperación se anticipa moderado.

México: adiós 2009... ¡bienvenido 2010!

Con toda probabilidad, el año 2009 será recordado en México como un mal año y no sólo por la epidemia de gripe H1N1, sino por el pobre desempeño de una economía mexicana que sufrió como pocas los estragos de la crisis global y que se prepara para un retroceso del PIB superior al 7%. Afortunadamente, y aunque México tiene pendientes una serie de reformas estructurales que, de no llevarse a cabo, pueden complicar su porvenir económico más a largo plazo, los pronósticos para 2010 son mucho más alentadores gracias, sobre todo, al progresivo goteo de noticias positivas procedentes del norte.

Ello es cierto incluso habiendo acumulado en pocas semanas dos revisiones a la baja de la calificación de su deuda soberana. Tanto Fitch como S&P atribuyeron sus respectivas decisiones a la excesiva dependencia petrolera de los ingresos públicos mexicanos, a su excesiva dependencia del

MÉXICO: 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	3,3	1,4	–1,7	–9,0	–8,9	–6,3	–	...
Producción industrial	2,4	–1,0	–4,5	–9,9	–9,9	–6,8	–4,9	...
Confianza del consumidor (*)	104,9	92,2	83,3	80,1	80,5	83,0	77,0	78,2
Índice avanzado de actividad	116,7	118,3	115,2	105,9	107,8	111,7	...	...
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	3,9
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	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	11,0	10,6	13,9	14,2	13,2	13,5	13,1	12,9

NOTAS: (*) Valor.
(**) Porcentaje sobre población activa.
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.
FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

devenir de Estados Unidos y al impacto de la crisis económica-financiera del último año. Con todo, ambas agencias mantuvieron el grado de inversión y cambiaron su *outlook* a estable. Quizás por ello su repercusión ha sido, de momento, limitada y no ha revertido el creciente optimismo que poco a poco parece arraigar en México.

Se espera que, a medida que los indicios de recuperación se asienten tanto dentro como fuera de sus fronteras, el sentimiento económico también vaya mejorando. En ese sentido, aunque los indicadores avanzados apuntan a que dicha recuperación, todavía prematura, irá progresando los próximos meses, su relativa anemia también sugiere que lo hará a un ritmo moderado. Así pues, mientras, en noviembre, la confianza del consumidor mexicano remontó ligeramente de su mínimo histórico de octubre y el sentimiento empresarial recuperó posiciones de catorce meses atrás, tanto las ventas al por menor como la inversión fija bruta siguen acusando retrocesos. Asimismo, el índice de manufacturas IMEF se ubicó en noviembre en los 52,6 puntos, un aumento en términos interanuales pero un leve retroceso respecto al mes anterior. A pesar de ello, se mantiene por encima del umbral de 50 que indica expansión y su equivalente no manufacturero sí prosiguió su avance de los últimos seis meses.

Siguiendo en positivo, uno de los datos más alentadores del último mes fue el repunte del saldo comercial en octubre, con unas exportaciones que alcanzaron su máximo nivel en doce meses en tanto que las importaciones se mantuvieron rezagadas por la debilidad de una demanda interna muy vapuleada por la crisis. Asimismo, aunque la producción manufacturera, como la industrial, siguió retrocediendo respecto al año anterior un 5,2% y un 5,9% respectivamente, lo hizo al menor ritmo desde hace 12 meses, y ello se explica en parte por el repunte de una producción de automóviles que subió por primera vez en 2009 (2,9% interanual). Por otra parte, la tasa de desempleo sorprendió al retroceder sutilmente en octubre, bajando del 6%, aunque ello no evitará que la recuperación del empleo sea lenta y dependiente de la reactivación económica mundial.

El saldo comercial sorprende al alza.

Ante este panorama de incipiente recuperación y a fin de incorporar el alza de impuestos que conlleva la recientemente aprobada reforma fiscal, Banxico revisó al alza sus pronósticos de inflación para 2010. De todos modos, y en especial ahora que hay cambio de mando al frente del Banco, no se anticipan giros en la política monetaria hasta la segunda mitad de 2010, ni puede que sean deseables si la recuperación es más débil de lo previsto. Por otra parte, aunque el gobierno mexicano prometió superar las debilidades estructurales señaladas por las agencias de *rating*, tampoco se anticipan cambios sustanciales en ese ámbito y... ésos sí serían deseables.

El precio del crudo se mantiene entre 70 y 75 dólares, y acumula un incremento del 87% en 2009.

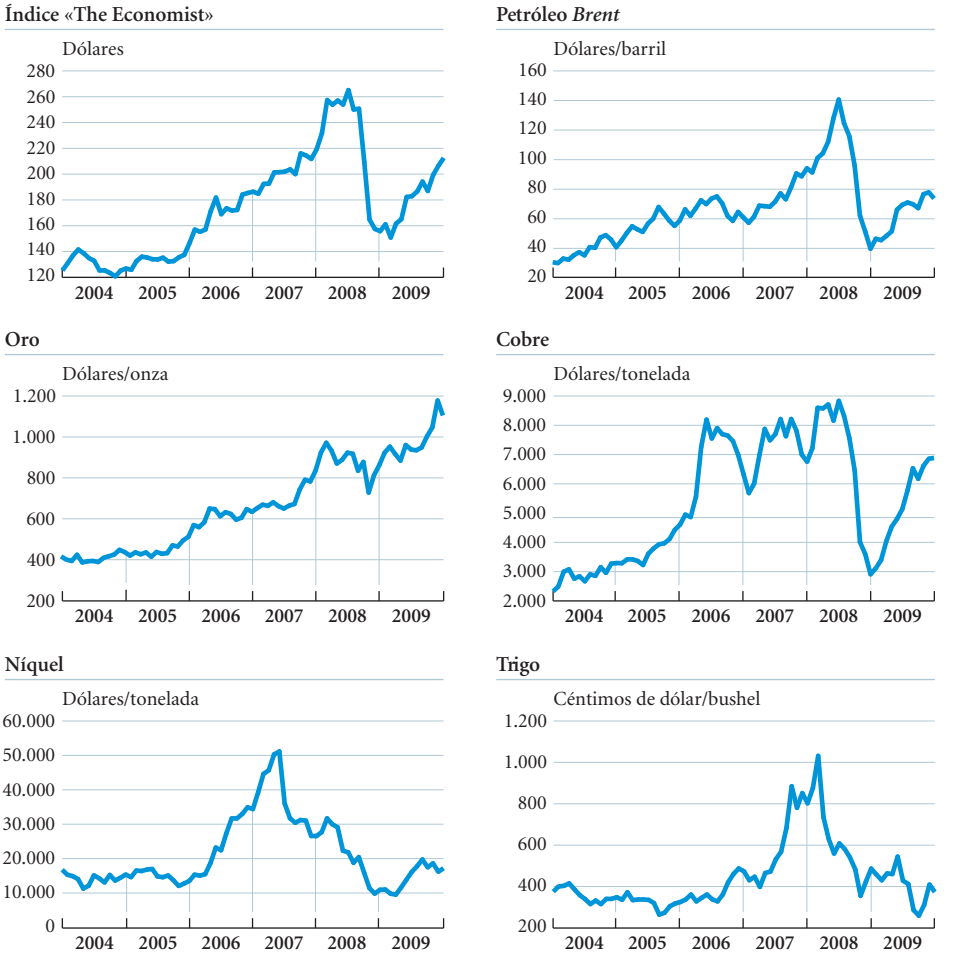
El petróleo a la expectativa

El precio del petróleo detiene su carrera alcista y se queda en un rango de fluctuación entre los 70 y los 75 dólares. Entre el 20 de noviembre y el 18 de diciembre el crudo perdió un 5,5%, llegando a los 73,16 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes). Con ello, el crudo acumula un incremento del 87,2% en el año corriente y un avance interanual del 66,0%.

Durante la mayor parte de 2009, el petróleo y las otras materias primas subieron, apostando por una recuperación económica que fue ganando terreno, primero en Asia Oriental, después en otras economías emergentes y avanzadas. El mantenimiento de políticas laxas por parte de los bancos centrales también contribuyó

La recuperación económica juega a favor del encarecimiento de las materias primas.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 18 de diciembre).
FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

La demanda prevista de petróleo para 2010 sigue evolucionando al alza.

al encarecimiento de las materias primas. Sin embargo, los niveles alcanzados parecen haber provocado cierta fatiga en las subidas. Asimismo, la recuperación de la economía estadounidense y el posible abandono de las medidas cuantitativas excepcionales de política monetaria por parte de la Fed podría estar dibujando un escenario diferente del que ha predominado en 2009.

Así, el petroleo se mantuvo dentro de un rango de fluctuación, sin definir una tendencia clara para los próximos meses, aunque la demanda para 2010 siguió evolucionando al alza. En general, las materias primas continuaron su avance, con un índice *The Economist* que subió un 4,8% entre el 20 de noviembre y el 18 de diciembre, llevando el incremento en el año corriente hasta el 36,9%. Los metales tuvieron alzas generalizadas, con un oro cuyo precio alcanzó otro máximo histórico durante la primera semana de diciembre. El cobre y el aluminio destacaron entre los metales básicos. Entre los alimentos, el trigo retrocedió mientras que azúcar, arroz y café evolucionaron al alza.

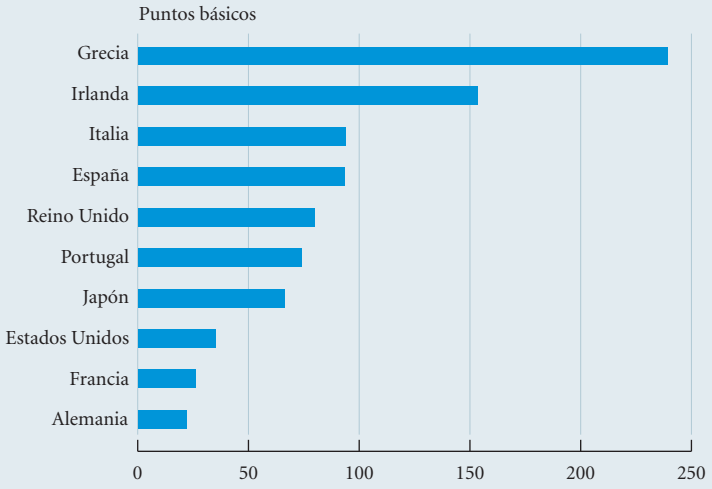
Riesgos de recaída

Hace un año, la economía mundial se debatía entre la recesión y la depresión. Al final, y así pareció quedar claro a partir de la primavera, se esquivó el peor de los escenarios gracias al apoyo público a los sistemas financieros y a las medidas extraordinarias de estímulo fiscal y monetario llevadas a cabo cuasi universalmente. A comienzos de 2010, las perspectivas son de recuperación. La mayoría de economías ya han mostrado algún trimestre de crecimiento intertrimestral positivo, una tendencia que debería consolidarse a lo largo del año en curso y a la que España también se sumará más pronto que tarde. Sin embargo, sería ingenuo ignorar el riesgo de una recaída.

La incertidumbre a la que nos enfrentamos actualmente tiene poco que ver con la de hace un año, cuando la economía mundial caminaba por el borde de un precipicio, pero aún es significativa. Así lo reflejan indicadores como las primas de riesgo en los mercados financieros o la dispersión de las previsiones de diferentes analistas. Por ejemplo, en la edición de diciembre de 2009 de *Consensus Forecasts*, una publicación que recopila mensualmente la opinión de distintas instituciones sobre la evolución de las principales economías, la desviación estándar de las previsiones del crecimiento del PIB para 2010 era, en promedio, un 50% mayor a lo que es habitual. La mejora respecto a los momentos de máxima incertidumbre, cuando esta medida de dispersión había llegado a duplicar su promedio histórico, ha sido sustancial pero está claro que todavía no estamos en una situación de normalidad.

DIFERENTES PERCEPCIONES DEL RIESGO SOBERANO

Cotización del CDS a 5 años de la deuda soberana a 16-12-2009 (*)



NOTA: (*) El CDS proporciona el coste de asegurar la deuda frente al riesgo de impago. 100 puntos básicos representan un coste de 10.000 euros para asegurar un principal de 1 millón de euros.
FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

Los riesgos principales de cara al 2010 tienen que ver con la necesidad de normalizar las políticas fiscales y monetarias que han sido claves para arrancar la recuperación. Sin duda, el margen de error de las autoridades económicas es estrecho: el ritmo de retirada de los estímulos deberá ser el preciso. Ni demasiado rápido, para no descarrilar la recuperación. Ni demasiado perezoso, para no espantar a los inversores. El problema es que esta tarea, en la práctica, no es sencilla pues no existen buenos precedentes a la situación actual (Japón en los años

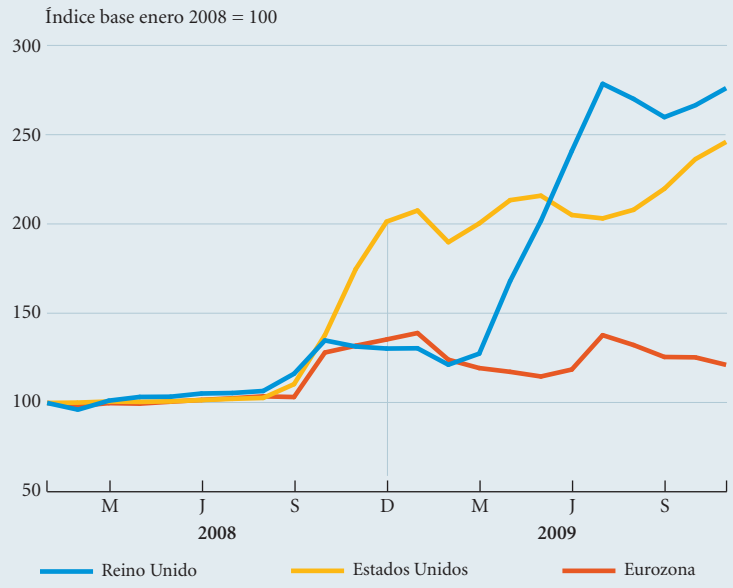
noventa es un ejemplo a no seguir); la estrategia óptima depende de las circunstancias individuales de cada país y, por lo tanto, es imposible diseñar un patrón general de ajuste; y, por último, es difícil cuantificar el impacto que la normalización de las políticas tendrá sobre el crecimiento, de la misma manera que desconocemos con exactitud cuál ha sido el efecto de los déficits fiscales, la expansión monetaria y los bajos tipos de interés sobre el nivel de actividad económica de los últimos trimestres. Además, no se puede descartar que sin el efecto anabolizante de los estímulos, las economías recaigan lastradas por el desapalancamiento, la debilidad de los mercados de trabajo y el exceso de capacidad en algunos sectores. El margen para una nueva ronda de estímulos en esta situación sería limitado, especialmente para aquellos países con mayor deuda y peores perspectivas de crecimiento potencial a medio plazo.

Recientemente, el caso de Grecia nos ha ofrecido una muestra del que es, quizás, el riesgo más importante para 2010: la posible pérdida de confianza de los inversores en la capacidad de llevar a cabo la consolidación fiscal necesaria para evitar una dinámica negativa de la deuda pública. En un escenario de desconfianza, los inversores exigen una mayor prima de riesgo a las emisiones de deuda pública y, por lo tanto, unos tipos de interés más altos. Este aumento de tipos se traslada al conjunto de la economía, pues es raro el caso de una empresa que se puede financiar a menor coste que su gobierno, y puede hacer descarrilar la recuperación. Además, no debemos olvidar que las primas de riesgo soberano se han beneficiado en los últimos meses de la ingente cantidad de liquidez que ha inundado los mercados financieros y, aun así, muestran diferencias significativas entre países (véase gráfico anterior). A medida que esta liquidez se vaya retirando, las primas de riesgo soberano (y de otros activos, como las titulizaciones hipotecarias en Estados Unidos) también van a tender a repuntar.

Para evitar un aumento abrupto de los tipos de interés, los gobiernos deberán explicitar muy claramente cuál es su estrategia de consolidación fiscal y, obviamente, ésta debe ser creíble. Las dudas y las inconcreciones se pue-

EXPANSIONES MONETARIAS MÁS O MENOS VERTIGINOSAS

Base monetaria



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

den pagar caras, tal y como ha quedado patente en el caso griego. Aunque la repercusión global de este caso ha sido limitada, si surgieran dudas en una economía mucho más importante, como el Reino Unido o Estados Unidos, el riesgo de contagio al resto del mundo sería sustancial.

En relación con las políticas monetarias, existe el riesgo de que si mantienen su sesgo expansivo durante demasiado tiempo acaben alimentando presiones inflacionistas (véase gráfico anterior). A corto plazo, las presiones deflacionistas continúan preponderando, especialmente en aquellas economías en las que la demanda interna ha quedado más tocada tras la crisis, ya sea por el aumento del desempleo o por los excesos de endeudamiento. Pero a medida que la recuperación gane fuerza, algo que también podría suceder con más vigor del previsto, las expectativas de inflación futura pueden repuntar, especialmente si los inversores perciben que los bancos centrales están más preocupados por mantener bajos los tipos de interés de la deuda pública (algo que la Fed ha perseguido explícitamente los últimos meses) que por asegurar un entorno de inflación baja y estable. Esta revisión de expectativas provocaría un aumento de los tipos de interés a largo plazo, lo que podría poner en riesgo la recuperación. Una de las claves para minimizar la probabilidad de ocurrencia de este escenario será, además del endurecimiento gradual de las condiciones monetarias, una buena política de comunicación por parte de los bancos centrales, un instrumento importantísimo para anclar las expectativas de inflación. La claridad en torno a las estrategias de salida de los bancos centrales es tan indispensable como en el caso de las consolidaciones fiscales.

En definitiva, no podemos dar por descontado que la recuperación es segura. Aunque se trata del escenario más probable, las incertidumbres a las que todavía nos enfrentamos son considerables. Las más obvias son las relativas a las estrategias de salida en los terrenos fiscal y monetario y a la robustez subyacente del sector privado. Ha llegado la hora de plantear la cura de adicción a los estímulos... y esperar que, cuando comience el tratamiento, el síndrome de abstinencia sea llevadero.

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

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: la recuperación se consolida

En 2010 se consolidará el proceso de recuperación en la eurozona...

La zona del euro encara 2010 mucho mejor de lo que empezó el año 2009. Por aquel entonces la crisis financiera estaba en su punto álgido y la actividad estaba sufriendo la mayor contracción en décadas. El cambio que se ha producido en tan sólo un año era difícil de imaginar. El sector financiero se ha estabilizado notablemente, la confianza ha repuntado con fuerza y la economía ha vuelto a crecer. En el tercer trimestre la zona del euro anotó una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,4%. En términos interanuales, sin embargo, la tasa de crecimiento aún arrastra los fuertes retrocesos experimentados hace un año, por lo que se mantiene en territorio negativo, en el 4,1% concretamente.

...pero no esperamos un crecimiento demasiado vigoroso.

En el corto plazo esta tendencia se mantendrá, permitiendo que la tasa de crecimiento interanual vuelva a situarse en terreno positivo en el primer trimestre. La recuperación, sin embargo, será lenta. En 2010 el producto interior bruto (PIB) de la eurozona a duras penas crecerá por encima del 1%, y no esperamos que alcance una tasa de crecimiento entre el 1,5% y el 2%, más acorde con su crecimiento potencial, hasta el 2011. Esta recuperación tan lenta hará que el nivel de PIB previo a la recesión tarde unos años en alcanzarse.

La desagregación por componentes del crecimiento en el tercer trimestre refleja

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	Noviembre
PIB	2,7	0,5	–1,8	–5,0	–4,8	–4,1	–	...
Ventas al por menor	1,8	–0,6	–1,7	–3,1	–2,3	–2,2	–1,8	...
Confianza del consumidor (1)	–4,9	–18,0	–27,1	–32,5	–27,9	–21,3	–17,7	–17,3
Producción industrial	3,5	–1,7	–8,9	–18,5	–18,6	–14,5	–11,0	...
Sentimiento económico (1)	108,9	91,1	75,6	65,7	70,2	79,9	86,1	88,8
Tasa de paro (2)	7,4	7,5	8,0	8,8	9,3	9,6	9,8	...
Precios de consumo	2,1	3,3	2,3	1,0	0,2	–0,4	–0,1	0,5
Balanza comercial (3)	20,1	–1,2	–31,7	–36,3	–31,2	–4,6	10,0	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,3	4,6	4,2	2,0	1,3	0,9	0,8	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	107,9	113,0	109,1	111,9	113,2	114,3	116,6	116,3

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.

cuáles son las fortalezas y las debilidades del proceso de recuperación. Los ejes sobre los que se está vertebrando la salida de la recesión lo conforman el sector exterior y los planes de estímulo económico. Muestra de ello es el repunte que ha experimentado el volumen de comercio, que hacía más de un año que no anotaba una tasa de crecimiento intertrimestral positiva. Las exportaciones avanzaron un 2,9%, 5 décimas por encima del avance anotado por las importaciones. La contribución neta del sector exterior al crecimiento fue de 2 décimas.

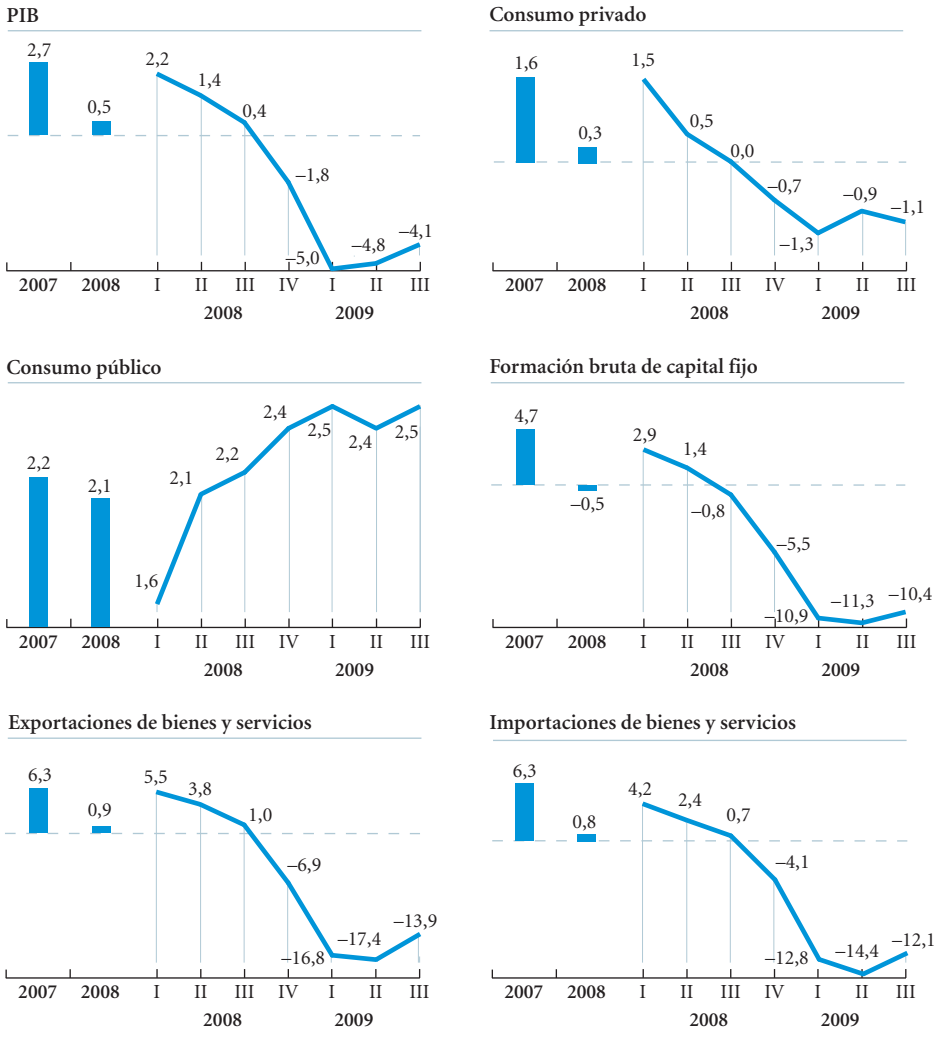
El proceso de salida de la recesión se vertebra sobre el sector exterior...

El efecto de los planes de estímulo económico es más difícil de identificar. En parte está detrás del aumento del 0,5% del gasto en consumo público, que aportó una décima al crecimiento. Pero éstos también han contribuido a la reducción de la caída de la inversión. Después de caer un 4,9% en el primer trimestre y un 1,7% en el segundo trimestre, en el tercero sólo re-

...y los planes de estímulo económico.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

El consumo sigue mostrando síntomas de debilidad.

trocedió un 0,4%, menos de lo inicialmente previsto. Esperamos que esta senda continuará en el corto plazo. Así lo indican, por ejemplo, el índice PMI de los gestores de compras, que aunque ha aminorado el ritmo al que venía aumentando, en diciembre continuó mejorando.

La nota negativa la sigue poniendo el consumo: retrocedió dos décimas con respecto al trimestre anterior, y ya lleva 6 trimestres sin anotar una tasa de crecimiento positiva. La debilidad del consumo la refleja la pobre evolución de las ventas al por menor. Después de retroceder un 3,1% interanual en el primer trimestre, en el segundo y tercer trimestres el retroceso se ha mantenido por encima del 2%. En el mes de octubre retrocedieron un 1,8%, con lo que de momento no se observa ningún cambio de tendencia. Otro indicador de la debilidad de la demanda es la inflación subyacente. En el mes de noviembre prosiguió su lenta pero robusta tendencia bajista, situándose en el 1%, especialmente debido al retroceso del precio de los alimentos, que cayó un 1,2%.

El deterioro de las finanzas públicas será significativo en 2010.

A lo largo del año, y de forma gradual, los puntos fuertes y los puntos débiles de la economía de la eurozona se invertirán: la inversión primero y el consumo después empezarán a tomar las riendas de la economía. El volumen de comercio seguirá aumentando, pero la mejora del consumo hará que las importaciones crezcan por encima de las exportaciones, por lo que la contribución neta del sector exterior pasará a ser negativa.

Por otro lado, los efectos de los planes de estímulo económico aún tendrán un impacto positivo, pero el fuerte deterioro que sufrieron las cuentas públicas durante 2009 no permitirá ampliarlos mucho más. De hecho, es muy probable que en algunos países aumente la presión para que se lleven a cabo reformas de calado. La fuerte caída de los ingresos fiscales, especialmente en los países que eran muy dependientes de la evolución de unos pocos sectores, junto con en el aumento del gasto ligado a los estabilizadores automáticos, ha propulsado los déficits públicos y la deuda pública hasta niveles históricos.

Grecia e Irlanda son los países más afectados.

Los países que de momento se han visto más afectados son Grecia e Irlanda. Grecia ha visto cómo sus dos principales fuentes de ingresos se desplomaban: el turismo y el comercio. El gobierno ha tenido que revisar sus estimaciones del déficit para 2009 del 6% al 12,7%, y la Comisión prevé que se mantendrá en este nivel en 2010 y 2011. Por primera vez en 10 años, el *rating* concedido a Grecia por la agencia de calificación Fitch se ha situado en BBB+, que significa un nivel muy bajo, reflejando así un deteriorado riesgo soberano. Además, el punto de partida de las finanzas públicas no era demasiado bueno. El nivel de deuda pública como porcentaje del PIB no ha bajado del 100% durante la última década y las previsiones de la Comisión Europea lo sitúa por encima del 120% en 2010.

El punto de partida de las finanzas públicas irlandesas era mejor, ya que el nivel de deuda pública como porcentaje del PIB en 2007 se situaba en el 25% del PIB. Gracias a ello, la economía ha podido resistir mejor un triple colapso: el del sistema financiero, que ha sido nacionalizado, el del sector inmobiliario y el del comercio exterior. La magnitud del impacto queda perfectamente reflejada en la contracción que ha sufrido el PIB: en el primer trimestre la caída interanual alcanzó el 9,1%. El consiguiente deterioro de las finanzas públicas ha sido también histórico: en 2009 la deuda pública como porcentaje del PIB superó el 50%, y la previsión de la Comisión Europea para 2010 lo sitúa alrededor del 80%.

El nivel de deuda por sí solo no es informativo de la capacidad de pago que tiene un país. Otro dato a tener en cuenta es el

CUENTAS PÚBLICAS Y CRECIMIENTO

	Déficit (% PIB)			Deuda (% PIB)			PIB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Alemania	–3,4	–5,0	–4,6	73,1	76,7	79,7	–5,0	1,2	1,7
Austria	–4,3	–5,5	–5,3	69,1	73,9	77,0	–3,7	1,1	1,5
Bélgica	–5,9	–5,8	–5,8	97,2	101,2	104,0	–2,9	0,6	1,5
Chipre	–3,5	–5,7	–5,9	53,2	58,6	63,4	0,7	0,1	1,3
Eslovaquia	–6,3	–6,0	–5,5	34,6	39,2	42,7	–5,8	1,9	2,6
Eslovenia	–6,3	–7,0	–6,9	35,1	42,8	48,2	–7,4	1,3	2,0
España	11,2	–10,1	–9,3	54,3	66,3	74,0	–3,7	–0,8	1,0
Finlandia	–2,8	–4,5	–4,3	41,3	47,4	52,7	–6,9	0,9	1,6
Francia	–8,3	–8,2	–7,7	76,1	82,5	87,6	–2,2	1,2	1,5
Grecia	–12,7	–12,2	–12,8	112,6	124,9	135,4	–1,1	–0,3	0,7
Holanda	–4,7	–6,1	–5,6	59,8	65,6	69,7	–4,5	0,3	1,6
Irlanda	12,5	–14,7	–14,7	65,8	82,9	96,2	–7,5	–1,4	2,6
Italia	–5,3	–5,3	–5,1	114,6	116,7	117,8	–4,7	0,7	1,4
Luxemburgo	–2,2	–4,2	–4,2	15,0	16,4	17,7	–3,6	1,1	1,8
Malta	–4,5	–4,4	–4,3	68,5	70,9	72,5	–2,2	0,7	1,6
Portugal	8,0	–8,0	–8,7	77,4	84,6	91,1	–2,9	0,3	1,0
Eurozona	**–6,4**	**–6,9**	**–6,5**	**78,2**	**84,0**	**88,2**	**–4,0**	**0,7**	**1,5**
UE-27	**–6,9**	**–7,5**	**–6,9**	**73,0**	**79,3**	**83,7**	**–4,1**	**0,7**	**1,6**

FUENTE: Comisión Europea.

crecimiento previsto para los próximos años, pero en ninguno de los casos parece que éste vaya a ser demasiado boyante. Hay, también, otros países que están en el punto de mira de los analistas, como: Italia y Portugal, ambos con un crecimiento previsto bastante moderado y con un elevado nivel de deuda pública.

El nivel de deuda de los distintos países de la eurozona centrará muchos debates económicos a lo largo del 2010. También lo harán otros puntos que ya hemos discutido en anteriores ediciones del Informe Mensual, como un posible repunte de la tasa de paro o el proceso de retirada de las políticas de expansión monetaria. En definitiva, no cabe duda de que el conjunto de la zona del euro encara 2010 con unas perspectivas significativamente mejores que las que tenía hace un año, aunque el proceso de recuperación se atisba complicado y seguro que nos deparará alguna sorpresa.

Alemania: la locomotora europea vuelve a tirar

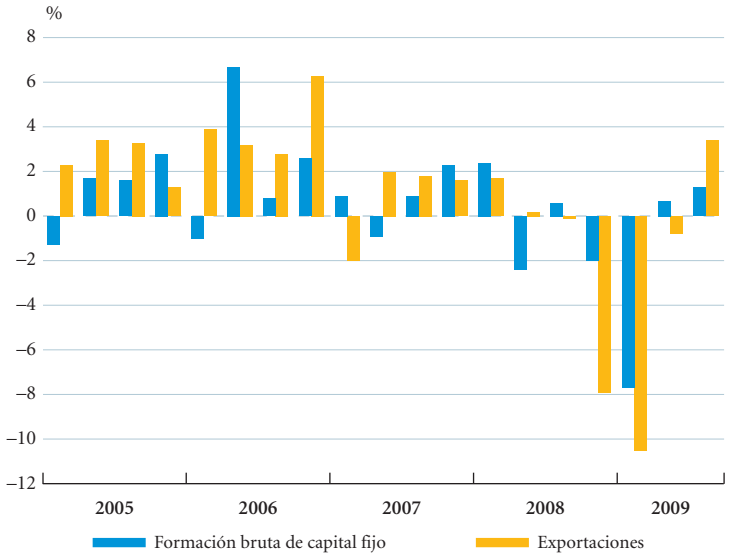
Alemania inicia 2010 con confianza pero con dudas sobre su recuperación.

Alemania encara el nuevo año con mayor optimismo. La senda de recuperación en la que se encuentra la economía germana, desde el segundo trimestre de 2009, contrasta drásticamente con la situación vivida un año atrás. Entonces, se despedía 2008 con una caída histórica del 2,4% intertrimestral, y las previsiones auguraban un deterioro aún superior en el primer trimestre de 2009. Ahora, por lo contrario, se espera que la economía crezca interanualmente en los tres primeros meses de 2010, después de las caídas del PIB registradas durante cinco trimestres consecutivos. Sin embargo, existe cierta incertidumbre sobre cuál será la intensidad de esta recuperación.

La economía germana creció un 0,7% intertrimestral en el tercer trimestre de

LA INVERSIÓN Y LAS EXPORTACIONES LIDERAN LA RECUPERACIÓN ALEMANA

Variación intertrimestral



FUENTES: Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

El Bundesbank prevé un crecimiento del 1,6% en 2010.

2009, impulsada por la inversión y las exportaciones. Como se observa en el gráfico anterior, ambas series recobraron el protagonismo que tuvieron durante el último período de expansión económica, convirtiéndose de nuevo en los principales motores de la recuperación. Ello fue el resultado de evoluciones bien distintas. Así, mientras la reactivación del comercio mundial permitió el crecimiento de las exportaciones alemanas, los estímulos económicos del gobierno provocaron el crecimiento de la inversión pública.

A pesar de la recuperación de los principales pilares de la economía, se espera que su

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	Noviembre	Diciembre
PIB	2,6	1,0	–1,8	–6,7	–5,8	–4,8	–	...	–
Ventas al por menor	–1,2	0,0	0,6	–2,4	–1,2	–1,7	–1,6	...	...
Producción industrial	5,9	–0,1	–7,5	–20,0	–19,3	–15,5	–12,4	...	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	86,1	82,6	84,7	89,7	92,0	93,9	94,7
Tasa de paro (**)	9,0	7,8	7,6	8,0	8,2	8,2	8,2	8,1	...
Precios de consumo	2,3	2,6	1,7	0,9	0,3	–0,3	0,0	0,4	...
Balanza comercial (***)	181,5	195,0	182,8	160,2	140,4	131,0	123,8	...	...

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.

crecimiento pierda intensidad en los próximos trimestres. En esta dirección se sitúan las nuevas previsiones del Bundesbank alemán, que estima un aumento del PIB del 1,6% y del 1,2% en 2010 y 2011 respectivamente. El menor crecimiento pronosticado para 2011 se debe a la finalización de los estímulos económicos del gobierno y a la contracción futura del gasto público, con motivo de la consolidación fiscal.

Uno de los factores clave de la evolución de la economía germana a corto plazo será el comportamiento del consumo privado. Éste, si bien no sufrió un importante deterioro durante el período de mayor recesión, registró una caída intertrimestral del 0,9% en el tercer trimestre de 2009. Se espera que esta tendencia se mantenga en 2010 debido al fin de los incentivos fiscales para la compra de automóviles y a la incertidumbre que planea sobre el mercado laboral. Ello se refleja en la caída de la confianza del consumidor en octubre, después de seis meses con mejorías, debido al mayor pesimismo respecto a la situación futura. Como consecuencia, la inflación, que en noviembre regresó a niveles positivos (0,4%), seguirá creciendo débilmente.

La evolución del consumo privado irá fuertemente ligada a la del mercado laboral. Después de una nueva reducción de la tasa de desempleo en el mes de noviembre, situándose en el 8,1%, y de la reactivación de la actividad alemana, el Bundesbank mejoró las previsiones de desempleo. Así, se espera que la tasa de paro alcance un máximo del 10,1% en 2011 (4,2 millones de trabajadores). A pesar de este deterioro del empleo, el consumo de los hogares no empezará a crecer hasta 2011. Es por ello que, con el fin de paliar esta contracción, el gobierno germano ha decidido posponer la austeridad del gasto público hasta 2011.

La disminución del consumo doméstico fue compensada por el aumento de las exportaciones. Así lo muestran las cifras de octubre de 2009, con un crecimiento del 2,5% intermensual. A pesar de ello, tanto la producción como los pedidos industriales se redujeron en ese mismo mes, con caídas intermensuales del 1,8% y del 2,6% respectivamente. La menor actividad del sector del automóvil fue uno de los principales motivos. Este hecho, junto a la todavía reducida utilización de la capacidad productiva alemana en el cuarto trimestre, hace prever que la inversión siga a niveles reducidos. Sin embargo, todo indica que la actividad industrial mantendrá una clara tendencia al alza, como reflejó el crecimiento del índice IFO de confianza industrial en noviembre, situándose en niveles similares a los de agosto de 2008.

El aumento del paro pospone la recuperación del consumo privado hasta 2011.

La actividad industrial seguirá creciendo a pesar del traspié de octubre.

Ante estas perspectivas futuras, el gobierno de Angela Merkel está dispuesto a mantener su política fiscal expansiva durante este año. Esto supondrá alcanzar un déficit del 6% en 2010, que situará el endeudamiento a niveles históricos, del 75% respecto al PIB. El estado de las cuentas públicas ha generado duras críticas por parte del Tribunal de Cuentas alemán. Sin embargo, el ministro de finanzas considera que, gracias a la recuperación económica y los esfuerzos de consolidación fiscal a partir de 2011, el país volverá a registrar déficits públicos inferiores al 3% en 2013.

El déficit fiscal se disparará hasta el 6% en 2010.

Francia se enfrenta a una recuperación frágil

«La economía francesa continuará creciendo a un ritmo moderado durante la primera mitad de 2010». Este es el mensaje que transmitió el Instituto de Estadística francés (INSEE) en su último informe de coyuntura trimestral. Francia

El crecimiento galo será moderado durante 2010.

El aumento de la tasa de paro puede perturbar el crecimiento del consumo privado.

fue uno de los primeros países desarrollados en abandonar la recesión, en el segundo trimestre de 2009, y de los menos afectados por ella. Sin embargo, la debilidad de los factores que permitieron este repunte aumenta la incertidumbre sobre la sostenibilidad de su recuperación.

A diferencia de otras economías europeas como la alemana, Francia basó su crecimiento durante el último periodo de expansión en una sólida demanda interna. En los próximos trimestres se espera que ésta vuelva a tomar las riendas del crecimiento, especialmente en lo que respecta al consumo público y privado. Así, según el INSEE, el consumo público crecerá durante la primera mitad de 2010 a niveles similares a los que registró en el tercer trimestre del año pasado, del 0,7% intertrimestral.

La inversión privada se mantendrá baja en los próximos trimestres.

Por lo que se refiere al consumo privado, los indicadores de mayor frecuencia disponibles en el último trimestre de 2009 reflejan una clara mejoría. El consumo de los hogares creció un 1,1% intermensual en octubre. Cabe destacar el papel importante de las matriculaciones de automóviles en este periodo, con incrementos interanuales del 25% y del 42% en octubre y noviembre respectivamente. Ante este contexto, la confianza del consumidor volvió a mejorar en noviembre, tanto en su componente presente como futura, apuntando hacia el aumento del consumo privado en el último trimestre de 2009. No obstante, esta recuperación no está exenta de retos. El deterioro del mercado laboral francés, que alcanzó una ratio de desempleo del 10,1% en octubre, podría suponer una traba añadida al crecimiento del consumo de los hogares.

Por otro lado, la demanda externa contribuyó de manera importante al crecimiento de la economía en el tercer trimestre de 2009. Sin embargo, todo apunta a que siga perdiendo importancia durante el próximo ejercicio. El fin de los estímulos para la compra de automóviles en algunos países europeos y la recuperación tardía de dos de los principales socios comerciales franceses, como son España y el Reino Unido, provocaron un ensanchamiento del déficit comercial en octubre de 2009.

Ante esta debilidad de la demanda, los indicadores de oferta no terminan de repuntar con fuerza. Así, la producción industrial se redujo en octubre por segundo mes consecutivo, con una caída del 0,8% intermensual, presionada por la caída de la producción de automóviles. A pesar de ello, la confianza industrial vol-

FRANCIA: 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	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	3,5	...
Producción industrial	1,2	–2,4	–8,7	–15,7	–15,1	–11,4	–8,4	...
Tasa de paro (*)	8,3	7,9	8,3	8,9	9,4	9,8	10,1	...
Precios de consumo	1,5	2,8	1,8	0,6	–0,2	–0,4	–0,2	0,4
Balanza comercial (**)	–33,7	–49,0	–55,6	–55,0	–52,8	–45,2	–41,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.
FUENTES: OCDE, Eurostat, INSEE, Comisión Europea y elaboración propia.

vió a crecer en noviembre, hecho que no impedirá nuevas reducciones de la inversión privada a lo largo de 2010, debido a la baja utilización de la capacidad productiva francesa.

Con la intención de evitar un estancamiento de la inversión, el gobierno de Sarkozy decidió destinar 35.000 millones de euros para la promoción de proyectos de investigación e innovación que difícilmente encontrarían financiación privada en la actualidad. Sin embargo, este proyecto no debe considerarse igual al resto de planes de estímulo económico anunciados hasta ahora, ya que su objetivo se centra en el aumento del crecimiento de la economía a largo plazo. Este hecho, sin embargo, no le ha salvado de las críticas de diferentes organismos supranacionales como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico que considera que esta acción llega tarde y falta de concreción. Además, la mayor parte de este plan se financiará con la emisión de nueva deuda, lo que deteriorará aún más las cuentas públicas francesas, poniendo en peligro la consolidación fiscal en 2013 como exigió la Unión Europea.

Italia inicia el año nuevo con los problemas de siempre

Italia salió de la recesión en el tercer trimestre de 2009, después de sufrir una de las mayores caídas acumuladas entre las economías del G-7, sólo superada por Japón. Esta recuperación fue generalizada entre los distintos componentes del PIB y únicamente el gasto público registró una reducción en este periodo, con una caída del 1,2% intertrimestral. Sin embargo, la debilidad estructural de la economía italiana hace prever que el ritmo de crecimiento sea inferior durante los próximos trimestres.

Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre de 2009 confirman estas previsiones. Por el lado de la demanda, la confianza del consumidor sigue a niveles muy bajos. Uno de los principales motivos es la incertidumbre respecto a la tasa de paro, especialmente después de un nuevo crecimiento en el tercer trimestre de 2009, hasta el 7,8%. Se espera que esta tendencia se mantenga durante el año. Solamente las matriculaciones de vehículos continuaron creciendo intensamente gracias a los incentivos fiscales para la compra de automóviles. Sin embargo, existen dudas respecto a la prórroga de estos planes durante 2010. Como consecuencia, se prevé un moderado crecimiento futuro del consumo privado, inferior al 0,4% intertrimestral registrado en el tercer trimestre de 2009. A pesar de esto, el aumento del precio del petróleo aupó a la inflación hasta el 0,7% en noviembre, lejos del estancamiento de julio del año pasado.

Las cuentas públicas francesas seguirán deteriorándose en 2010.

Por lo que respecta al sector exterior, los datos de octubre registraron un nuevo déficit de la balanza comercial, con un estancamiento de las exportaciones respecto al mes anterior. Ante este contexto, no es de extrañar que la producción industrial en el mes de octubre creciera un 0,5% intermensual, muy por debajo de lo esperado. Este hecho no impidió una nueva mejora de la confianza industrial en noviembre. Sin embargo, la baja utilización de la capacidad productiva y la debilidad esperada de la demanda a corto plazo permiten pronosticar el estancamiento de la inversión privada en 2010.

La economía italiana sale de la recesión pero mantiene sus problemas estructurales.

El fuerte endeudamiento del gobierno transalpino no permitirá compensar esta desaceleración de la recuperación del sector privado a través de un mayor consumo público. Es por esto que el Fondo Monetario Internacional considera necesario un reenfoque del gasto público, destinán-

El consumo, que crece un 0,4% en el tercer trimestre, moderará su aumento en 2010.

ITALIA: 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	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	–2,2	...	...
Producción industrial	2,2	–3,4	–10,7	–21,1	–22,9	–15,8	–13,0	...
Tasa de paro (*)	6,1	6,7	7,0	7,4	7,5	7,8	–	...
Precios de consumo	1,8	3,3	2,8	1,5	0,8	0,1	0,3	0,7
Balanza comercial (**)	–12,8	–10,0	–12,3	–11,1	–9,1	–5,3	–4,6	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

La incipiente recuperación del consumo interno británico puede verse truncada a medio plazo.

dolo a la investigación, la educación y la innovación con el objetivo de solucionar los problemas estructurales de la economía. Sin embargo, no parece que los presupuestos públicos para 2010, aprobados por el Parlamento en diciembre, sigan estas recomendaciones.

Reino Unido: presupuestos para un año electoral

El Reino Unido es la única economía del G20 aún en recesión y no será hasta que acabe 2009 cuando la recuperación finalmente se materialice. El consumo interno se ha estabilizado y empieza a dar muestras de robustez, tal y como indican las elevadas tasas de crecimiento de las ventas al por menor y de las matriculaciones de vehículos. No obstante, el aumento del impuesto sobre el valor añadido y el fin de las ayudas al sector automovilístico a principios de año tendrán un impacto negativo en el gasto de los hogares, cada vez más predispuestos al ahorro. Por el contrario, existen mejores perspectivas para la demanda externa: las exportaciones han crecido sustancialmente gracias a una libra debilitada.

El gobierno priorizará la subida de impuestos al recorte de gastos para reducir el déficit fiscal.

La evolución del mercado laboral sorprendió positivamente debido a un paro menor de lo esperado, 5,0% en noviembre, lo que refuerza la idea de que las empresas británicas están reaccionando por la vía de la moderación de los salarios y no a través de la destrucción del empleo. La producción industrial, indicador de oferta, prosiguió estable en octubre, contradiciendo las previsiones optimistas de los analistas, lo que nos recuerda que la fragilidad del entorno económico puede ser de larga duración.

En diciembre, el foco de atención principal no se encontraba en lo que pudiera anunciar el Banco de Inglaterra, que finalmente mantuvo la política monetaria expansiva, sino en el informe presupuestario que da a conocer anualmente el ministro de Hacienda, Alistair Darling, y que refleja la política fiscal del próximo ejercicio.

Darling anunció que el gobierno opta por incrementar los impuestos en lugar de reducir el gasto para intentar corregir el elevado déficit público (un 12,6% del PIB previsto para 2009) sin que se deteriore la recuperación. Las medidas propuestas no son de gran calado, el saldo público no se equilibraría hasta 2017, pero es necesario contextualizar dichos planes en un escenario preelectoral donde los recortes presupuestarios conllevan costes políticos.

REINO UNIDO: 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	2,6	0,5	–2,1	–5,2	–5,8	–5,1	–	...
Ventas al por menor	4,2	2,6	1,8	0,5	0,9	2,6	3,7	3,1
Producción industrial	0,3	–3,1	–8,1	–12,5	–11,9	–10,8	–8,4	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,8	3,4	4,2	4,7	4,9	5,0	5,0
Precios de consumo	2,3	3,6	3,9	3,0	2,1	1,5	1,5	1,9
Balanza comercial (**)	–83,4	–93,7	–94,0	–91,9	–88,4	–83,6	–82,3	...
Tipo de interés Líbor 3 meses	6,0	5,5	4,6	2,1	1,4	0,8	0,6	0,6
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (***)	103,9	97,6	89,4	73,9	77,0	83,7	79,0	80,1

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.

El informe avanza un aumento de 0,5 puntos porcentuales en la cuota de la Seguridad Social de aquellos trabajadores que cobren más de 20.000 libras, que entrará en vigor a partir de 2011. El impuesto sobre el valor añadido regresará a su nivel previo en enero, aumentando 2,5 puntos porcentuales hasta el 17,5%. Finalmente, se creará un impuesto del 50% sobre la base variable de los salarios del sector financiero. Su aplicación será inmediata a partir de abril de 2010 y habrá exención para las primeras 25.000 libras. A falta de ver la efectividad de este último impuesto, cabe resaltar la enorme importancia que tiene el sector financiero sobre la economía británica: no se conseguirá un crecimiento sostenible y sólido hasta que este sector no se haya recuperado completamente.

Se creará un impuesto que afectará únicamente al sector financiero británico.

Europa emergente: región única, futuros distintos

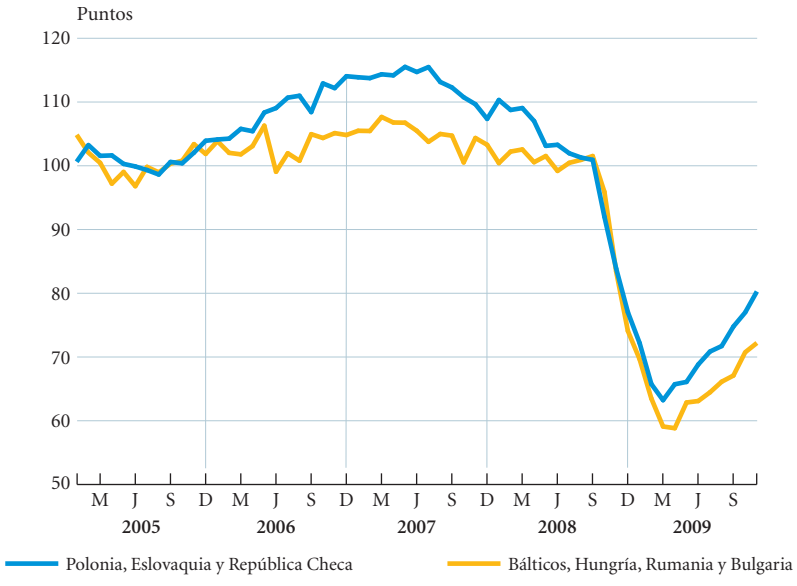
El año 2009 finaliza mucho mejor de como empezó en la Europa emergente. Y si las previsiones para 2010 no descarrilan, podremos repetir lo dicho dentro de doce meses. Con todo, más allá de la valoración coincidente que la fase aguda de la crisis parece quedar atrás, ni el ritmo de actividad que actualmente registran los diferentes países es similar ni las perspectivas de crecimiento que se manejan son equiparables. Por lo que se refiere a los indicadores que reflejan el pulso económico contemporáneo, y tomando uno de los más sintéticos, el de sentimiento económico, cabe distinguir dos grandes grupos de países. El primero, formado por Polonia, República Checa y Eslovaquia, suma más de medio año en recuperación. En contraste, el conjunto compuesto por las restantes economías de la región (países bálticos junto con Hungría, Rumania y Bulgaria), tocó fondo más tarde y el nivel de deterioro fue mayor. A partir de dicho mínimo cíclico ha experimentado una recuperación de la actividad de una intensidad similar a los del primer grupo, aunque sus niveles actuales son inferiores.

La posición económica actual apunta a que este segundo conjunto de países parten de una posición desaventajada para experimentar una recuperación dinámica. De hecho, si se cumplen las previsiones

Europa emergente deja atrás lo peor, pero las perspectivas para 2010 son dispares.

RECUPERACIÓN A DOS VELOCIDADES EN LA EUROPA EMERGENTE

Índice de sentimiento económico



FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

Los bálticos difícilmente se salvarán de un segundo año sin caídas pronunciadas del PIB.

de crecimiento para 2010 que actualmente se plantean, esta descripción podría antojarse incluso como excesivamente benigna. Una parte del segundo grupo (Estonia, Lituania y Letonia) va a seguir manteniéndose en recesión aguda en 2010, mientras que los tres restantes (Hungría, Rumania y Bulgaria) probablemente escaparán de un segundo año con el PIB en retroceso por poco (y siempre que no se produzcan sorpresas negativas). Frente a estas perspectivas tan magras, Polonia, República Checa y Eslovaquia van a crecer, si no con dinamismo, sí que con cierta comodidad. ¿A qué se deben estas disparidades en el seno de la región?

De entrada, conviene recordar cuáles son las similitudes que estas economías comparten. Con escasas diferencias, todas ellas se han beneficiado apreciablemente de la recuperación exterior lo que, combinado con la caída de las importaciones derivada de una demanda interna muy débil, ha facilitado una notable reconducción de los abultados déficits por cuenta corriente acumulados en la etapa de expansión. Un segundo aspecto en el que se asemejan estas economías es que la dureza de la crisis ha permitido reconducir las excesivas tensiones inflacionistas previamente registradas.

Si estas son las dos grandes semejanzas, las principales diferencias se derivan de la conjunción de tres factores: la resistencia del sistema bancario nacional, la política monetaria seguida y el ajuste fiscal necesario. En términos generales, cuanto mayores han sido los desequilibrios macroeconómicos acumulados en la etapa de expansión que finalizó en 2008, más complicado ha sido encontrar un punto de equilibrio entre tratar de paliar la caída de la actividad y sanear dichos excesos anteriores. El caso extremo lo encontramos en los bálticos, tres economías que combinan un sistema bancario débil (aderezado con excesos en materia de deuda de familias y empresas denominada en divi-

sas extranjeras), la necesidad de seguir una política monetaria de tipos de interés elevado para apuntalar sus regímenes cambiarios y un sensible ajuste de las finanzas públicas (en el caso de Letonia, vinculado a su programa con el Fondo Monetario Internacional).

Frente a esta triple conjunción de factores recesivos, los inversores internacionales se han mostrado muy cautos en la valoración de los riesgos de los bálticos, asignándoles los mayores niveles de riesgo-país de toda Europa emergente. Como ejemplo reciente de esta preocupación, cuando las noticias de los problemas de la deuda de Dubai emergieron el 25 de noviembre, dos de los tres estados de Europa emergente que sufrieron de tensionamientos apreciables de sus CDS (*Credit Default Swap*, un activo que refleja la probabilidad de impago de la deuda pública) fueron Letonia y Lituania. En esta tesitura, la mejora del entorno internacional se trasladará a mayor actividad de forma sólo parcial, siendo incapaz de evitar una nueva caída del crecimiento en 2010.

El tercero fue Hungría. Se trata éste, precisamente, de un representante de algunos países que encontramos en Europa emergente, aquellos que han acumulado menores desequilibrios, y en particular los que disponen de un sistema bancario sometido a menor presión, pero que han tenido que lidiar, fundamentalmente, con la dificultad de transitar por la recesión con una política fiscal restrictiva. El caso extremo ha sido, precisamente, el de la economía magiar, un país que en plena recesión ha sido capaz de registrar un superávit público primario positivo, un resultado que cabe enmarcar en su compromiso con el FMI. Aunque los casos de Rumania (que también se beneficia de la ayuda financiera del Fondo) y de Bulgaria no son tan extremos por lo que se refiere al ajuste del gasto público, las tres son economías que difícilmente crecerán de forma acusada en 2010.

Hungría, Rumania y Bulgaria podrán, con fortuna, volver a crecer.

La última situación que se puede identificar en Europa emergente es la que comparten economías que acumularon desequilibrios macroeconómicos relativamente menores. Es la situación de Polonia, República Checa y Eslovaquia. Se trata de tres estados que están en disposición de aprovechar la mejoría de sus mercados de exportación clave (principalmente, la eurozona) sin tener que pagar el peaje de una política monetaria o fiscal procíclica. Ello permitirá que registren tasas de crecimiento positivas, y de cierta magnitud, en 2010.

Polonia, República Checa y Eslovaquia, claros beneficiarios de una situación macroeconómica globalmente equilibrada y de la recuperación de la eurozona.

2010, ¿año de *decoupling*?

Una de las cuestiones que pueden marcar económicamente 2010 es el papel que jugarán las economías emergentes. Durante los difíciles ejercicios de 2008 y 2009, se debatió sobre la capacidad de China y las principales economías emergentes de mantenerse en expansión cuando Estados Unidos y los países industrializados entraban en recesión. Se trataba del fenómeno que se dio a conocer como *decoupling* o, en español, desacoplamiento. Ahora la cuestión mantiene su actualidad, y se cuestiona si dicho desacoplamiento se intensificará en 2010 y más allá. Para responder con rigor a este interrogante deberemos cubrir tres etapas. Primero definir con precisión qué es y qué no es el *decoupling*. En segundo lugar, medir el fenómeno. Entonces, y sólo entonces, se estará en condición de prever de forma plausible la tendencia futura del desacoplamiento.

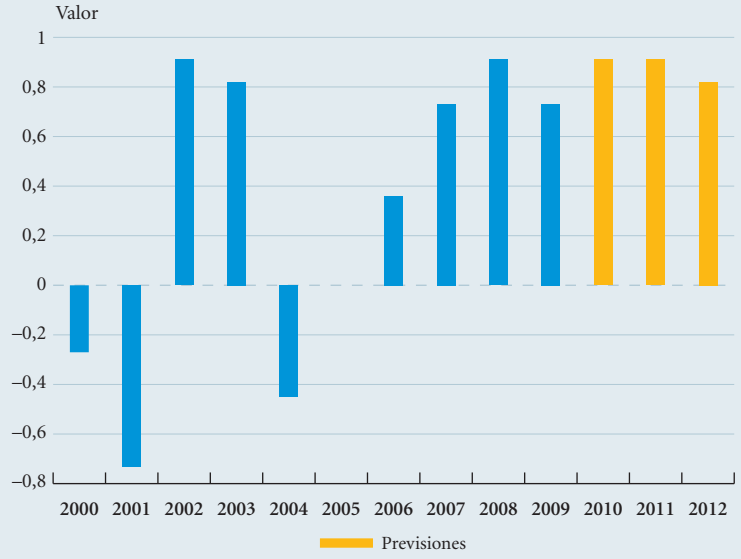
En sentido estricto, el desacoplamiento de dos economías, o grupos de economías, se refiere a que ambas exhiben un grado de sincronización cíclica limitado. Así definido, el desacoplamiento combina dos aspectos complementarios. En primer lugar, cabe entender lo que en la literatura académica se ha venido a denominar sincronismo puro. Tras esta expresión un tanto críptica se esconde sencillamente el hecho de que dos economías pueden estar situadas en la misma fase del ciclo (expansión o contracción) o no. Un segundo aspecto del desacoplamiento es el referido a la distancia que separa las posiciones cíclicas de dos economías.[1]

La importancia de esta distinción se puede apreciar con un sencillo ejemplo numérico. El punto de partida debe ser alguna medida de la posición cíclica de una economía. La más habitual es la denominada brecha de producción, es decir, la distancia que media entre el producto interior bruto (PIB) que una economía registra en un momento dado y el PIB tendencial o potencial. El PIB potencial es aquel compatible con el pleno uso de los factores de producción. Los ciclos económicos se definen, por tanto, por la alternancia de brechas de producción positivas y negativas.

Por tanto, partiendo de estas medidas, dos economías registrarán desacoplamiento cuando o bien coexistan una brecha de producción positiva en una de ellas con una negativa en la otra (es decir, ausencia de sincronismo estricto), o bien la distancia en términos absolutos entre ambas brechas de producción sea significativa. A fin de manejar una terminología más directa, denominaremos *decoupling* «de signo» a las primeras (por el hecho de que estamos comparando el signo de las brechas de producción) y «de intensidad» a las segundas, dado que aquí la comparación se establece en términos de distancia entre brechas de producción. Los resultados de estas dos métricas se presentan en los dos gráficos siguientes.

MAYOR SIMILITUD DE LA FASE CÍCLICA EN 2010 Y 2011, PERO MENOS SEMEJANZA EN 2012

Indicador de sincronismo del desacoplamiento basado en brechas de producción (*)

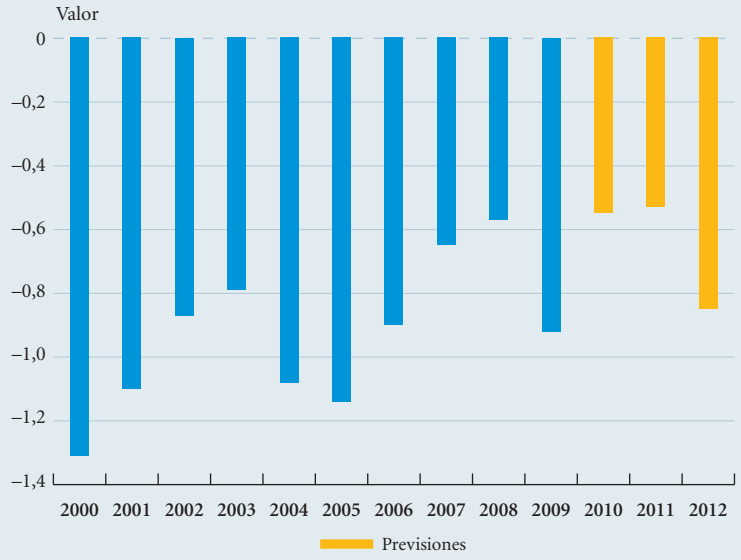


NOTA: (*) Cuando el signo de la brecha de producción del país emergente y de la economía desarrollada coinciden, el indicador es +1 y, cuando no, es –1. Para cada año se calculan todos los pares de signos de cada una de las 22 economías emergentes con el promedio de 18 economías industrializadas y se obtiene la media.
FUENTES: Elaboración propia en función de datos del Fondo Monetario Internacional.

(1) Para una completa exposición de la metodología y un ejemplo de aplicación, véanse Mink, M., Jacobs, J.P.A.M. y J. De Haan (2007). «Measuring synchronicity and comovement of business cycles with an application to the euro area», CESifo Working Paper, n.º 2112.

EL DESACOPLAMIENTO VA A REDUCIRSE EN LOS DOS PRÓXIMOS AÑOS, PARA DESPUÉS VOLVER

Indicador de amplitud del desacoplamiento basado en brechas de producción (*)



NOTA: (*) Suma de los valores absolutos de las diferencias entre la brecha de producción de cada uno de los países emergentes y el de la media de la economía desarrollada dividida por la suma de los valores absolutos de las brechas de producción de los países emergentes. El resultado se multiplica por –1 a fin de hacerlo comparable con el indicador de *decoupling* «de signo».
FUENTES: Elaboración propia en función de datos del Fondo Monetario Internacional.

En el primero de ellos, se ha calculado un indicador de *decoupling* «de signo» de manera que cuando dos economías registran una brecha de producción del mismo signo el indicador arroja un resultado de +1, mientras que si el signo de las brechas es distinto el resultado es –1. La comparación se establece entre el promedio de 24 economías industrializadas y un conjunto de 22 economías emergentes. Como puede observarse, el grado de sincronización «de signo» ha tendido a oscilar durante la actual década hasta el momento en que la crisis económica global se produce. De hecho, es posible distinguir dos pautas de comportamiento claramente diferenciables. Entre 2000 y 2005, el grado de sincronización de signo es muy volátil, alternando ejercicios con la mayor sincronización de la década con otros con la menor. A partir de 2006, la tendencia general es a mayor sincronización, oscilando la misma en un rango más estrecho. Este cambio estructural se ha vinculado al avance de la globalización a lo largo de la década de los 2000.

Centrándonos ahora en la reciente crisis, durante las etapas incipientes de la misma (2006 y 2007) se registra un aumento del sincronismo cíclico entre industrializadas y emergentes. En 2008, cuando coinciden el recrudecimiento de las tensiones financieras y la entrada en recesión a finales de ese mismo año de numerosas economías, el sincronismo se intensifica. Sólo en 2009, cuando la crisis registra probablemente su fase extrema, el desacoplamiento «de signo» aumenta. A partir de ahí, y asumiendo las previsiones de crecimiento que espera el Fondo Monetario Internacional (FMI) para el periodo de 2010 a 2012, asistiríamos a dos años de nueva reducción del *decoupling* «de signo», para después, en 2012, volver a producirse.

El indicador de desacoplamiento «de intensidad», una medida menos volátil y más afinada de *decoupling*, muestra resultados similares. De entrada, la tendencia a menor desacoplamiento entre 2006 y 2008 se registra igualmente, como también se valida el sensible aumento del mismo en 2009. Partiendo de las previsiones del FMI, el

fenómeno remitiría en 2010 y 2011, pero en 2012 se volvería a niveles de *decoupling* semejantes a los de 2009. En definitiva, la respuesta a si 2010 será un año de desacoplamiento es negativa. Siempre que la economía mundial circule por los derroteros que el Fondo espera, ni el indicador «de signo» ni el «de intensidad» avalan la tesis de un año de *decoupling* intenso. ¿Qué podría estar tras esta evolución prevista?

La discusión de los determinantes del grado de sincronización cíclica entre economías no son plenamente concluyentes, ya que los resultados dependen de la interacción de múltiples factores, como el tipo de *shock* económico que se experimente (especialmente si es global o específico de país o sector) o el tipo de canal de transmisión entre economías. No obstante, tres factores pueden conducir a que el desacoplamiento sea menor en 2010. En primer lugar, parece que en la segunda mitad de 2009 los emergentes se han «avanzado» en el ciclo, circunstancia que remitirá previsiblemente en 2010 cuando las economías industrializadas mejoren su ritmo de actividad. Un segundo factor que puede contribuir a la mayor sincronización global es la recuperación del comercio internacional, en parte debido a la progresiva normalización del crédito, lo que facilita que el tirón de algunas economías se traslade a otras con mayor intensidad y menores retardos. Finalmente, ese mismo avance del crédito debería facilitar una incipiente recuperación del ciclo inversor mundial. En 2011, estas tres tendencias se intensificarán, pero después... después los emergentes probablemente volverán por sus fueros. El debate del *decoupling*, en definitiva, como el fenómeno en sí mismo, parece destinado a experimentar numerosas apariciones y desapariciones.

Este recuadro ha sido elaborado por Àlex Ruiz
Departamento de Economía Internacional, Servicio de Estudios de "la Caixa"

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

El BCE y la Fed confirman la retirada de las medidas no convencionales

A comienzos de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) centró la atención de los mercados. Por un lado, no había dudas de que la decisión sobre el tipo de interés oficial sería la de mantenerlo. Por otro lado, en cambio, se esperaba con gran inquietud el anuncio de los detalles acerca de la estrategia de salida para las medidas no convencionales. En cuanto al primer punto, el BCE confirmaba las expectativas al mantener el tipo de interés de referencia en el 1,0%. En relación con el segundo punto, el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, no defraudaba a los mercados y se extendía en los pormenores de la retirada gradual de las medidas que con carácter excepcional se introdujeron durante la crisis.

Los pasos que seguirá el BCE indican que la estrategia se centrará en la restitución del esquema de provisión de liquidez previo a la crisis financiera. La institución no sorprendió con la decisión de retirar las operaciones especiales a un año (LTRO). De esta forma, la LTRO del 16 de diciembre fue la última. En esta operación el BCE adjudicó 96.000 millones de euros a 224 instituciones, a un tipo de interés que será el promedio del mínimo de puja aceptado en las subastas semanales (MRO) que se realicen hasta el vencimiento. En relación con las operaciones de refinanciación a seis meses, el BCE anunció que la última se realizará el 31 de marzo de 2010, cubriendo el total de la demanda y a tipo de interés fijo. Las subastas mensuales no regulares continuarán operativas al menos durante el primer trimestre de 2010. El BCE también confirmó que no se modificarán las condiciones de las MRO al menos hasta abril de 2010, es decir, se seguirá proporcionando toda la liquidez necesaria al tipo de interés fijo del 1,0%.

Además de las medidas anunciadas, es importante resaltar el último párrafo del comunicado del BCE. En él se hace una referencia indirecta a la posibilidad de realizar alguna operación específica para drenar la liquidez relacionada con las operaciones a un año que vencen durante la segunda mitad de 2010.

A mediados de diciembre, la atención de los mercados se trasladó hacia Estados Unidos, con motivo de la reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC). El 16 de diciembre, al finalizar la reunión, el presidente de la Reserva Federal (Fed), Ben Bernanke, comunicaba que el tipo oficial permanecía en el rango 0,00%-0,25%. Pero lo más esperado era, también aquí, el anuncio relacionado con las medidas monetarias no convencionales. A este respecto, la Fed confirmó que el 1 de febrero de 2010 vencerá la mayor parte de las facilidades especiales de liquidez. Con esta decisión la Fed reconoce que la mejora de los mercados de crédito es sostenible.

Entre las facilidades especiales que vencerán en febrero se encuentran las líneas para Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity, Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Primary Dealer Credit Facility (PDCF) y Term Security Lending Facility (TSLF).

Además, la Fed anunció el objetivo de cerrar las líneas *swap* de divisa que mantie-

El BCE y la Fed detallan las pautas de sus estrategias de salida...

...aunque dejan claro que esto no implica subidas de tipos de interés en el corto plazo.

A pesar de que los bancos centrales se muestran firmes, los pasos que se darán serán graduales.

Un recorte en la independencia de la Fed puede tener consecuencias en la evolución de los precios.

ne con los principales bancos centrales del mundo. Estas líneas fueron creadas con carácter temporal a raíz de la crisis.

La autoridad monetaria también continuará reduciendo paulatinamente la Term Auction Facility (TAF) a lo largo del primer trimestre de 2010. En cambio, la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) se mantendrá hasta el 30 de junio para las obligaciones con garantía hipotecaria y hasta el 31 de marzo de 2010 para los préstamos con garantías no hipotecarias.

La situación de los tipos interbancarios refleja la gran liquidez del mercado.

A pesar de que la Fed, con su comunicado, muestra la firmeza y confianza de los miembros de su Comité, también, por cautela, se ha otorgado un margen de maniobra importante. Así, la Fed manifestó explícitamente que están preparados y dispuestos a modificar cualquier plan para mantener la estabilidad financiera o económica.

Otro tema que ha sido objeto de gran atención por parte de los mercados es el que concierne a las iniciativas para auditar las decisiones de la Fed, limitar su capacidad de supervisión bancaria y dar voz a los políticos para elegir a los presidentes de los bancos regionales que forman parte del Sistema de la Reserva Federal. Estas iniciativas están creando incertidumbre, dado que los mercados interpretan que se estaría debilitando

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	1,00	0,72	1,23	0,25	0,26	0,30	0,50	0,61	0,32
Diciembre (1)	1,00	0,71	1,24	0,25	0,25	0,28	0,50	0,60	0,25

NOTAS: (1) Día 21.

(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.

uno de los aspectos que más se valora en un banco central: su independencia. La mayor o menor independencia en materia de política monetaria se asocia a una mayor o menor credibilidad, base fundamental para la formación y anclaje de las expectativas de los agentes económicos. Atacar este principio puede tener consecuencias negativas en la estabilidad de la inflación a medio y a largo plazo y, por tanto, en el bienestar económico.

Los detalles desvelados por los bancos centrales acerca de las estrategias de salida no han alterado la relativa estabilidad que se viene registrando en los mercados interbancarios –de Estados Unidos y de la eurozona– a lo largo del último mes. En diciembre se ha vuelto a observar una reducción en torno a los cinco puntos básicos en el tramo 7-12 meses de la curva estadounidense.

Al interpretar la estabilidad de la curva interbancaria en la eurozona, hay que tener en cuenta que el volumen de operaciones aún es muy bajo. Esto a su vez se encuentra influenciado por la enorme liquidez que mantienen las instituciones a raíz de las operaciones realizadas por el BCE con diferentes vencimientos. En última instancia, el bajo nivel del EONIA, situado en torno al 0,35%, es reflejo del exceso de liquidez que existe en el conjunto del sistema bancario de la eurozona.

La deuda pública de los Estados Unidos mantiene la estabilidad de los últimos meses.

Se discrimina el riesgo soberano en la eurozona

Durante el último mes del año, se mantuvo la estabilidad en el mercado de deuda pública de los Estados Unidos. Actualmente, el bono de deuda pública norteamericano con vencimiento a 10 años ofrece una rentabilidad del 3,58%. Esta estabilidad es reflejo de dos elementos que permanecen inalterados. El primer factor es la compra de deuda pública por parte de la Fed y de los bancos comerciales. El

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								
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	3,16	3,42	3,75	4,02	3,20	1,27	3,52	1,84
Diciembre (*)	3,25	3,47	3,83	4,03	3,58	1,27	3,90	1,88

NOTA: (*) Día 16.
FUENTE: Bloomberg.

Aumentan los diferenciales de la deuda de los países periféricos de la eurozona.

segundo, es que las expectativas de inflación de los agentes económicos permanecen ancladas.

En la eurozona, los bonos públicos emitidos por Alemania, Francia e Italia no han sufrido apenas variaciones reseñables. En cambio, las dudas sobre la sostenibilidad fiscal de los países periféricos como Grecia y Portugal han aumentado significativamente sus diferenciales de tipos de interés en relación con Alemania. Los inversores consideran que estos países periféricos presentan un peor perfil crediticio y por lo tanto exigen una mayor rentabilidad a la deuda pública emitida por los mismos. Así pues, el mercado está discriminando el riesgo soberano de los diferentes países de la eurozona.

Las agencias de *rating* rebajan la calificación crediticia de Grecia.

Ciertamente, la reconducción de los déficits públicos es el principal reto de los gestores económicos de los países desarrollados en los próximos años. Estos déficits fiscales son fruto de las intensas políticas de gasto realizadas para estabilizar las economías. Por este motivo, las agencias de *rating* han decidido reflejar este deterioro y han rebajado, o puesto en revisión, las calificaciones crediticias de varios países de la eurozona.

El país que más ha sufrido estos cambios es Grecia. Fitch y Standard & Poor's (S&P) han rebajado el *rating* de la deuda de Grecia de A– a BBB+. Además, S&P mantiene el *rating* de Grecia bajo revisión y con perspectiva negativa. Finalmente, las dudas sobre el plan de choque del gobierno griego, concebido para evitar un excesivo aumento del endeudamiento, ha impactado con intensidad en el mercado de deuda pública del país y afectado a los del conjunto de la región. Mientras que Alemania puede financiarse emitiendo bonos con vencimiento a 10 años ofreciendo una rentabilidad del 3,25%, a la deuda pública griega con vencimiento similar los inversores le exigen un 5,76%, es decir, 251 puntos básicos adicionales.

En el caso de Estados Unidos y de Alemania, las expectativas de que en los próximos meses se mantenga la tendencia de recuperación económica ayudan a explicar la ausencia de movimientos significativos en la cotización de su deuda pública. Respecto a los países de la eurozona que están sufriendo una ampliación de sus diferenciales de tipos de interés respecto de Alemania, la futura evolución dependerá críticamente de la solidez y viabilidad de los planes de consolidación fiscal que hagan públicos. Como suele ser habitual, los mercados muestran poca paciencia, de manera que el tiempo apremia.

Apreciación del dólar contra el euro

Durante el mes de diciembre, el cambio más significativo en el mercado de divisas ha sido la apreciación del dólar respecto al euro. Si a finales de noviembre un euro se cambiaba por 1,51 dólares, el 16 de diciembre, sólo recibía 1,44 dólares. Esto representa una apreciación del dólar del 5%.

El dólar se aprecia contra el euro de forma intensa.

Este movimiento ha sorprendido por su intensidad pero existe consenso sobre los elementos que lo han provocado. La conjunción de tres factores ha apoyado al dólar. En primer lugar, los buenos datos macroeconómicos publicados sobre los Estados Unidos, que han sido sensiblemente mejores de lo esperado por el mercado, en particular los referidos al mercado de trabajo y al sector inmobiliario. En segundo lugar, las crecientes dudas antes comentadas sobre la sostenibilidad fiscal en algunos países de la eurozona. Finalmente, el dólar se ha visto apoyado por el cierre de posiciones especulativas de *carry trade* ante la perspectiva de movimientos al alza en los tipos de interés en Estados Unidos. El *carry trade* es una operación

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

17-12-2009

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	89,8	0,6	–0,9	2,9
Libra esterlina	0,616	3,5	–11,1	–4,4
Franco suizo	1,047	2,9	–2,1	–2,4
Dólar canadiense	1,068	1,6	–14,1	–11,6
Peso mexicano	12,759	–2,2	–7,2	–3,1
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,439	–3,4	2,9	–0,2
Yen japonés	129,3	–2,7	2,0	2,7
Franco suizo	1,506	–0,3	0,9	–2,6
Libra esterlina	0,887	0,3	–7,6	–4,6
Corona sueca	10,418	1,9	–5,1	–5,3
Corona danesa	7,442	0,0	0,0	–0,1
Zloty polaco	4,185	2,3	0,9	1,8
Corona checa	26,27	2,9	–2,2	–0,6
Forint húngaro	278,1	4,7	4,5	4,3

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

financiera que consiste en endeudarse en la divisa con tipos de interés más bajos, e invertir el dinero en activos financieros emitidos en otras divisas que ofrecen rentabilidades superiores.

Pero los factores comentados no sólo han fortalecido el dólar contra la divisa única europea, sino que también han potenciado la apreciación del dólar contra el resto de divisas importantes, como por ejemplo el yen japonés, la libra esterlina y el franco suizo.

A lo largo de 2010, el dólar debería registrar una apreciación moderada frente al euro y, para ello, el factor clave será el inicio del ciclo de normalización monetaria en los Estados Unidos. También será importante la gestión de la política cambiaria en China, que parece abocada a permitir la reanudación de la senda apreciatoria del yuan. En cualquier caso, si bien las noticias de la mejoría económica en los Estados Unidos pueden haber avanzado el proceso de apreciación del dólar, a corto plazo no se puede descartar que tras un episodio tan intenso y rápido, el movimiento se revierta en alguna medida por una mera toma de beneficios por parte de los inversores.

La perspectiva de normalización de la política monetaria en Estados Unidos apoya la apreciación del dólar.

Nuevo impulso alcista en los mercados de renta fija corporativa

Tras varios meses de consolidación, los mercados de renta fija privada retomaron en diciembre la senda alcista. Los diferenciales de crédito se redujeron para situarse por debajo de los umbrales existentes cuando se produjo la quiebra de Lehman Brothers y se estaba acercando a los niveles previos a la quiebra de Bear Stearns. El anuncio por parte de los bancos centrales del inicio de la retirada de las medidas

Vuelven las subidas a los mercados de renta fija corporativa.

La recuperación económica es el factor determinante.

temporales de apoyo a la liquidez y al crédito no ha tenido un impacto significativo en el tono positivo de este mercado. Así mismo, las tensiones en los mercados de deuda pública de Dubai, Grecia o –en menor medida– Portugal tampoco están influyendo negativamente.

El factor determinante del buen momento que atraviesan los mercados de renta fija privada es la recuperación económica que, en mayor o menor medida, se va extendiendo a todas las regiones geográficas y a casi todos los sectores económicos. Este hecho se refleja en la mejora generalizada de la calificación de la deuda de las empresas por parte de las agencias de *rating*, al contrario de lo que viene ocurriendo últimamente con la deuda pública de algunos países. Este proceso muestra una evolución muy positiva en Estados Unidos, mientras que en la eurozona y el Sudeste asiático la mejoría todavía se encuentra en una fase inicial.

El tono positivo de los índices ha venido acompañado por un crecimiento constante del volumen de emisiones de deuda corporativa, que sigue alcanzando nuevos máximos.

La expansión del mercado de renta fija privada obedece a una tendencia que se apoya en varios factores. Primero, los bancos se han visto abocados a contener sus posiciones de riesgo para cumplir con los nuevos, y más exigentes, coeficientes de capital. Segundo, las empresas, después de la grave carestía del crédito que han padecido, han decidido acudir a los mercados de capitales, en ocasiones con carácter preventivo o experimental. De esta forma relegan la financiación bancaria a un segundo plano, a la vez que diversifican las fuentes de financiación y extienden los plazos de vencimiento. Tercero, numerosos inversores finales tanto institucionales como particulares, que cuentan con elevados niveles de liquidez, encuentran en este mercado una inversión con una relación rentabilidad-riesgo muy razonable.

En resumen, la demanda de activos de renta fija privada mantiene un crecimien-

PROSIGUE LA REDUCCIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE CRÉDITO

Spreads de crédito en la eurozona



FUENTE: Bloomberg.

to estable y es previsible que esta tendencia continúe en el futuro. Los inversores privados e institucionales mantienen todavía una elevada liquidez y, debido a la falta de rendimiento de otras inversiones (como los activos monetarios y la deuda pública), es probable que continúe el flujo hacia mercados con mayor rentabilidad y riesgo. En este contexto, es muy probable que los diferenciales de crédito de la deuda corporativa sigan reduciéndose, si bien de manera moderada dado el recorrido que ya ha tenido lugar, y lógicamente con la posibilidad de correcciones temporales.

Finalmente, 2009 ha sido un año bueno en bolsa

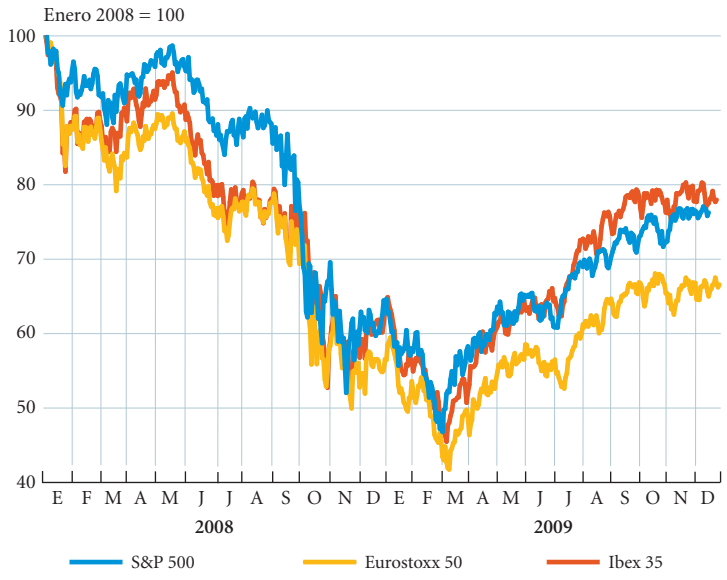
El año 2009, que comenzó dominado por un escenario de riesgos y de pérdidas empresariales, finalizó positivamente, con una revalorización media bursátil superior al 15%. Los principales avances de la bolsa, a nivel global, se concentraron entre marzo y octubre, con una notable ralentización del ritmo de las subidas en la recta final del año. La evolución de las bolsas en diciembre fue dispar, dependiendo del área económica correspondiente. Mientras en los países desarrollados los índices se resistieron a romper los máximos alcanzados en el mes anterior, en las economías emergentes el incipiente giro de las políticas monetarias, hacia un escenario de subida de tipos, supuso el freno en el ritmo de revalorización.

Conviene puntualizar que, a pesar de que los mercados de renta variable en Estados Unidos y en la eurozona se mostraron poco proclives a alcanzar cotas superiores, en ambos casos, los inversores acudieron satisfactoriamente a las ampliaciones de capital realizadas por las compañías, en especial a las realizadas por los bancos norteamericanos con el fin de lograr financiación para devolver la ayuda recibida del Tesoro americano a través del TARP.

El balance anual de las bolsas es positivo, aunque el ritmo de las subidas se ralentiza.

EL RITMO DE SUBIDA DE LAS BOLSAS SE ESTABILIZA

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

Los mercados bursátiles cotizan la mejora de las perspectivas de crecimiento económico.

En la evolución de las bolsas en diciembre existen dos hechos que merecen ser resaltados. El primero es el relevo que parece haber tenido lugar entre los factores que impulsan las cotizaciones. Hasta hace unas semanas, el aspecto que primaba en los mercados era la abundancia de liquidez, puesto que esta situación minimizaba los riesgos de crédito. Tras conocerse los detalles de las estrategias de salida del BCE y de la Fed, los inversores han comenzado a dar prioridad al aspecto puramente económico: las expectativas de crecimiento del PIB y de los beneficios. Ésta es la variable principal que ha permitido que las bolsas consolidasen las ganancias en la recta final de 2009.

El tipo del cambio del dólar y el S&P 500 se mueven a la par.

El segundo hecho relevante fue la ruptura de la correlación negativa entre la cotización del dólar y la bolsa norteamericana. Históricamente se ha producido una elevada correlación negativa entre la evolución del dólar y el S&P 500, es decir, la bolsa sube cuando el dólar se debilita, y viceversa. En diciembre esta correspondencia se hizo positiva, hecho que no se producía desde el periodo 1997-2000.

Adicionalmente, vale la pena mencionar la incidencia de una serie de factores que despertaron dudas en los inversores, pero que acabaron siendo pasajeras, lo que viene a mostrar que los fundamentos del mercado se han fortalecido. Por un lado, la petición de moratoria por parte de Dubai World –*holding* inmobiliario propiedad del Estado de Dubai– en el pago de su deuda, que asciende a 60.000 millones de dólares. Esta noticia reavivó las dudas acerca de la posibilidad de una nueva quiebra empresarial que afectaría seriamente a los balances de muchos bancos internacionales. Por otro lado, la revi-

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

17-12-2009

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
Dow Jones	*10.352,9*	*–0,8*	*18,0*	*17,3*
Standard & Poor's	*1.100,4*	*–0,9*	*21,8*	*21,7*
Nasdaq	*2.185,7*	*–0,8*	*38,6*	*38,4*
Tokio	10.163,8	4,5	14,7	18,0
Londres	5.233,4	–2,1	18,0	21,0
Zona del euro	2.889,6	–0,6	18,1	18,2
Francfort	*5.850,6*	*1,2*	*21,6*	*24,3*
París	*3.830,0*	*0,0*	*19,0*	*18,1*
Amsterdam	*326,3*	*1,6*	*32,7*	*31,7*
Milán	*22.653,8*	*–3,1*	*16,4*	*17,1*
Madrid	*11.671,3*	*–2,4*	*26,9*	*26,9*
Zurich	6.483,3	1,7	17,1	16,9
Hong Kong	21.347,6	–6,8	48,4	38,1
Buenos Aires	2.202,0	–3,5	104,0	91,8
São Paulo	67.697,3	0,4	80,3	69,5

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.

sión a la baja realizada por la agencia de *rating* Standard & Poor's a la deuda emitida por algunos gobiernos de la Unión Europea.

En líneas generales, todo parece indicar que, una vez se tienen en cuenta todos los factores mencionados, la renta variable se presenta como una alternativa de inversión atractiva, al igual que la renta fija corporativa, donde en el medio plazo el potencial de revalorización todavía puede presentar un margen interesante. Sin embargo, en el corto plazo hay que mantener la cautela, ya que no se puede descartar la aparición de riesgos asociados a la retirada de liquidez. Tampoco se pueden descartar aquellos aspectos que limiten el ritmo de recuperación del crecimiento económico y que, por tanto, se traduzcan en ajustes a la baja en el potencial de los índices bursátiles.

Perspectivas bursátiles: vigilando la cartera

Al cierre del ejercicio bursátil 2009 el clima entre los inversores era radicalmente distinto al de doce meses atrás. El temor a un colapso financiero total, a la depresión y a la deflación fue desapareciendo conforme avanzaba el año, impulsando unas revalorizaciones que, consideradas desde los mínimos de marzo, no merecen otro calificativo que el de extraordinarias (redondeando, un 80% para el Ibex 35 español, un 60% para los índices S&P 500 de Estados Unidos y Eurostoxx 50 de la eurozona, un 40% para el Nikkei japonés, y un 70% para el MSCI-Emergentes).

Con las miras puestas en el nuevo año, el reto es tratar de identificar qué elementos podrían incidir decisivamente en los mercados de renta variable y qué perspectivas se presentan. Pero, como paso previo, es conveniente poner en un contexto temporal más amplio la trayectoria que han recorrido los mercados y hacer balance de algunos indicadores básicos de la situación actual. Esta información invita, prudentemente, a moderar el sentimiento de euforia que las espectaculares cifras antes reseñadas podrían generar.

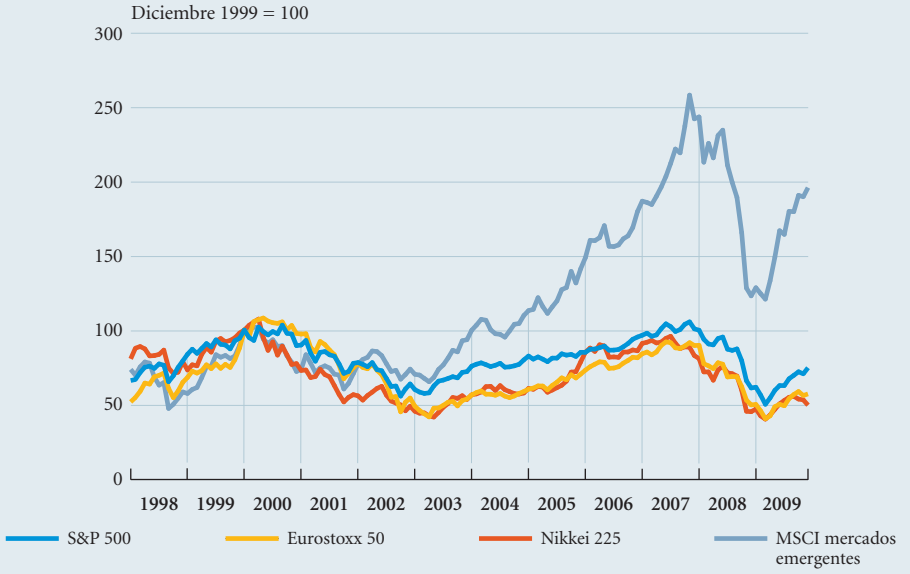
El gráfico siguiente ilustra que para los principales índices bursátiles internacionales, las alzas de 2009 sólo han servido para recuperar parte de las pérdidas encajadas en la segunda mitad de 2007 y 2008. Es más, los índices S&P 500, Eurostoxx 50 e Ibex 35 cerraron 2009 por debajo de los niveles de 1999, consumando así una «década perdida» para el inversor bursátil.(1) En el caso del Nikkei, ¡la cotización al finalizar el año era la misma que en 1984!, evidenciando unas condiciones particularmente adversas en esta bolsa. El contrapunto está en los mercados de países emergentes que, sin sustraerse a etapas de caídas, han acumulado notables ganancias en los últimos diez años.

Este extenso periodo de pobre comportamiento de las bolsas occidentales suscita la pregunta de si éstas se encuentran ahora en una situación especialmente atractiva para el inversor orientado al largo plazo. Es preciso destacar que la interpretación de indicadores de valoración basados en ratios del tipo «precio/beneficios» (PER) es especialmente problemática en periodos de inestabilidad macroeconómica como el actual, con el factor añadido de la incertidumbre que rodea a la transformación estructural del sector financiero, de elevada pondera-

(1) Los tres índices mencionados excluyen el cómputo de los dividendos que, sin embargo, contribuyen a la rentabilidad total de la inversión.

LA BOLSA RECUPERA PARTE DE LAS PÉRDIDAS DE 2007 Y 2008

Evolución de algunos índices de bolsa



FUENTE: Bloomberg.

ción en los índices bursátiles de referencia. En cualquier caso, los gráficos siguientes muestran que al finalizar 2009 las cifras del PER ajustado al ciclo[2] sugieren una situación de correcta valoración en Estados Unidos (lo que tal vez cause cierta decepción) y de modesta infravaloración en la eurozona, lecturas por lo tanto equilibradas respecto a los extremos de finales de 1999 (sobrevaloración) y de marzo de 2009 (infravaloración).

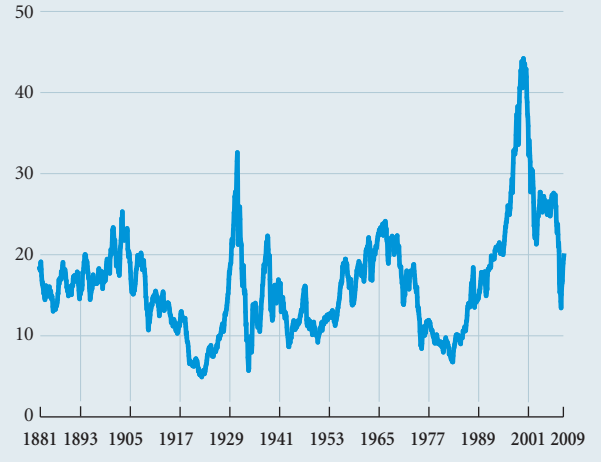
Con este punto de partida, y bajo el escenario más probable de progresiva recuperación económica y ausencia de tensiones financieras sostenidas, el comportamiento de esos dos índices podría razonablemente acercarse a la previsión actual del colectivo de analistas bursátiles: revalorización del orden de 10% para el S&P 500 y del 15% para el Eurostoxx 50. Éstas son unas cifras algo sesgadas hacia el optimismo pero aun así muy inferiores a las ganancias de los últimos nueve meses. Y lo que es más importante, proyectadas en un contexto en el que todavía son muy elevados los riesgos que planean sobre la renta variable, ya sea por recaída de la actividad económica o por repuntes en la inflación y los tipos de interés.

Lógicamente, el potencial de revalorización (y el riesgo incurrido) es diferente para cada elección de cartera según criterios como el geográfico, el sectorial o el estilo inversor (por ejemplo, el tamaño de las empresas). De hecho, en contextos macroeconómicos dominados por la incertidumbre, como ocurre en el actual periodo post-crisis financiera, la dispersión o divergencia de retornos en función de dicha elección tiende a aumentar.[3] Ya durante los meses finales de 2009 hubo muestras de ello, y muy probablemente continúe por algún tiempo. Resulta, por lo tanto, conveniente examinar algunos elementos importantes en el momento de realizar la selección de cartera de cara a 2010.

(2) PER utilizando como medida de «beneficios» el promedio de los mismos durante los últimos diez años.
(3) Véase por ejemplo: Nicholas Bloom, *The Impact of Uncertainty Shocks*, Econometrica, May 2009.

LA BOLSA DE ESTADOS UNIDOS NO PARECE BARATA

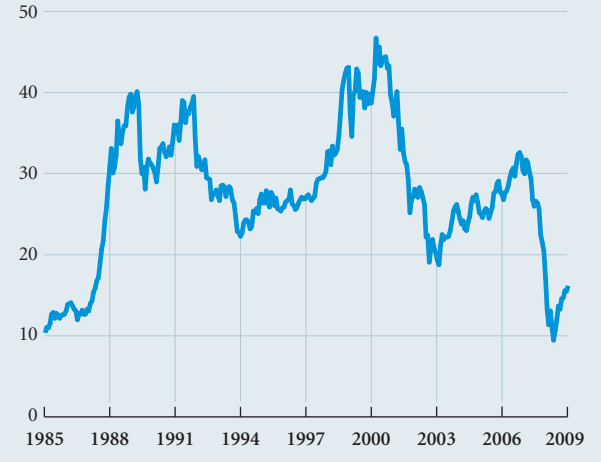
Ratio PER ajustado al ciclo del S&P 500



FUENTE: R. Shiller.

LA VALORACIÓN ES ALGO MÁS ATRACTIVA EN LA EUROZONA

Ratio PER ajustado al ciclo bolsa de la eurozona



FUENTES: Datastream y elaboración propia.

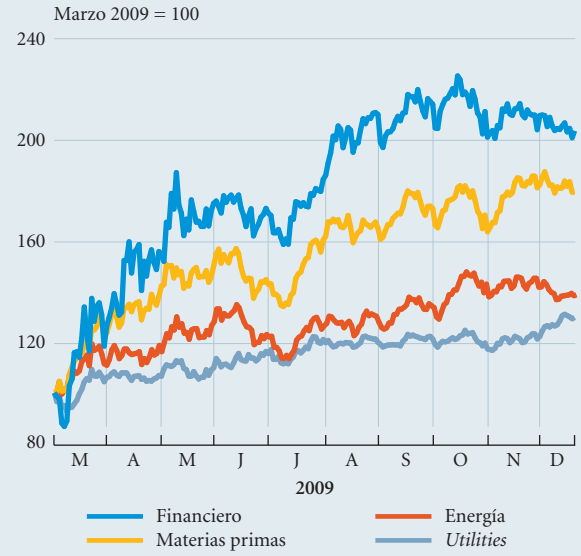
Respecto al criterio geográfico, la disyuntiva básica se sigue presentando entre países desarrollados y emergentes. El fenómeno de la globalización supuso un estímulo para el crecimiento del PIB mundial durante los años de bonanza económica, pero también ha actuado como vía de transmisión de riesgos sistémicos. Gracias a que cada país ha mantenido unas características económicas propias vinculadas a su grado y modelo de desarrollo, el impacto de la crisis económica y financiera no ha tenido el mismo efecto en todos los países. Estas diferencias, a su vez, están siendo cruciales a la hora de salir de la recesión. Las economías emergentes, y en concreto las de los BRIC (Brasil, Rusia, India y China), han mostrado un nivel de deterioro inferior ante la crisis económica mundial, y así mismo una capacidad de recuperación de la actividad superior a la de los bloques norteamericano y europeo. Adicionalmente, las previsiones apuntan a que estas economías serán las que liderarán el proceso de crecimiento durante los próximos años. Estos aspectos son los que han primado en los mercados bursátiles el último año, provocando en la mayoría de los índices de las economías emergentes avances superiores a los que se han producido en los de países desarrollados. Previsiblemente, esta pauta se mantendrá a lo largo de 2010.

Otro elemento destacado en el reciente proceso de revalorización de la renta variable es la dispar evolución sectorial. El giro de las estimaciones del consenso de los analistas hacia un escenario de lenta recuperación de los márgenes empresariales, así como la estabilización de los datos económicos, propiciaron una revalorización sectorial desacompasada. Un ejemplo claro es el que se aprecia en el análisis sectorial del S&P 500, donde destacan (véase el gráfico izquierdo de la página siguiente) las recuperaciones a lo largo de 2009 del sector financiero, beneficiado por la actuación de los bancos centrales, y de otra, los cíclicos, como materias primas y tecnología de la información, estrechamente ligados al momento del ciclo económico. De cara a 2010, y con carácter genérico, es previsible que los sectores que lideraron la recuperación den paso a otras alternativas sectoriales y temáticas. Tras las notables subidas que ya han tenido lugar en las cotizaciones, y a la vista de los riesgos globales todavía existentes, una opción que probablemente ganará adeptos es la búsqueda de tasas de retorno más seguras vía dividendos, a través en particular de sectores defensivos (por ejemplo, energía y *utilities*).

En tercer lugar, la elección según el criterio del tamaño de las compañías puede resultar especialmente trascendente en mercados bursátiles como el español. Como se observa en el siguiente gráfico derecho, desde el inicio de la crisis el comportamiento del Ibex 35 (compuesto por las compañías de mayor tamaño y liquidez bursátil) ha sido manifiestamente superior al del índice Ibex Small Cap (integrado por las empresas más pequeñas de la bolsa). Aparte del factor tamaño en sentido puro (con sus consideraciones relativas a la calidad y seguridad de las compañías), la divergencia entre estos dos índices recoge de hecho otros efectos incluso más poderosos. Uno especialmente destacado es el grado de exposición a la demanda internacional[4] (es decir, el porcentaje de la facturación y/o los beneficios que se obtiene en el exterior), que es muy superior en el Ibex 35. El relativo retraso y debilidad de la recuperación de la economía española está detrás de esta pauta, y no sería extraño que se mantenga por algún tiempo. Pero conviene prestar vigilancia a lo largo de 2010 a un probable cambio de fuerzas, conforme los inversores empiecen a vislumbrar la reactivación económica española y la descuenten en las cotizaciones.

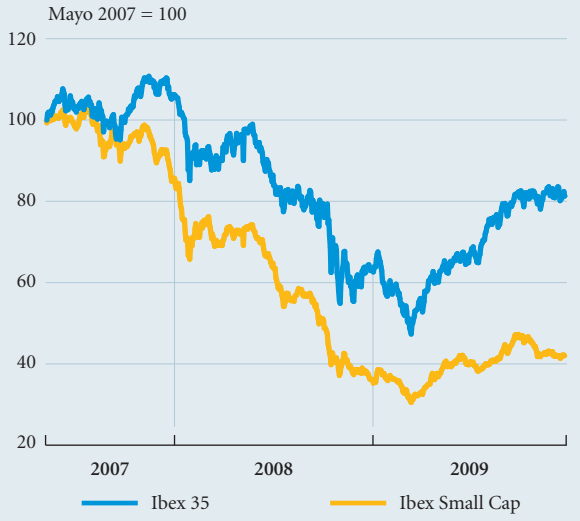
NOTABLES DIFERENCIAS SECTORIALES

Comportamiento bursátil de algunos sectores del S&P 500



LA EXPOSICIÓN INTERNACIONAL ES CLAVE

Índices de renta variable española



FUENTE: EcoWin.

(4) Otro es la ponderación del sector financiero, muy superior en el Ibex 35.

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

Actividad económica

La contracción se modera

Los indicadores económicos disponibles referentes al cuarto trimestre de 2009 apuntan a que continúa la tendencia a una progresiva moderación del retroceso económico. Tanto el consumo como la inversión dan muestras de una mejora, aunque el tono general sigue teniendo un tinte negativo. Así, hemos modificado la previsión de un descenso interanual del producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre desde el 3,4% al 3,1%. De esta forma, la caída anual del PIB en 2009 se reduciría en una décima respecto a la anterior proyección hasta el 3,6%.

Mejora la previsión de crecimiento del cuarto trimestre de 2009.

En este contexto, tienen interés los datos de la Central de Balances Trimestral del Banco de España, que arrojan luz sobre la situación de las empresas, pues sólo cuando mejore significativamente se podrá empezar a crear empleo neto. Según los resultados del tercer trimestre de 2009, el valor añadido bruto acumulado generado por las empresas no financieras de la muestra, que se obtiene deduciendo los consumos intermedios del valor de la producción, cayó el 13,1% en relación con el mismo periodo del año anterior y la contracción se generalizó a todos los sectores. No obstante, se observa una cierta moderación en el ritmo del retroceso.

Los gastos de personal disminuyeron el 1,1% en los tres primeros trimestres de 2009 en términos interanuales. Esto fue debido tanto a un menor aumento salarial como a la caída del empleo. A pesar

Los resultados empresariales continúan deteriorándose.

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

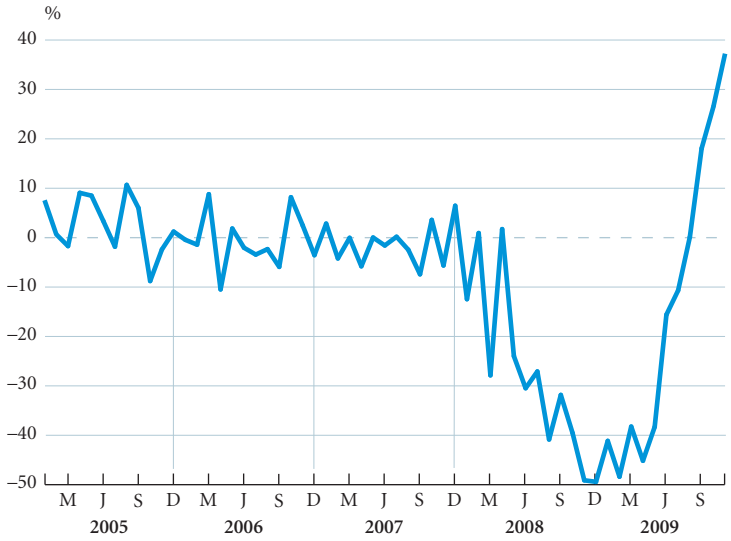
Tasas de variación anual

	2008	Trimestres I a III	
		2008	2009
Valor de la producción	0,3	7,3	–17,8
Consumos intermedios	1,9	10,6	–20,3
Valor añadido bruto (VAB)	**–2,9**	**1,5**	**–13,1**
Gastos de personal	3,2	4,7	–1,1
Resultado económico bruto de explotación	**–9,4**	**–0,8**	**–22,0**
Ingresos financieros	12,6	18,0	–10,6
Gastos financieros	15,8	19,8	–28,6
Amortizaciones y provisiones	16,2	–2,8	–2,4
Resultado ordinario neto	**–22,1**	**–1,3**	**–21,8**
Resultado por enajenaciones y deterioro	–36,8	19,5	–42,4
Variaciones del valor razonable y resto de resultados	–	62,8	–31,7
Impuestos sobre beneficios	–68,9	8,8	–19,0
Resultado neto	**–48,2**	**12,7**	**–29,7**

FUENTE: Banco de España.

FUERTE IMPULSO DE LAS VENTAS DE AUTOMÓVILES POR LAS AYUDAS DIRECTAS

Variación interanual de las matriculaciones de automóviles



FUENTES: ANFAC y elaboración propia.

Las ventas minoristas desaceleran su caída...

de esta contención, los excedentes empresariales continuaron deteriorándose.

Los ingresos financieros disminuyeron a consecuencia de los tipos de interés más bajos y por menores entradas de dividendos. Los gastos financieros se redujeron en mayor medida a causa del menor endeudamiento. De esta forma, el resultado ordinario neto bajó el 21,8% en relación con el mismo periodo de 2008.

Los resultados atípicos cayeron, ya que no se produjeron las fuertes plusvalías por ventas de participaciones accionariales que tuvieron lugar en el mismo periodo de 2008. Así, el resultado neto bajó el 29,7%.

La rentabilidad ordinaria del activo neto resultó del 5,6%, 1,7 puntos menos que en el mismo periodo de 2008. El rendimiento ordinario de los recursos propios fue del 7,4%, como consecuencia del apalancamiento, pero 1,9 puntos menos que un año antes.

Volviendo a la coyuntura, las ventas minoristas prosiguieron la tendencia a la ralentización de su caída en octubre. Por su parte, las matriculaciones de automóviles se aceleraron hasta presentar un alza del 37,3% en noviembre gracias a las ayudas directas del plan promovido por el Gobierno y la mayoría de las comunidades autónomas. El indicador de confianza de los consumidores se estabilizó en octubre y noviembre en un nivel sensiblemente superior al registrado en la primera mitad del ejercicio y en 2008, pero por debajo de la media histórica.

... y la confianza de los consumidores se eleva.

En cuanto a la inversión, es destacable la sensible mejora de la matriculación de vehículos de carga, que moderó su caída hasta el 0,6% interanual en noviembre, favorecida por el Plan 2000E. Por lo referente a la inversión en construcción el consumo de cemento ralentizó su descenso hasta el 9,3% en noviembre respecto a doce meses antes.

INDICADORES DE DEMANDA

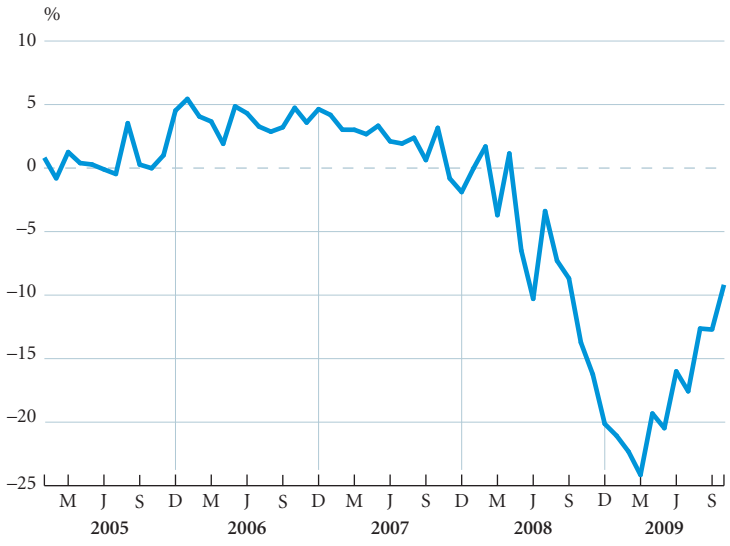
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008	2009				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	1,7	–4,7	–10,3	–12,6	–9,4	–8,6	–5,3	...
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	37,3
Crédito al consumo de bienes duraderos	10,0	3,6	–4,2	–11,9	–14,1	–10,8	–	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	–13,3	–33,8	–45,3	–44,7	–28,0	–20,7	–21,0	–21,0
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	4,6	–8,8	–20,8	–30,5	–24,7	–20,2	–12,4	...
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	–52,5	–51,9	–30,8	–19,1	–0,6
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 PRODUCCIÓN INDUSTRIAL FRENA SU DETERIORO

Variación interanual del índice general de producción industrial (*)



NOTA: (*) Filtrado de diferencias del calendario laboral.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008	2009				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Industria								
Consumo de electricidad (1)	4,4	0,6	–4,1	–7,0	–6,6	–2,1	–1,3	–3,6
Índice de producción industrial (2)	2,0	–7,3	–16,6	–22,6	–18,6	–14,6	–9,2	...
Indicador de confianza en la industria (3)	–0,3	–18,0	–32,7	–36,7	–35,5	–29,0	–24,0	–25,0
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	–9,3
Indicador de confianza en la construcción (3)	9,3	–22,6	–34,7	–36,7	–35,0	–26,3	–29,0	–20,0
Viviendas (visados obra nueva)	–24,7	–59,4	–60,2	–64,1	–62,8	–52,2	...	...
Licitación oficial	–15,0	3,0	12,4	–5,3	–8,3	–1,1	...	...
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	–3,1
Ingresos turismo	3,3	–0,4	–8,0	–14,3	–8,0	–9,0	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	–3,7	–7,7	–23,0	–34,1	–34,9	–32,4	–19,8	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,0	–3,0	–12,7	–18,2	–8,7	–5,2	–2,7	–0,8
Consumo de gasóleo automoción	5,1	–3,8	–7,7	–10,3	–5,1	–3,0	...	...

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.

Repunte de la utilización de la capacidad productiva.

Desde la óptica de la oferta, la industria frenó su deterioro en octubre. La utilización de la capacidad productiva repuntó ligeramente. Las perspectivas del sector secundario son menos sombrías que hace unos meses, pero siguen lastradas por la baja demanda y por los problemas de competitividad acumulados, agravados por la apreciación del euro.

Prosigue la atonía en el sector inmobiliario. Según datos del Ministerio de Vivienda, el precio medio del suelo urbano bajó el 7,5% en el tercer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior. Las compraventas de viviendas nuevas flojearon en octubre. No obstante, el indicador de confianza en la construcción mejoró en noviembre, si bien se hallaba sensiblemente por debajo del promedio histórico.

Respecto a los servicios, la recuperación de los mercados emisores se ha traducido en un freno al retroceso en el sector turístico. El sector del transporte también parece aminorar la retracción de la actividad.

En otro orden de cosas, el Gobierno aprobó el anteproyecto de Ley de Economía

Sostenible, que pretende impulsar el cambio de modelo económico de España durante la próxima década. Incluye un fondo de 20.000 millones de euros de financiación al sector privado en proyectos de I+D, internacionalización de la empresa, ahorro y eficiencia energética y desarrollo de servicios sociosanitarios. El Instituto de Crédito Oficial aportará 10.000 millones y las entidades de crédito podrán financiar hasta el 50% de los proyectos de sostenibilidad.

La nueva ley incluye la reforma de los organismos reguladores, la mejora de la supervisión del sector financiero, la reforma de la contratación pública, la simplificación administrativa, la reducción de la morosidad de las administraciones públicas y un conjunto de medidas fiscales, entre las cuales sobresalen la mejora del trato fiscal al alquiler de viviendas y de la rehabilitación de inmuebles.

Nueva Ley de Economía Sostenible.

En este entorno, las perspectivas para 2010 son de una continuación de la tendencia a la mejora económica, de modo que en la segunda mitad del año ya se podría registrar un crecimiento económico interanual positivo. Esta recuperación vendrá de la mano no sólo de la aportación del sector exterior, sino del relanzamiento del consumo. Por su parte, la inversión seguirá aminorando el ritmo de deterioro.

Perspectivas de mejora del crecimiento económico.

Mercado de trabajo

Se frena la destrucción de empleo

Se retoma la senda de mejora de la ocupación.

Después de dos meses en que se aceleró la caída de la ocupación, en noviembre se retomó la senda de mejora. En este mes el número de afiliados en alta a la Seguridad Social se cifró en 17.847.669 en media mensual. Esta cantidad supuso un descenso mensual de 61.276 personas, pero que se compara favorablemente con una caída de 197.087 en noviembre de 2008.

Con todo, en los últimos doce meses el número de afiliados a la Seguridad Social bajó el 4,7%, una reducción menor que la anotada en los meses anteriores. La mayoría de regímenes registraron decrementos anuales de su afiliación. No obstante, el sistema especial para los trabajadores por cuenta propia agrarios y el régimen de los trabajadores del hogar aumentaron sus afiliados en el último año en un 7,4% y un 1,1%, respectivamente.

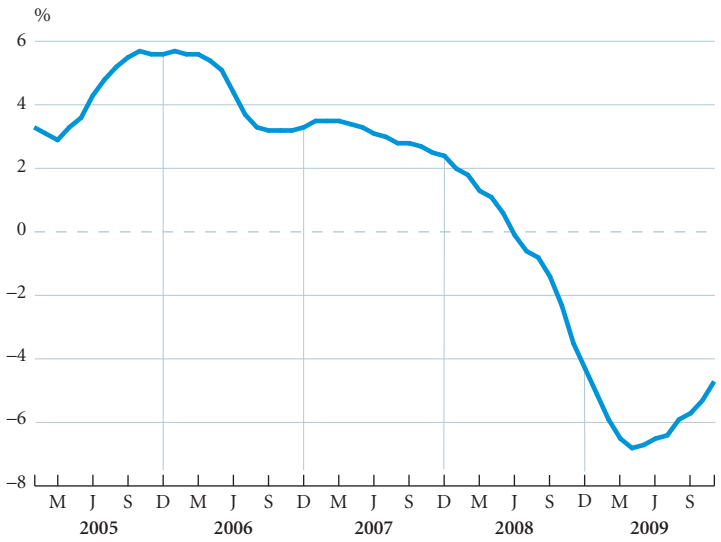
En noviembre, el subsector que crea más empleo es la educación.

En noviembre, el subsector que creó más empleo fue la educación, con un incremento anual del 3,3%, pero otras ramas como las actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales, la administración pública, la información y comunicaciones, electricidad y gas, las actividades sanitarias y servicios sociales y las actividades profesionales científicas y técnicas también crecieron.

En los últimos doce meses, aparte del sector agrario, que elevó su afiliación el 3,9%, los únicos subsectores que anotaron crecimientos fueron algunas ramas de los servicios como las actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales, la sanidad y servicios sociales, la

MODERACIÓN DE LA CAÍDA DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación interanual de la media mensual de afiliados en alta a la Seguridad Social



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

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008	2009				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Afiliados a la Seguridad Social (1)								
Sectores de actividad								
Industria	*2,4*	*–2,1*	*–5,6*	*–9,3*	*–11,5*	*–11,5*	*–10,8*	*–10,0*
Construcción	*3,6*	*–10,3*	*–19,5*	*–25,2*	*–25,4*	*–22,0*	*–20,1*	*–18,6*
Servicios	*3,5*	*1,7*	*–0,2*	*–2,1*	*–3,1*	*–3,0*	*–2,6*	*–2,1*
Situación profesional								
Asalariados	*3,1*	*–0,7*	*–3,7*	*–6,3*	*–7,0*	*–6,2*	*–5,4*	*–4,6*
No asalariados	*2,8*	*0,4*	*–1,9*	*–3,9*	*–5,0*	*–5,3*	*–5,1*	*–5,0*
Total	**3,0**	**–0,5**	**–3,4**	**–5,9**	**–6,7**	**–6,0**	**–5,3**	**–4,7**
Población ocupada (2)	**3,1**	**–0,5**	**–3,0**	**–6,4**	**–7,2**	**–7,3**	–	–
Puestos de trabajo (3)	**2,8**	**–0,6**	**–3,2**	**–6,3**	**–7,2**	**–7,2**	–	–
Contratos registrados (4)								
Indefinidos	2,0	–14,3	–26,0	–35,4	–35,3	–28,6	–29,8	–16,8
Temporales	0,3	–10,4	–17,9	–23,9	–17,8	–9,4	–12,3	6,1
Total	**0,5**	**–10,9**	**–18,9**	**–25,4**	**–19,9**	**–11,4**	**–14,3**	**3,6**

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.
(2) Estimación de la encuesta de población activa.
(3) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.
(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

administración pública, el servicio doméstico y la educación. Los mayores descensos interanuales se registraron en la construcción, el 18,6%, y en la industria manufacturera, el 10,5%.

La afiliación cayó en el mes tanto entre los hombres como entre las mujeres, pero más marcadamente entre los primeros. De esta forma, la proporción del género femenino en el total siguió aumentando hasta anotar un récord del 44,4%. En los últimos doce meses se registró la misma tónica, con un descenso del 2,4% de las féminas y el 6,4% de los hombres, que tienen más representación en los sectores más castigados por la crisis económica. Esta misma razón influyó en que el número de afiliados con nacionalidad extranjera sufriese una mayor bajada anual, el 6,6%, que los afiliados españoles, el 4,4%.

La moderación de la recesión se tradujo en un aumento interanual del número de contratos registrados en noviembre, del 3,6%, la primera alza en diecinueve meses. Este incremento fue debido a una subida anual del 6,1% de los contratos temporales, ya que los indefinidos bajaron el 16,8%.

Las perspectivas para el empleo en los próximos meses son de una continuación de la mejora gradual. Con todo, probablemente la ocupación no volverá a crecer hasta que el producto interior bruto no registre incrementos significativos.

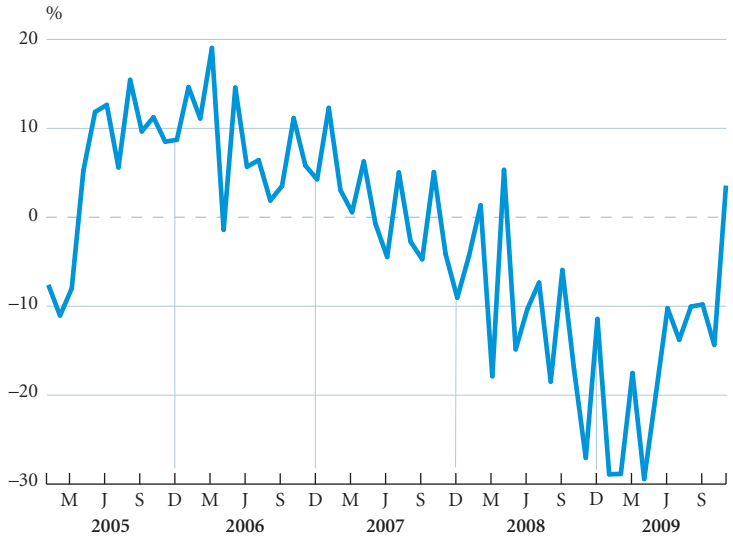
A principios de diciembre el Gobierno anunció su intención de promover reformas en el ámbito del mercado de trabajo dentro del marco del diálogo social que incluirían: el fomento del uso de la reducción de la jornada como instrumento de ajuste temporal del empleo; cambios

Récord de la participación femenina en la afiliación a la Seguridad Social del 44,4%.

Los contratos temporales muestran un buen tono.

SEÑALES DE DINAMISMO EN EL MERCADO DE TRABAJO

Variación interanual del número de contratos registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal



FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

Perspectiva de reformas en el ámbito laboral.

en el sistema de negociación colectiva para mejorar la flexibilidad interna de las empresas; la revisión de la política de bonificaciones a la contratación; medidas para reducir la tasa de temporalidad y la introducción de incentivos eficaces para la prolongación de la vida laboral.

Menor paro registrado que el esperado en noviembre

En concordancia con la destrucción de ocupación en noviembre, las filas de los parados registrados se incrementaron en 60.593 personas hasta 3.868.946. No obstante, el aumento mensual fue inferior al que se esperaba y sensiblemente por debajo del anotado un año antes, lo que ilustra la deceleración del desempleo. En términos interanuales, el paro registrado continuó moderándose hasta presentar una tasa de variación del 29,4%.

La tasa de cobertura del desempleo sube hasta el 75,3%.

Según datos de Eurostat la tasa de paro siguió elevándose en octubre hasta el 19,3% en términos homogeneizados. De esta manera, la tasa de paro española era más del doble que la media europea y se colocaba en segundo lugar, sólo detrás de Letonia.

La escalada del desempleo ha comportado la expansión de los gastos de protección por desempleo. En octubre ascendieron a 2.664 millones de euros, con un incremento anual del 33,0%. La tasa de cobertura subió hasta el 75,3%. Por otro lado, los beneficiarios extranjeros suponían el 73,2% del total de demandantes de empleo extranjeros.

Modesta ralentización de los costes laborales

Las estadísticas de la encuesta trimestral de coste laboral del periodo julio-septiembre registran la continuación de la tendencia a la moderación de los costes laborales de las empresas. No obstante, la desaceleración se puede calificar de escasa teniendo en cuenta la desinflación de los precios y la escalada del paro. El coste

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

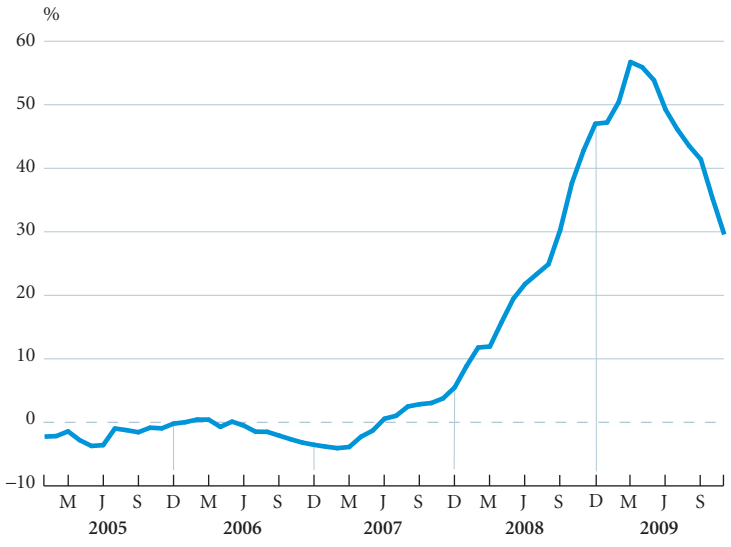
Noviembre 2009

	Parados	Variación sobre diciembre 2008		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	110.067	34.056	44,8	33.842	44,4	2,8
Industria	497.325	83.900	20,3	112.230	29,1	12,9
Construcción	726.788	69.352	10,5	143.031	24,5	18,8
Servicios	2.240.863	450.588	25,2	497.693	28,6	57,9
Primer empleo	293.903	102.087	53,2	92.881	46,2	7,6
Por sexos						
Hombres	1.940.401	363.934	23,1	492.621	34,0	50,2
Mujeres	1.928.545	376.049	24,2	387.056	25,1	49,8
Por edades						
Menores de 25 años	464.339	79.209	20,6	79.147	20,5	12,0
Resto de edades	3.404.607	660.774	24,1	800.530	30,7	88,0
TOTAL	**3.868.946**	**739.983**	**23,6**	**879.677**	**29,4**	**100,0**

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

EL AUMENTO DEL PARO REGISTRADO SE RALENTIZA

Variación interanual del número total de parados registrados



FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

laboral medio de las empresas se situó en 2.429 euros al mes, con un aumento del 3,3% en relación con el mismo periodo del año anterior.

Los costes salariales se cifraron en 1.776 euros en promedio, con un incremento interanual del 3,1%. El salario ordinario, excluyendo a los pagos extraordinarios y

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008		2009		
			III	IV	I	II	III
Incremento pactado en convenios (*)	**3,1**	**3,6**	**3,5**	**3,6**	**2,7**	**2,7**	**2,6**
Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)	**4,5**	**6,1**	**6,2**	**6,0**	**4,5**	**4,7**	**3,9**
Encuesta trimestral de coste laboral							
Costes salariales							
Total	4,0	5,1	5,3	4,8	2,9	4,1	3,1
Industria	*3,4*	*4,8*	*4,5*	*4,5*	*1,2*	*2,5*	*2,0*
Construcción	*4,6*	*6,3*	*6,1*	*6,6*	*4,5*	*5,8*	*4,8*
Servicios	*4,2*	*5,0*	*5,4*	*4,7*	*3,0*	*4,3*	*3,2*
Ganancia media por hora trabajada	4,5	4,9	6,0	2,7	2,4	9,8	3,9
Otros costes laborales	4,1	4,1	3,5	5,8	7,8	3,6	3,9
Jornada laboral (***)	–0,5	0,1	–0,6	2,0	0,4	–5,1	–0,8
Jornales agrarios	**3,1**	**5,1**	**6,1**	**4,5**	**3,2**	**4,0**	**0,3**
Coste laboral en la construcción	**2,4**	**5,7**	**7,6**	**7,9**	**7,5**	**4,3**	**3,7**

NOTAS: (*) No incluye cláusulas de revisión salarial. Datos acumulados.
(**) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.
(***) Horas efectivas por trabajador y mes.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

La construcción anota los mayores aumentos en los costes laborales.

atrasados, fue de 1.622 euros por trabajador y mes, un 3,0% más que en el tercer trimestre de 2008. Los costes no salariales subieron el 3,9% interanual. Las cotizaciones obligatorias a la Seguridad Social, su principal componente, se elevaron el 2,8%. Las percepciones no salariales ascendieron el 12,0% debido a la subida de las indemnizaciones por despido y de las prestaciones sociales pagadas por el empleador.

La construcción fue el sector que anotó los mayores incrementos, tanto del coste laboral total como de los salarios ordinarios y de los costes de despido e indemnizaciones por fin de contrato. La industria registró el menor crecimiento del coste salarial, del 2,0%, a causa mayormente del alto número de expedientes de regulación de empleo que tuvieron lugar en el sector.

El coste laboral por hora efectiva trabajada resultó de 19,55 euros, con un incremento interanual del 4,2%, sensiblemente mayor que en la Unión Europea. Este aumento, más elevado que el del coste por trabajador es debido a un decremento del 0,8% del número de horas efectivas de trabajo.

La ganancia media por trabajador y mes, del 3,1%, fue notablemente superior a la inflación del periodo. De este modo, el poder adquisitivo de los trabajadores aumentó el 4,2% en términos anuales y reales, 6 décimas más que en el trimestre anterior.

Otros indicadores salariales, como el incremento pactado en los convenios o el coste laboral en la construcción también muestran una senda de deceleración en el tercer trimestre. Sin embargo, igualmente es muy moderada, a excepción de los jornales agrarios, que anotaron un ascenso anual del 0,3%, 3,7 puntos menos que en el trimestre anterior.

Precios

La inflación vuelve a ser positiva

Después de ocho meses de registrarse tasas de variación interanual negativas, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó el 0,3% en el mes de noviembre de 2009 en relación con el mismo mes del año anterior. Así, esta tasa interanual se elevó en un punto respecto al mes precedente. De esta forma, se hicieron buenos los pronósticos de que la inflación volvería a ser positiva hacia el final del ejercicio.

El giro alcista de la inflación en los últimos meses estuvo impulsado por el componente energético. En concreto, los carburantes y los combustibles contribuyeron con 9 décimas al incremento de la tasa de variación interanual del IPC en noviembre. Esto se debió a que en ese mes subieron el 2,6% frente a un descenso doce meses antes.

El giro alcista de los precios es impulsado por los carburantes y combustibles.

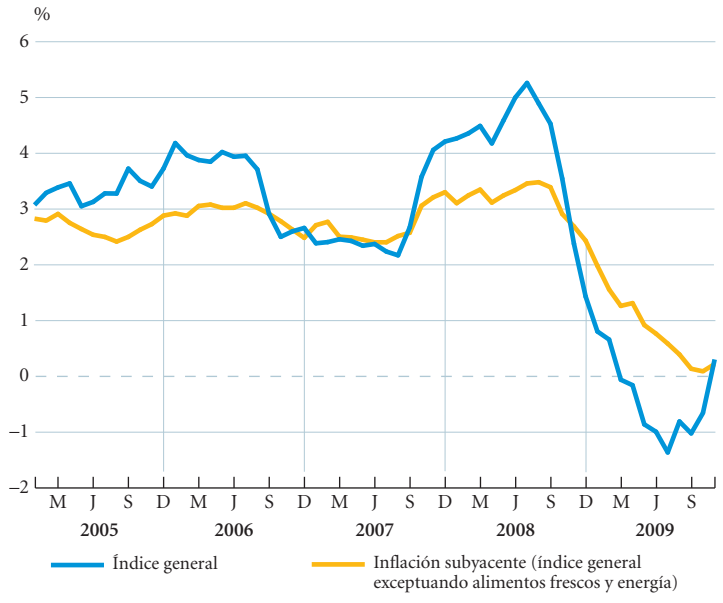
En cambio, la aportación del otro componente volátil del IPC, los alimentos frescos, fue marginalmente negativa. Su tasa de variación interanual disminuyó una décima y media, y anotó una caída del 2,7%. De hecho, las subidas de algunos alimentos, como la carne de porcino y el pescado, fueron contrarrestadas por bajadas de otros, como la carne de ovino, el pollo y las frutas frescas.

El núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye a los alimentos no elaborados y a los productos energéticos, aumentó una décima en

Los alimentos frescos retroceden suavemente.

LA INFLACIÓN GENERAL SUPERA A LA SUBYACENTE POR PRIMERA VEZ EN MÁS DE UN AÑO

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Ligero repunte de la inflación subyacente hasta el 0,2%.

noviembre y se situó en el 0,2% interanual. De esta forma, anotó un incremento por primera vez en medio año. Esta inflexión refleja en cierta medida la mejora de la coyuntura económica al moderarse la recesión.

De hecho, el ligero repunte de la inflación subyacente es atribuible a los productos industriales no energéticos. Los precios de éstos se desaceleraron, si bien presentaban un descenso interanual del 1,7%, 3 décimas menos que un mes antes. Esta ralentización fue debida mayormente al vestido y al calzado, que aportó casi una décima al incremento de la tasa interanual del IPC al remontar después de unas rebajas más intensas que las del año anterior.

Sin la subida de impuestos, la inflación estaría plana.

Por el contrario, los alimentos elaborados se aceleraron muy livianamente hasta mostrar una moderada tasa de aumento anual del 0,5%. Los ascensos de los aceites y de la leche fueron compensados en gran parte por otros decrementos, como los de los productos lácteos. Por su parte, la variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo en el 1,6%, cota mínima de las últimas décadas.

Cabe señalar que, de no haber sido por el impacto de la subida de los impuestos especiales sobre el tabaco y los hidrocarburos en el mes de junio de 2009, el nivel de precios se mantendría en el mismo nivel que un año antes. Eso se deduce de la tasa de variación anual del índice de precios de consumo armonizado a impuestos constantes, que en los meses de septiembre y de octubre presentaba 3 décimas de diferencia con el índice general armonizado.

El diferencial de inflación favorable con la eurozona se reduce a una décima.

El índice armonizado de precios de consumo con la Unión Europea aumentó el 0,4% en relación con doce meses antes, lo que supone un alza de un punto respecto a la tasa del mes anterior. De esta forma, el diferencial con la eurozona favorable a España se redujo a una décima, 8 menos que el máximo registrado en el mes de mayo.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre

	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	0,0	0,0	2,2	–2,6	3,1	–2,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	126,1	0,1	0,0	3,9	12,8	4,0	12,8
Vestido y calzado	109,3	3,4	4,5	1,8	0,4	0,8	–0,9
Vivienda	112,5	–0,2	0,3	6,4	0,8	6,6	0,3
Menaje	107,4	0,4	0,2	2,5	0,7	2,8	0,9
Medicina	97,5	0,1	0,0	0,4	–1,3	0,5	–1,4
Transporte	103,8	–4,1	1,1	–2,3	4,4	–1,5	0,9
Comunicaciones	99,3	–0,1	0,0	0,2	–0,3	0,0	–0,8
Ocio y cultura	97,3	–0,9	–0,7	–1,1	–2,5	0,3	–1,1
Enseñanza	114,4	–0,4	0,1	3,9	2,6	4,0	2,7
Hoteles, cafés y restaurantes	111,8	–0,3	–0,3	4,0	1,2	4,5	1,2
Otros	109,7	0,0	0,1	3,4	2,0	3,6	2,1
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	111,7	0,0	0,1	3,1	0,6	3,6	0,5
Alimentos sin elaboración	106,5	0,1	–0,1	1,0	–3,3	2,5	–2,7
Conjunto no alimentario	106,9	–0,6	0,7	1,8	1,2	2,1	0,5
Bienes industriales	103,6	–0,9	1,5	0,3	1,1	0,4	–0,6
Productos energéticos	*107,9*	*–6,6*	*1,9*	*–1,6*	*8,2*	*–0,5*	*1,9*
Carburantes y combustibles	*103,1*	*–8,8*	*2,6*	*–5,4*	*8,8*	*–4,0*	*0,1*
Bienes industriales sin productos energéticos	*101,8*	*1,0*	*1,4*	*0,9*	*–1,3*	*0,6*	*–1,7*
Servicios	110,4	–0,2	–0,2	3,4	1,3	4,0	1,6
Inflación subyacente (**)	107,6	0,3	0,4	2,5	0,2	2,7	0,2
ÍNDICE GENERAL	**107,8**	**–0,4**	**0,5**	**2,0**	**0,8**	**2,4**	**0,3**

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.
(**) Índice general sin energía ni alimentos no elaborados.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La caída de los precios mayoristas se modera

El descenso interanual de los precios mayoristas se continuó frenando en los últimos meses. Esto refleja la evolución de los precios de las materias primas, que después del desplome de 2008 presentan una moderada tendencia a recuperarse.

Los precios de importación ralentizaron su descenso interanual hasta el 7,2% en octubre, 2 puntos menos que en el mes precedente, a pesar de la apreciación del euro. Esta deceleración fue debida a menores caídas de los precios de la energía y de los bienes intermedios. Por el contrario, los precios de los bienes de equipo se moderaron hasta presentar una ligera alza interanual del 0,9%, y los bienes de consumo acentuaron su bajada hasta el 2,1% anual.

Por último, los precios agrarios en origen continuaron frenando su caída interanual en

Ligera recuperación de los precios agrícolas y ganaderos.

septiembre después de haberse desplomado al principio del verano. Esto se debió a los productos agrícolas y a los ganaderos como la leche, ya que el ganado de abasto intensificó su descenso hasta el 3,6% 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											
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	1,7	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	–5,9	–
Julio	–17,9	–6,7	–1,3	0,5	–7,8	–16,0	–11,4	2,0	2,3	–7,0	–
Agosto	–14,8	–5,5	–0,9	0,3	–7,7	–11,5	–9,8	0,6	2,0	–7,2	–0,4
Septiembre	–14,0	–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	–7,2	–2,1	0,9	–6,6	–

NOTAS: (*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.
(**) Excepto energía.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y elaboración propia.

Moderadas subidas de precios en España

La inflación media de los precios de consumo en 2009 será negativa por primera vez en las últimas décadas, frente al promedio del 4,1% en el año anterior. De hecho, la media esconde un marcado vaivén en el transcurso de 2009. En la primera parte del ejercicio prosiguió la desaceleración de los precios iniciada en agosto de 2008 hasta marcar la mayor caída interanual de los precios de consumo de las últimas décadas, del 1,4% en julio de 2009. Pero a partir de entonces se dibujó un giro al alza, de modo que en noviembre la inflación interanual volvió a ser positiva, del 0,3%. ¿También será negativa en 2010? No, como se discute en el resto del recuadro, pero se colocará en niveles bajos.

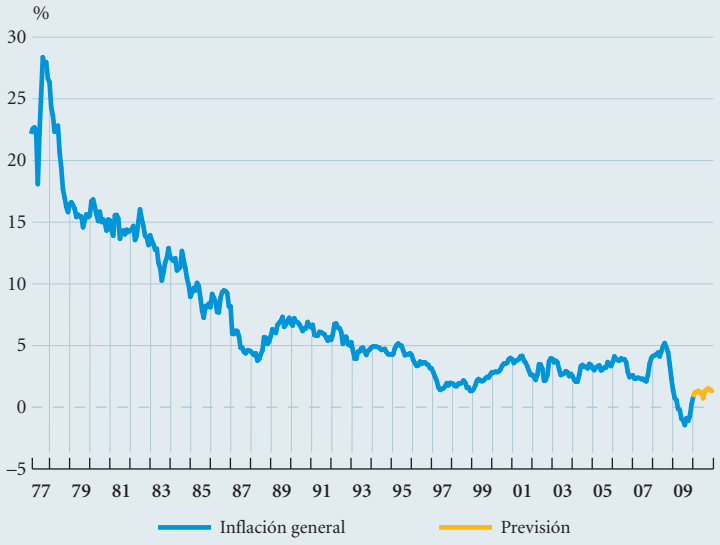
Los altibajos de la inflación han estado muy marcados por la evolución del componente energético, que sigue de cerca las variaciones del precio del petróleo. El precio del crudo, después de marcar un máximo en 147 dólares por barril en julio de 2008, se hundió hasta 37 dólares en diciembre del mismo año, pero desde entonces ha ten-

dido a remontar hasta situarse por encima de 70 dólares por barril en noviembre y diciembre de 2009. Es razonable prever un aumento del precio del oro negro en 2010 dado el relanzamiento de la economía global. No obstante, la recuperación será previsiblemente gradual, y dada la capacidad excedente mundial en la producción de crudo no parece que debamos esperar fuertes alzas del petróleo. Con todo, probablemente los precios energéticos van a presionar al alza el índice general de precios de consumo.

No sólo la energía introduce un elemento de incertidumbre en la evolución de la inflación en 2010. Los precios de los alimentos no elaborados son también un componente muy volátil. Su evolución está muy influida por los mercados internacionales de materias primas. Con la información disponible, parece que continuará la tendencia a la recuperación de estos precios, si bien moderadamente.

LA INFLACIÓN, EN NIVELES BAJOS DESPUÉS DE MARCAR EL MÍNIMO DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Variación interanual del índice general



NOTA: Datos reales hasta noviembre de 2009.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

¿Y qué pasa con el núcleo más estable de los precios, el denominado índice subyacente, que excluye a los alimentos no elaborados y a los productos energéticos? A lo largo de 2009 ha ido descendiendo paulatinamente hasta aproximarse al 0% en septiembre y octubre, presionado a la baja por la contracción del consumo de las familias. No obstante, en noviembre repuntó hasta el 0,2% y podría haber tocado fondo con la ligera mejora de la coyuntura económica. En 2010 probablemente trazará un suave repunte.

Otro elemento a tener en cuenta en la evolución de los precios en 2010 es la prevista subida del impuesto sobre el valor añadido a partir de julio. Un aumento en 2 puntos, del 16% al 18%, del tipo general y en un punto del reducido, del 7% al 8%, supone un incremento teórico de la inflación de los precios de consumo de 1,2 puntos si se trasladasen esos aumentos totalmente a los precios. Sin embargo, no es previsible que esto suceda dada la debilidad de la demanda y probablemente sólo repercuta en un alza de la mitad de esa cifra, siendo el resto absorbido por los márgenes empresariales.

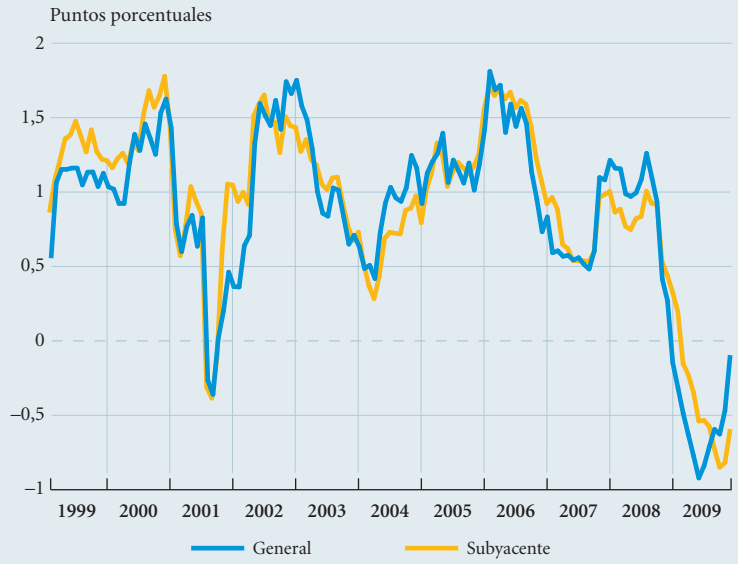
Desde el punto de vista de los costes, las presiones competitivas en un entorno de descenso del consumo han conllevado la moderación de los márgenes empresariales, al decidir muchas empresas recortes de los precios para frenar la caída de las ventas. Las estadísticas de salarios también muestran una desaceleración, aunque muy escasa, teniendo en cuenta la magnitud de la recesión y la escalada del paro. ¿Qué sucederá en 2010? La debilidad económica continuará conteniendo los márgenes de las empresas, mientras que los salarios probablemente se ralentizarán, máxime teniendo en cuenta que recogerán una menor inflación pasada.

De este modo, la moderación de los costes, junto con la mejora de la productividad, puede contribuir a que el diferencial de inflación con la eurozona, el principal socio comercial, no se deteriore sensiblemente. Este diferencial ha sido favorable a la economía española desde diciembre de 2008, lo que supone una ganancia de competitividad-precio. No obstante, después de marcar un récord de 0,9 puntos porcentuales en mayo, ha tendido a reducirse.

En conclusión, aunque desde julio de 2009 los precios han remontado y probablemente cerrarán el año en el entorno del 1%, las presiones competitivas de los mercados internacionales en un contexto de globalización y de exceso de capacidad productiva y la suave mejora económica mantendrán contenida la inflación. Así, en el marco del ajuste de la economía española los precios seguirán reflejando la debilidad de la demanda y la inflación continuará en niveles bajos, si bien la evolución de los precios de las materias primas supone alguna incertidumbre.

EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN SUBYACENTE CON LA EUROZONA ES NEGATIVO

Diferencia en la variación interanual del IPC armonizado entre España y la zona del euro



NOTA: Hasta noviembre de 2009.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y elaboración propia.

Este recuadro ha sido elaborado por Pere Miret
Departamento de Economía Europea, Servicio de Estudios de "la Caixa"

Sector exterior

El déficit corriente sigue reduciéndose

El déficit corriente del mes de septiembre fue de 4.400 millones de euros, un 45,6% inferior al del mismo mes de 2008, en lo que representó la decimocuarta caída interanual en quince meses. Ello provocó que el desequilibrio corriente acumulado en los últimos doce meses se redujera un 40,6% respecto al año anterior, alcanzando los 65.270 millones de euros, equivalentes al 6,2% del producto interior bruto (PIB). Esta cifra, a pesar de ser aún elevada, se aleja en más de cuatro puntos porcentuales del máximo alcanzado en junio del 2008. Se espera que esta tendencia de corrección del déficit disminuya gradualmente durante los últimos meses de 2009, hasta situarse entre el 5,0% y el 5,5% del PIB.

A pesar de que este nuevo descenso del saldo de la balanza corriente se alinea con los otros registrados durante 2009, se pueden apreciar diferencias en la evolución de sus componentes. Así, durante la primera mitad del año, la contracción del desequilibrio corriente fue provocada casi íntegramente por la corrección del déficit comercial. Sin embargo, la reducción del déficit de la balanza de rentas en el tercer trimestre, en 4.803 millones de euros, explicó más de un tercio de la corrección del desequilibrio corriente, gracias a la fuerte reducción de las rentas pagadas al exterior. En el siguiente gráfico se muestra claramente esta contracción de la balanza de rentas en el tercer trimestre.

El déficit de la balanza corriente se reduce en septiembre hasta el 6,2% del PIB.

El déficit de la balanza de rentas mejora en el tercer trimestre.

LA BALANZA DE RENTAS LIDERA LA CORRECCIÓN DEL DÉFICIT CORRIENTE EN EL TERCER TRIMESTRE

Déficit trimestral acumulado con relación al PIB



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

BALANZA DE PAGOS

Septiembre 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	–33.847	–51,3	–52.045	42.834	–45,1
Servicios					
Turismo	*21.090*	*–7,7*	*26.295*	*–2.118*	*–7,5*
Otros servicios	*–944*	*–42,1*	*–1.116*	*1.679*	*–60,1*
Total	20.147	–5,1	25.180	–439	–1,7
Rentas	–21.340	–14,0	–30.297	2.171	–6,7
Transferencias	–7.342	–13,3	–8.107	–31	0,4
Total	**–42.382**	**–48,0**	**–65.270**	**44.535**	**–40,6**
Cuenta de capital	**2.653**	**–45,1**	**3.325**	**–3.812**	**–53,4**
Balanza financiera					
Inversiones directas	–227	–	–8.832	–637	7,8
Inversiones de cartera	20.623	3,2	4.394	–2.842	–39,3
Otras inversiones	2.620	–92,2	37.509	–30.574	–44,9
Total	**23.016**	**–58,4**	**33.071**	**–34.053**	**–50,7**
Errores y omisiones	195	–	4.405	2.151	95,5
Variación de activos del Banco de España	16.518	–25,5	24.470	–8.822	–26,5

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.

La necesidad de financiación se sitúa en niveles similares a los de 2005.

Además de la menor caída del déficit de la balanza de bienes, debido a un deterioro similar de las importaciones y de las exportaciones, y de la compensación por parte de la balanza de rentas, destaca la reducción del superávit de la balanza de servicios en un 3,3% respecto a septiembre de 2008. Esto se debe al deterioro del componente de turismo, donde la caída de los ingresos superó a la de los pagos pese a presentar caídas interanuales inferiores, del 10,0% y el 16,0% respectivamente.

A pesar de la contracción del superávit de la cuenta de capital, que se situó muy cercano a cero, la mejora del déficit corriente redujo la necesidad de financiación en un 43,2% en septiembre de 2009 respecto al mismo mes del año anterior. Si nos fijamos en un horizonte temporal de doce meses, la corrección de la necesidad de financiación disminuyó un 39,7%, situándose a niveles respecto al PIB similares a los de 2005 (5,8%). Desde la perspectiva de los sectores institucionales, esta reducción fue motivada por la evolución del ahorro neto de los hogares y de las empresas, que contrarrestó el incremento del endeudamiento de las administraciones públicas en el último año.

Como consecuencia, las dos fuentes principales de cobertura de la necesidad de financiación de la economía registraron importantes reducciones. Por un lado, los pasivos netos del Banco de España disminuyeron durante los nueve primeros meses del año un 25,5%, fruto del menor

recurso por parte de las entidades financieras a las subastas de liquidez del Banco Central Europeo.

Sin embargo, los fondos captados por los sectores residentes registraron una mayor reducción, del 58,4%, en este periodo. La inversión a corto plazo fue la que experimentó un cambio más significativo, con una caída del 92,2%. Este dato pone de manifiesto la normalización de los mercados de crédito tradicionales, dejando atrás las turbulencias financieras aparecidas a partir de la crisis *subprime*. Las principales entradas netas de capital en este periodo vinieron a través de las inversiones en cartera, debido al aumento de las entradas de fondos provenientes del exterior.

Las inversiones a corto plazo se reducen un 92% en los nueve primeros meses de 2009.

Ahorro y financiación

El euríbor a doce meses marca un nuevo mínimo histórico en promedio mensual en noviembre y podría haber tocado fondo.

Las familias y las empresas se desendeudan

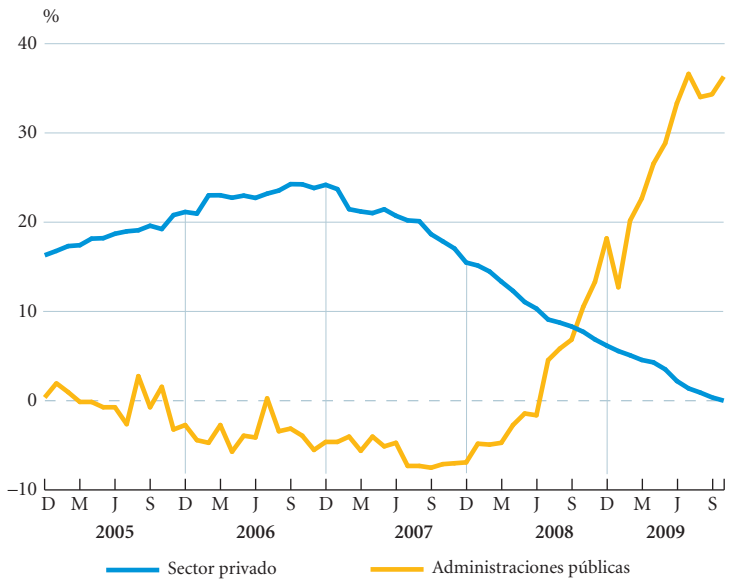
El euríbor a doce meses, ampliamente utilizado como tipo de interés de referencia, marcó un nuevo mínimo histórico en el mes de noviembre al situarse en el 1,23%, un punto básico menos que en el mes anterior y 312 menos que un año antes. De esta forma, el euríbor a doce meses refleja las progresivas rebajas del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo hasta el 1% el pasado mayo y la paulatina disminución de la prima de riesgo interbancaria al tender a normalizarse los mercados. Sin embargo, en las primeras semanas de diciembre el euríbor a 1 año ha fluctuado un poco por encima del nivel de noviembre después de anunciarse que la autoridad monetaria europea retirará progresivamente las medidas extraordinarias de inyección de liquidez.

Los tipos de interés de los préstamos y créditos al sector privado continuaron descendiendo en octubre en consonancia con las bajadas de los tipos de interés interbancarios. Así, el tipo de interés promedio se situó en el 3,44%, 312 puntos básicos menos que doce meses antes.

No obstante, la financiación de las empresas y familias siguió siendo débil a causa del contexto económico recesivo y del proceso de ajuste de sus balances, ya que los niveles de endeudamiento se habían colocado en niveles muy altos. Así, por primera vez en este ciclo la tasa inter-

LA FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO BAJA LIGERAMENTE

Tasa de variación interanual de la financiación a los sectores no financieros residentes



FUENTE: Banco de España.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Octubre 2009

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.206.321	–10.833	–3.969	–0,1	84,7
Empresas no financieras	1.302.937	–3.682	2.075	0,0	50,0
Préstamos de entidades residentes (3)	*922.762*	*–31.373*	*–30.041*	*–2,8*	*35,4*
Valores distintos de acciones	*50.839*	*9.776*	*11.577*	*29,5*	*2,0*
Préstamos del exterior	*329.336*	*17.915*	*20.539*	*5,0*	*12,6*
Hogares (4)	903.385	–7.152	–6.043	–0,2	34,7
Préstamos para la vivienda (3)	*676.774*	*–1.675*	*–641*	*0,1*	*26,0*
Otros (3)	*223.923*	*–5.790*	*–5.743*	*–1,2*	*8,6*
Préstamos del exterior	*2.688*	*313*	*341*	*14,6*	*0,1*
Administraciones públicas	398.826	68.680	106.396	36,4	15,3
TOTAL	**2.605.148**	**57.848**	**102.428**	**4,2**	**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.

anual de la financiación al sector privado resultó ligeramente negativa. Esta situación es similar a la del conjunto del área del euro, en la cual en octubre los préstamos al sector privado bajaron el 0,8% interanual.

La financiación a las empresas no financieras mostró un estancamiento en octubre en relación con doce meses antes. Los préstamos de las entidades de crédito residentes se redujeron el 2,8% en relación con un año antes. Esta caída fue compensada por un alza del 29,5% interanual de las emisiones de renta fija y del 5,0% de los préstamos del exterior. Las grandes empresas siguieron aprovechando la mejora de las condiciones en los mercados para financiarse.

El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante de las empresas, continuó deprimido, con una caída interanual del 32,7% en octubre. Por su parte, los arrendamientos financieros, utilizados para financiar inversiones, tampoco presentaban un buen tono, con una disminución del 16,6% sobre octubre de 2008.

El crédito comercial sigue deprimido.

Por sectores, con datos que alcanzan hasta el final del tercer trimestre, se aprecia que la desaceleración del crédito es generalizada. La construcción es el sector que presentaba un mayor descenso interanual, del 14,3%, seguida por el sector primario, con una reducción del 11,3%. El crédito a la industria, afectada fuertemente por la crisis, también disminuyó con relación a doce meses antes, el 1,6%. El crédito a los servicios era un 2,8% superior a doce meses antes, pero esta tasa supone 9,5 puntos menos que un año antes. Dentro del sector terciario, las actividades inmobiliarias mostraban un crecimiento anual similar, del 2,9%, 5 puntos menos que doce meses antes.

Todos los grandes sectores sufren una contracción del crédito excepto los servicios.

El flujo efectivo de financiación a los hogares en octubre fue positivo, de 776 millo-

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Tercer trimestre de 2009

	Saldo (*)	Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%
Financiación de actividades productivas					
Agricultura, ganadería y pesca	23.576	–2.668	–10,2	–3.017	–11,3
Industria	153.070	–3.071	–2,0	–2.411	–1,6
Construcción	134.045	–17.803	–11,7	–22.318	–14,3
Servicios	685.959	3.244	0,5	18.727	2,8
Total	**996.650**	**–20.297**	**–2,0**	**–9.020**	**–0,9**
Financiación a personas físicas					
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	652.434	–2.711	–0,4	476	0,1
Adquisición de bienes de consumo duradero	49.840	–4.336	–8,0	–6.019	–10,8
Otras financiaciones	107.719	–2.373	–2,2	–1.219	–1,1
Total	**809.993**	**–9.419**	**–1,1**	**–6.762**	**–0,8**
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	**5.457**	**–634**	**–10,4**	**–606**	**–10,0**
Resto sin clasificar	**33.910**	**6.479**	**23,6**	**9.835**	**40,9**
TOTAL	**1.846.010**	**–23.872**	**–1,3**	**–6.553**	**–0,4**

NOTA: (*) Del conjunto de las entidades de crédito: sistema bancario, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial.
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El crédito al consumo baja más del 10%.

nes de euros. Sin embargo, éste siguió descendiendo suavemente en términos interanuales hasta presentar una bajada del 0,2%. El crédito a la vivienda subía levemente el 0,1% en relación con doce meses antes, mientras que el resto de financiación bajaba el 1,2%. Mayor era la contracción del crédito para la compra de bienes de consumo duradero, como automóviles, motos, muebles, etc., que bajó el 10,8% en septiembre respecto al mismo mes de 2008. Esto es debido a una menor demanda en conjunción con unos tipos de interés relativamente elevados, del 11,0%, al incorporar un aumento de la prima de riesgo por el aumento de la morosidad, aunque bajaron al 10,2% en octubre.

La tasa de morosidad sube hasta el 5% en octubre.

La tasa de morosidad de las entidades crediticias ha seguido una tendencia ascendente desde el año 2007 y en el mes de octubre se elevó hasta el 5,0%. Por componentes, y con datos hasta septiembre, se constata que la tasa de morosidad de la compra de vivienda con garantía hipotecaria era menor, del 3,0%. En cambio, tanto la de las actividades inmobiliarias, del 8,7%, como la de las adquisiciones de bienes de consumo duradero, del 7,8%, se hallaban por encima de la media.

Finalmente, la financiación neta a las administraciones públicas continuaba expandiéndose con vigor, de modo que en octubre mostraba un incremento interanual del 36,4%. No obstante, este ascenso sólo compensó parcialmente la deceleración del sector privado, de manera que la financiación total a los sectores no financieros siguió ralentizándose hasta el 4,2% interanual.

Las cuentas a la vista toman impulso

La remuneración de los depósitos bancarios del sector privado se situó en el 1,27% en promedio en octubre, 2 puntos

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Octubre 2009

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	256.352	11.540	4,7	21.379	9,1	18,3
De ahorro	200.143	20.366	11,3	27.473	15,9	14,3
A plazo	714.612	–14.660	–2,0	8.292	1,2	51,0
En moneda extranjera	23.684	–5.633	–19,2	–11.399	–32,5	1,7
Total depósitos	**1.194.791**	**11.612**	**1,0**	**45.744**	**4,0**	**85,3**
Resto del pasivo (*)	**206.237**	**–42.392**	**–17,1**	**–44.741**	**–17,8**	**14,7**
TOTAL	**1.401.028**	**–30.781**	**–2,1**	**1.003**	**0,1**	**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.

básicos por encima del mes anterior, pero 208 menos que doce meses antes, reflejando los recortes del tipo de interés oficial de la eurozona. Sin embargo, la retribución media se colocaba sensiblemente por encima de la inflación del periodo.

En este marco, y dada la débil coyuntura económica, los depósitos bancarios continuaron moderándose suavemente hasta una tasa interanual del 4,0%. Las cuentas a la vista experimentaron un gran impulso, con un alza interanual del 9,1%, 5,9 puntos más que en septiembre. Esta aceleración se explica por una mayor preferencia por la liquidez por parte de los ahorradores ante la incertidumbre por la evolución de la economía y la escalada del paro. Asimismo, las cuentas de ahorro se incrementaron el 15,9% con relación a doce meses antes. Por su parte, los depósitos a plazo, afectados directamente por la competencia de otros productos financieros se desaceleraron hasta mostrar un crecimiento de sólo el 1,2%.

En noviembre, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria continuó ascendiendo hasta colocarse en 163.026 millones de euros al final del mes, con un incremento interanual del 0,6%. Esta elevación es atribuible a las plusvalías generadas gracias a la buena marcha de los mercados financieros, ya que se registraron reembolsos netos por valor de 382 millones de euros, si bien fueron los más bajos del ejercicio. En cambio, el número de partícipes se elevó por segunda vez en el año de forma consecutiva hasta 5.617.987. El rendimiento medio anual subió hasta el 4,4%.

El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria continúa ascendiendo y su rentabilidad media anual sube hasta el 4,4%.

Por otro lado, las primas del seguro directo subieron el 0,6% en enero-septiembre en relación con el mismo periodo del año anterior. Este aumento fue debido a las del ramo de vida, que se elevaron el 4,9% en términos interanuales. En cambio, las del resto bajaron el 2,9%, destacando el descenso del 6,2% de los automóviles.

Ligero crecimiento acumulado de las primas del seguro directo hasta septiembre.

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 Maria Gutiérrez-Domènech

7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer

8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell

9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer

10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández

11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero Maria Gutiérrez-Domènech

12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons

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

14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual

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

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS
1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals and Marta Noguer

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

"la Caixa" WORKING PAPERS
Disponible sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

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

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

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

01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alícia 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

Enero 2010

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 subscripciones (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**



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.

Diseño, maquetación e impresión: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona D. L.: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947