

Informe Mensual



POLÍTICA MONETARIA: BUSCANDO LA SALIDA

Política monetaria: operación retorno Pág. 10

Estrategias de salida para la Fed

Uno para todos y... ¿todos para uno? Pág. 24

Un aumento del tipo de interés de la eurozona podría mermar la recuperación de los miembros más rezagados

Retiraron el ponche... pero no el champán Pág. 43

¿Deberían los bancos centrales estabilizar los precios de los activos? ¿Pueden?

Política fiscal y política monetaria: una relación que se complica Pág. 66

La delicada vuelta a la normalidad monetaria debe casar con el avance de la consolidación fiscal

Previsiones

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

	2008	2009	2010	2009		2010	
				III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL							
				Previsiones		Previsiones	
Producto interior bruto							
Estados Unidos	0,4	-2,4	2,8	-2,6	0,1	2,5	3,3
Japón	-1,2	-5,1	1,8	-4,9	-0,9	2,8	1,7
Reino Unido	0,5	-5,0	1,2	-5,3	-3,3	-0,3	1,0
Zona del euro	0,5	-4,0	1,2	-4,0	-2,1	0,7	1,2
<i>Alemania</i>	1,0	-4,9	1,6	-4,8	-2,4	1,7	1,7
<i>Francia</i>	0,3	-2,2	1,3	-2,3	-0,3	1,3	1,3
Precios de consumo							
Estados Unidos	3,8	-0,3	2,4	-1,6	1,5	2,9	2,3
Japón	1,4	-1,4	-0,5	-2,2	-2,2	-1,4	-1,0
Reino Unido	3,6	2,2	2,5	1,5	2,1	3,2	2,8
Zona del euro	3,3	0,3	1,2	-0,4	0,4	1,0	1,2
<i>Alemania</i>	2,6	0,3	1,1	-0,2	0,4	0,8	0,9
<i>Francia</i>	2,8	0,1	1,3	-0,4	0,4	1,1	1,3
ECONOMÍA ESPAÑOLA							
				Previsiones		Previsiones	
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	-0,6	-5,0	-0,1	-5,0	-3,5	-0,8	0,8
Consumo de las AAPP	5,5	3,8	-0,2	4,1	0,8	-0,4	-0,4
Formación bruta de capital fijo	-4,4	-15,3	-5,7	-16,0	-12,9	-8,0	-6,3
<i>Bienes de equipo</i>	-1,8	-23,1	-0,7	-23,8	-15,3	-2,0	-1,0
<i>Construcción</i>	-5,5	-11,2	-7,6	-11,4	-10,2	-9,6	-7,9
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-0,5	-6,4	-1,5	-6,6	-5,3	-2,5	-1,2
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-11,5	2,2	-10,8	-2,9	-0,7	1,1
Importación de bienes y servicios	-4,9	-17,9	-2,3	-17,0	-9,6	-5,1	-2,3
Producto interior bruto	0,9	-3,6	-0,4	-4,0	-3,1	-1,4	-0,4
Otras variables							
Empleo	-0,6	-6,7	-2,3	-7,2	-6,1	-3,9	-2,4
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,0	20,1	17,9	18,8	20,5	20,4
Índice de precios de consumo	4,1	-0,3	1,3	-1,1	0,1	1,0	1,0
Costes laborales unitarios	4,6	0,2	-0,9	-0,1	-0,1		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-9,5	-5,1	-2,8	-3,8	-4,2		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,1	-4,7	-2,4	-3,6	-3,7		
Saldo público (% PIB)	-4,1	-11,4	-10,3				
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	1,0	1,0	1,0	1,0
Bonos EEUU 10 años	3,6	3,2	3,8	3,5	3,4	3,7	3,7
Bonos alemanes 10 años	4,0	3,3	3,3	3,3	3,2	3,4	3,4
Tipos de cambio							
\$/Euro	1,48	1,39	1,41	1,43	1,48	1,40	1,42

Índice

1 Editorial

2 Resumen ejecutivo

6 Coyuntura internacional

6 Estados Unidos

10 Política monetaria: operación retorno

12 Japón

15 China

17 Brasil

18 México

21 Unión Europea

21 Zona del euro

24 Uno para todos y... ¿todos para uno?

27 Alemania

28 Francia

30 Italia

31 Reino Unido

32 Europa emergente

35 Mercados financieros

35 Mercados monetarios
y de capital

43 Retiraron el ponche... pero no el champán

47 Coyuntura española

47 Actividad económica

52 Mercado de trabajo

58 Precios

62 Sector exterior

64 Sector público

66 Política fiscal y política monetaria: una relación que se complica

68 Ahorro y financiación

Política monetaria: buscando la salida

El 18 de febrero, media hora después de que cerraran los mercados, la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, subió el tipo de interés de la «ventanilla de descuento» del 0,50% al 0,75%. En la declaración subsiguiente, la Fed insistía en que el aumento del tipo que cobra a los bancos por préstamos de emergencia no significaba ningún cambio en las perspectivas de la economía ni en su política monetaria. Pero la realidad es que algo sí está cambiando. Unos días antes, Ben Bernanke, el presidente de la Fed, ya anticipó que las extraordinarias medidas de política monetaria puestas en marcha para afrontar la Gran Recesión empezarían a retirarse, en un proceso de paulatina vuelta a la normalidad.

Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo, todavía no ha dado indicaciones explícitas sobre la finalización de la laxa política monetaria aplicada por el Eurosistema. Las perspectivas de recuperación son más inciertas que al otro lado del Atlántico y la crisis de la deuda soberana periférica de las últimas semanas no facilita anuncios de este tipo. Pero ya se han adelantado cambios en las subastas de inyección de liquidez, y en su próxima reunión, en marzo, el Consejo tomará decisiones relativas a la retirada de la liquidez extraordinaria desplegada en el periodo recesivo.

Todo ello configura un cambio sustancial en el entorno monetario forjado para hacer frente a la crisis global. No se va a hacer de golpe, al contrario. Las señales de que lo peor va quedando atrás son claras, pero, como explicamos en el Resumen Ejecutivo de este Informe, la salida de la recesión no va a ser un camino de rosas. Y éste es, precisamente, el reto que tienen ante sí los responsables de la política monetaria y que ha desencadenado el debate sobre las «estrategias de salida», es decir, cómo y cuándo retirar los estímulos –no sólo monetarios, sino también fiscales– que han servido para frenar la caída.

En este Informe Mensual se recogen algunas reflexiones en esta línea. Así, la actuación de algunos bancos centrales que expandieron de forma espectacular su balance para inyectar liquidez y recortaron los tipos de interés oficiales hasta mínimos ha evitado la deflación y ha sentado las bases de la recuperación. No obstante, de mantenerse esta situación a medio plazo, se correrían elevados riesgos inflacionistas. Hay que retirar la liquidez excesiva y normalizar los tipos de interés, pero cuidando de que los sistemas bancarios puedan asumir el nuevo marco sin contratiempos, que no se deterioren las condiciones financieras del sector privado, todavía en pleno desapalancamiento, y que no se perturbe la financiación de la creciente deuda del sector público. En este punto son del todo necesarios avances en la consolidación fiscal. Unos presupuestos públicos expansivos combinados con una política monetaria restrictiva complicarían la recuperación del sector privado. Un dilema adicional se presenta en el ámbito de la eurozona, donde la aplicación de una única política monetaria en economías que se sitúan en momentos cíclicos distintos puede complicar la salida de la recesión.

Podría pensarse que la solución sería mantener la laxitud monetaria hasta que la actividad dé señales claras de mejora, pero el riesgo de perder el anclaje de las expectativas de inflación es demasiado elevado. Además, no hay que olvidar que muchos consideran que la etapa de dinero barato que precedió a la crisis alimentó la burbuja de activos que la convirtió en letal. Por todo ello, 2010 será un año complicado en el que el acierto en la aplicación de las estrategias de salida será clave en la recuperación del equilibrio de los mercados monetarios y en el logro de que el dinero y el crédito vuelvan a fluir de manera regular al conjunto de la economía.

RESUMEN EJECUTIVO

La recesión queda atrás, pero la recuperación presenta luces y sombras.

Los emergentes lideran el crecimiento, mientras que Estados Unidos presenta datos paulatinamente mejores...

...igual que Japón, pero el avance dista de ser vigoroso.

La recesión ha terminado. ¿Qué viene ahora?

Los datos del cuarto trimestre de 2009, conocidos en las últimas semanas, confirman la mejora de la actividad económica, la salida de la recesión en la mayor parte de economías desarrolladas y el buen ritmo de las emergentes. A pesar de ello, subsisten muchas dudas sobre las perspectivas inmediatas en los países desarrollados. Elevados niveles de desempleo, desequilibrios históricos en las cuentas públicas con crecientes volúmenes de deuda y un todavía incompleto desapalancamiento del sector privado no constituyen el mejor marco para una recuperación sin contratiempos.

La mejor evolución la presenta un selecto e importante grupo de países emergentes entre los que destacan Brasil y China. En este último país, la laxitud monetaria y fiscal ha permitido tasas de crecimiento cercanas al 10%, tan elevadas que han provocado el miedo al recalentamiento. El crédito sigue aumentando a una tasa cercana al 30% interanual, si bien la inflación aún se mantiene en niveles moderados, el 1,5% en enero. De momento, la actuación del Gobierno chino se ha centrado en retirar liquidez del sistema financiero y se da prácticamente por hecho que el tipo de interés de referencia subirá en el segundo trimestre.

Un segundo grupo de países, encabezados por Estados Unidos, están en vías de consolidar su recuperación. En el cuarto trimestre la economía estadounidense creció un 5,7% intertrimestral anualizado, lo que ha dejado el retroceso para el conjunto del 2009 en el 2,4%. La mala noticia es que la mayor parte del crecimiento se debe al fuer-

te avance de las existencias. Pero en el lado positivo destaca la inesperada fuerza del consumo privado, que aumentó un 2,0%. Además, los últimos indicadores de demanda sugieren que el avance se está manteniendo en el primer trimestre de 2010. También la inversión en equipo y las exportaciones mostraron síntomas de relativa fortaleza. De todas formas, el recorrido al alza del crecimiento sigue limitado por la elevada tasa de paro, el proceso de desapalancamiento de los hogares y el mercado de la vivienda. Todo ello hará que la recuperación sea lenta y probablemente algo errática.

La economía japonesa creció un 4,6% intertrimestral anualizado en el cuarto trimestre, aupada a partes iguales por el consumo privado, la inversión en equipo y el sector exterior. Ello la podría hacer merecedora de ser incluida en el grupo de países que están consolidando la recuperación. De todas formas, pese a la fuerza del repunte, la reacción nipona dista de ser vigorosa. En primer lugar, gran parte del último incremento intertrimestral se debe a las dos revisiones sucesivas a la baja del crecimiento del trimestre previo, que pasó del 4,8% al 0,0%. Además, gran parte de la fuerza del consumo privado de los últimos meses se debe a masivas ayudas estatales al consumo de bienes duraderos. El endeudamiento de las arcas públicas japonesas es el mayor de entre las economías ricas.

El grupo de países al que le está costando más dejar atrás la recesión está formado, fundamentalmente, por los integrantes de la Unión Europea (UE). La eurozona continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2009: el producto interior bruto (PIB) aumentó un 0,1% intertrimestral y ya son dos

los trimestres consecutivos con una tasa de crecimiento positiva. Ello permite afirmar que, técnicamente, ya no está en recesión, pero el perfil de salida que se está dibujando es muy plano. La falta de detalle de los datos del cuarto trimestre impide identificar claramente los factores que están debilitando el proceso de recuperación y cuáles son los que lo mantienen vivo. Pero todo apunta a que tanto el consumo privado como la inversión se mantienen más rezagados de lo esperado, con lo que la recuperación sigue siendo altamente dependiente de la evolución del sector exterior. Mantenemos nuestra previsión de crecimiento para 2010 en el 1,2%, pero los riesgos a la baja están aumentando, especialmente el relativo a la retirada de la política fiscal expansiva, si se hace antes de lo previsto y de forma más rápida de lo deseado.

Ante este escenario la posición que acabe tomando el Banco Central Europeo (BCE) cobra una especial relevancia. Mantendremos nuestra previsión de que el tipo de interés de referencia se mantendrá en el nivel actual hasta el cuarto trimestre, pero si algunos países se ven obligados a retirar sus medidas fiscales expansivas antes de lo previsto, ello podría obligar al BCE a posponer el inicio de la subida de tipos hasta el año próximo.

La valoración de estos riesgos ha determinado la evolución de los mercados financieros a lo largo del último mes. El aumento de la incertidumbre impulsó un rápido incremento de la volatilidad y las primas de riesgo a nivel global. En términos de los principales índices bursátiles, ello se tradujo en unas pérdidas medias, en lo que va de 2010, cercanas al 12% en Europa, al 10% en China y al 1% en Estados Unidos. También la cotización del euro se ha visto afectada, debilitándose frente al dólar hasta niveles cercanos a 1,35.

La volatilidad más intensa se ha producido en los mercados de deuda pública. Las cre-

cientes dudas sobre la situación fiscal de Grecia derivaron en un notable endurecimiento de las condiciones exigidas a sus bonos soberanos, lo que encendió la alarma sobre el riesgo de impago y generó un efecto contagio sobre la deuda de otros países con elevados desequilibrios públicos, como España. Ante los riesgos planteados la UE se comprometió a apoyar a Grecia, si bien no acaban de estar del todo claros los mecanismos a utilizar. En marzo, el Gobierno griego enviará a la Comisión Europea y al BCE un informe sobre los avances conseguidos. Si éstos se consideran insuficientes, los ministros de Finanzas de la eurozona pueden imponer al Gobierno griego la adopción de medidas adicionales de consolidación de sus finanzas públicas.

En cuanto a la economía española, los datos correspondientes al cuarto trimestre de 2009 muestran una mejora de la coyuntura, si bien ésta no ha conseguido todavía el empuje suficiente como para presentar tasas positivas. Respecto al trimestre anterior, el descenso fue del 0,1%, que se compara favorablemente con el retroceso del 0,3% del periodo anterior. La tasa interanual pasó del -4,0% en el tercer trimestre al -3,1% del cuarto. En conjunto, el año 2009 cerró con un descenso del PIB del 3,6%, el peor resultado en más de medio siglo.

De todas formas, el retroceso de la economía española en 2009 fue inferior al de las principales economías de la Unión Europea, con excepción de Francia. Pero la recuperación está siendo más lenta, de manera que las tasas positivas se harán esperar hasta esta primera mitad de 2010. De hecho, en la composición del crecimiento del PIB del cuarto trimestre ya despuntan algunos elementos que confirman las tendencias de mejora en el gasto del sector privado y en el sector exterior, los dos pilares que deben tomar el relevo del sector público en un contexto de recuperación sostenida de la actividad.

La salida más lenta se produce en Europa, con riesgos todavía a la baja.

Los mercados financieros se ceban en los países de la eurozona con mayores desequilibrios públicos.

España sufre la peor recesión en más de medio siglo...

...pero se detecta un cierto mejor tono en el consumo privado...

...en determinados ámbitos de la inversión empresarial y en el sector exterior.

El ajuste de un gasto público que ha servido para atenuar la recesión de 2009 es el reto más inmediato.

En primer lugar, cabe destacar el crecimiento del consumo privado en octubre-diciembre, tras seis trimestres de retrocesos, y el estancamiento del trimestre anterior. El gasto de las familias en consumo ha recibido un fuerte castigo en esta etapa recesiva, de manera que estos resultados apuntarían a la culminación del ajuste de los presupuestos familiares, que ha supuesto pasar de una tasa de ahorro de menos del 11% antes de la crisis a algo más del 19% en el conjunto de 2009, según nuestras estimaciones. Las perspectivas, sin embargo, son de recuperación muy contenida del gasto de consumo, puesto que hay que tener en cuenta que en 2010 se retirarán algunas medidas de impulso fiscal que han beneficiado el gasto familiar (subvenciones a la compra de vehículos, reducción de impuestos directos) y, además, a mediados de año se aplicará un aumento del impuesto sobre el valor añadido. La evolución del empleo tampoco va a favorecer la situación económica de las familias, puesto que esperamos que en 2010 se van a seguir perdiendo empleos, si bien a un ritmo muy inferior a los 1,2 millones del pasado año.

En segundo término, también es destacable el crecimiento, por segundo trimestre consecutivo, de la inversión en equipo. Si bien es cierto que los niveles de la misma se habían desplomado hasta los registrados en 2003, el perfil ligeramente creciente que se detecta desde mediados del año pasado apunta a que ciertos segmentos de la demanda empiezan a recobrar su pulso. Los escasos indicadores disponibles de 2010 confirman las tendencias citadas. Con todo, la recuperación de la inversión total queda todavía algo lejos, debido principalmente al componente de construcción y, más en concreto, a la rama inmobiliaria, que a finales de 2009 presentaba un retroceso de casi el 25% en tasa interanual. En cambio, las ramas vinculadas a obras públicas presentaron un leve ascenso, gracias al plan de obras municipales y

a las infraestructuras ferroviarias. De todas formas, el anunciado recorte de la inversión pública en 2010 probablemente frenará esta evolución.

Otro elemento esperanzador de los datos de la contabilidad nacional del cuarto trimestre es la contribución positiva del sector exterior al crecimiento del PIB, que se produce por octavo trimestre consecutivo. A pesar de que las ventas al exterior de bienes y servicios disminuyeron el 11,5% en 2009, las exportaciones de bienes han presentado tasas intertrimestrales positivas desde el segundo trimestre. Las importaciones de bienes y servicios se desplomaron el 17,9% en el año pasado y aunque también presentaban un perfil de freno del deterioro a lo largo del año, bajaron más que las exportaciones. La constante mejora del desequilibrio exterior ha permitido reducir espectacularmente la necesidad de financiación de la economía, que en términos de PIB ha pasado del 9,1% del PIB en 2008 a casi la mitad en 2009, el 4,7%.

Por último, el cuadro macroeconómico del último trimestre de 2009 muestra una acusada desaceleración del consumo público. Se trata de una evolución coherente con los planes de contención del gasto público presentados en las últimas semanas, en los que se plantea corregir el desequilibrio de las cuentas públicas en los próximos años con el fin de alcanzar un déficit del 3% del PIB en 2013, partiendo del 11,4% registrado en 2009. La corrección de este elevado desequilibrio, que ha permitido atenuar la gravedad del retroceso de la actividad en 2009 y mejorar considerablemente la situación financiera del sector privado (familias y empresas), será posible si las tendencias descritas de crecimiento del sector privado se consolidan y el comercio internacional mantiene la progresión de los últimos trimestres.

25 de febrero de 2010

CRONOLOGÍA

2009

- marzo**
- 5 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,50%.
 - 6 El Gobierno anuncia medidas para **facilitar la financiación del circulante de las empresas medianas y para reactivar el empleo** y paliar los efectos del **paro**.
 - 27 El Gobierno aprueba un conjunto de **medidas para impulsar la actividad**: reforma de la ley concursal, reactivación de los seguros de crédito y transposición de la Directiva de Servicios comunitaria.
- abril**
- 2 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,25%.
Reunión del G-20 en Londres para la **reforma del sistema financiero internacional**.
- mayo**
- 7 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,00% y anuncia medidas para facilitar liquidez al sistema bancario.
 - 12 El Gobierno anuncia **nuevas medidas de política económica**: eliminación parcial de la deducción fiscal por la compra de la vivienda habitual a partir de 2011, ayudas para la compra de automóvil, reducción de la fiscalidad para algunas pymes y autónomos, etc.
- junio**
- 12 El Gobierno **incrementa los impuestos** que gravan al tabaco, la gasolina y el gasóleo de automoción.
 - 26 El Gobierno crea el **Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria**.
- septiembre**
- 26 El Gobierno aprueba el proyecto de **Presupuestos Generales del Estado para 2010**, que elimina la deducción de 400 euros en el IRPF, sube el tipo de gravamen sobre las rentas de capital y eleva los tipos general y reducido del IVA a partir de julio de 2010.
- noviembre**
- 27 El Gobierno presenta el anteproyecto de **Ley de Economía Sostenible**.
- diciembre**
- 1 Entra en vigor el **Tratado de Lisboa**, que reforma determinados aspectos de la Unión Europea.

2010

- enero**
- 29 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de austeridad presupuestaria** y plantea alargar la **edad de jubilación** a los 67 años.
- febrero**
- 9 Acuerdo para el empleo y la **negociación colectiva 2010, 2011 y 2012** entre representantes de los empresarios y los sindicatos.

AGENDA

Marzo

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. PIB de la UE (cuarto trimestre).
- 5 Índice de producción industrial (enero).
- 12 IPC (febrero).
- 16 IPC armonizado de la UE (febrero).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 17 Coste laboral (cuarto trimestre).
- 23 Ingresos y gastos del estado (febrero).
- 24 Comercio exterior (enero).
- 25 Índice de precios industriales (enero).
- 30 Avance del IPCA (marzo).
- 31 Balanza de pagos (enero).

Abril

- 6 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 8 Índice de producción industrial (febrero).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14 IPC armonizado de la UE (marzo).
- 15 IPC (marzo).
- 20 Comercio exterior (febrero).
- 23 Precios industriales (marzo).
- 27 Ingresos y gastos del estado (marzo).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 28 Ventas minoristas (marzo).
- 29 Avance del IPCA (abril).
- 30 Encuesta de población activa (primer trimestre).
Balanza de pagos (febrero).
Avance del PIB de la UE (primer trimestre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 5,7% gracias al fin del ajuste de existencias y...

...al buen tono del consumo privado.

La recuperación del consumo privado coge empuje pero la confianza sigue siendo baja.

Estados Unidos: la recuperación cristaliza pero con oscilaciones

Las tinieblas parecen desvanecerse para la economía estadounidense. El producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre 2009 creció un 5,9% intertrimestral anualizado, lo que deja el retroceso para el conjunto de 2009 en un 2,4%. Lo primero a destacar del dato del PIB es que la variación de existencias supuso un 60% del repunte intertrimestral. En el lado positivo, destaca la inesperada fuerza del consumo privado, que avanzó un 1,7%, la recuperación de la inversión en equipo y el buen tono de las exportaciones, que hizo que el sector exterior volviera a contribuir positivamente al crecimiento, tras el hiato del trimestre anterior. Entre las debilidades, la inversión residencial detuvo su recuperación y vino a evidenciar las dificultades del mercado de la vivienda.

La composición de las cuentas nacionales del cuarto trimestre ofrece una doble lectura. Por un lado, la elevada contribución al crecimiento de la variación de existencias indica que no se mantendrá este ritmo de avance. El tirón de las existencias no se debió a un aumento de éstas siguiendo a una fuerte demanda sino al final de una serie de trimestres con descensos abruptos provocados, en parte, por unas ayudas públicas al consumo de duraderos que habían vaciado los almaneces de existencias. Sin embargo, el crecimiento del 2,0% intertrimestral con que hubiera avanzado la economía sin esta contribución atípica de las existencias se inserta en una clara línea de recuperación, con un consumo privado que, tras

la retirada de los estímulos, se está mostrando más fuerte de lo que se esperaba. Aun considerando las bondad de estas cifras, la primera economía del planeta afronta una recuperación difícil, lastrada por el endeudamiento de las familias, la debilidad del mercado laboral y la resaca de la burbuja inmobiliaria.

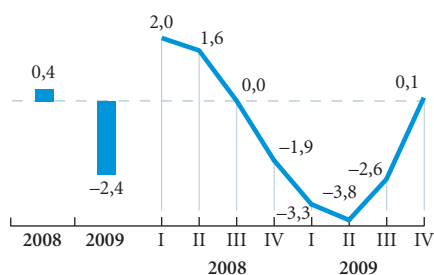
Los últimos indicadores de demanda confirman esta recuperación del consumo privado. Las ventas minoristas, sin coches ni gasolina, compensaron en enero el descenso de diciembre, con un avance del 2,3% interanual, un 0,8% descontando el efecto de las variaciones de precios. Un nivel que, empero, sigue claramente por debajo del de diciembre de 2007, representativo de la situación previa a la crisis. En una línea de mayor debilidad, el índice de confianza del consumidor del Conference Board continúa inscrito en unos niveles muy bajos, con una percepción de la situación actual que siguió estando cerca de mínimos históricos a pesar de la mejora de enero.

En el lado de los productores, las urgencias para reducir el endeudamiento de las empresas no financieras no son tantas, ya que en los años previos a la crisis habían sido relativamente prudentes. Fruto de esta situación, a lo largo de toda la segunda mitad de 2009 la visión empresarial ha venido siendo más positiva que la de los consumidores. En enero continuó esta tendencia, especialmente en el sector manufacturero. Así, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de manufacturas subió de 54,9 hasta los 58,4 puntos, nivel propio

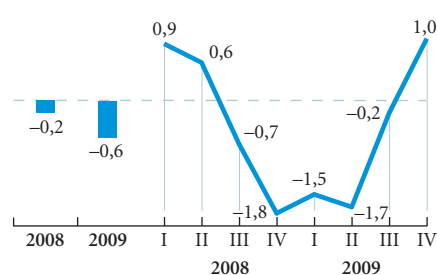
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

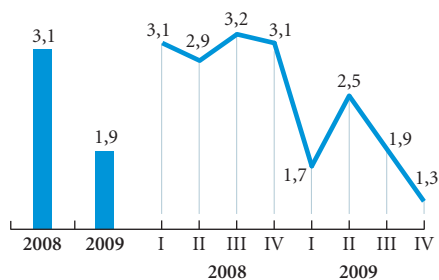
PIB



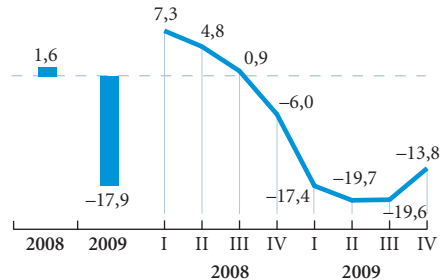
Consumo privado



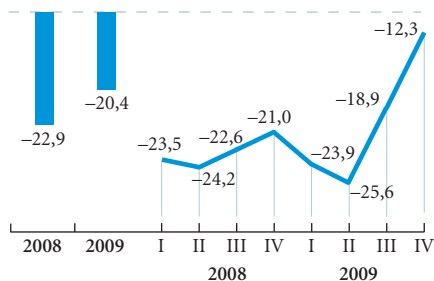
Consumo público



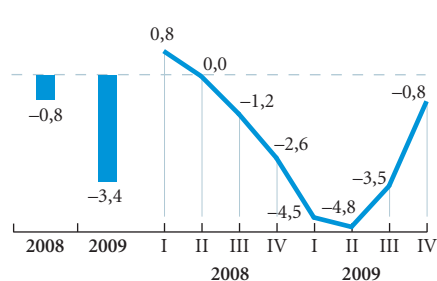
Inversión no residencial



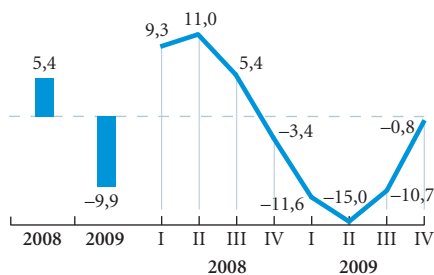
Inversión residencial



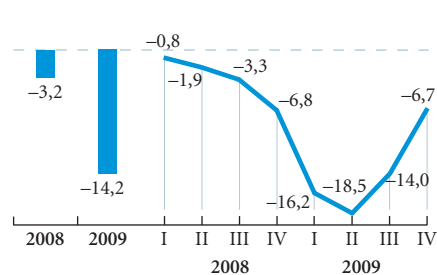
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



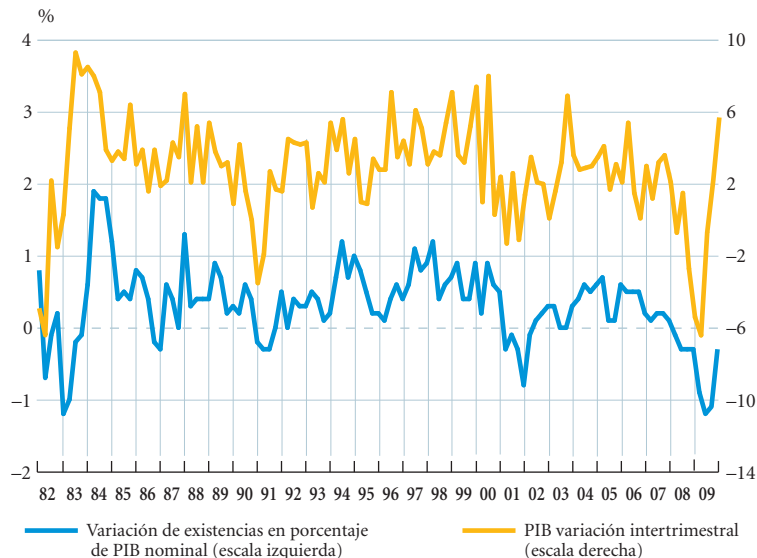
Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: LAS EXISTENCIAS SIGUEN AL CRECIMIENTO

Variación de existencias y crecimiento del PIB



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

El sector empresarial, especialmente el manufacturero, ve indicios claros de recuperación.

de etapas netamente expansivas. Con un perfil más bajo, el índice de servicios se quedó en los 52,2 puntos, consistente con crecimientos más débiles. Así, la producción industrial, que en enero subió un 0,9% interanual, ya ha recobrado un tercio de lo perdido. Por su parte, la utilización de la capacidad productiva siguió un perfil similar alcanzando el 72,6% del total, el nivel más alto desde finales de 2008, pero lejos del promedio histórico de 81,0%.

La sobreoferta del mercado inmobiliario dificulta la recuperación de los precios y de la construcción.

El mercado de la vivienda ve como su recuperación pierde fuelle. El índice Case-Shiller de precios de la vivienda se incrementó en noviembre en un modesto 0,2%, en términos desestacionalizados, que deja la subida acumulada desde el mínimo de mayo en el 3,8%. Con la desaparición de las ayudas públicas a los compradores de primera vivienda, el volumen de ventas vuelve a reflejar la debilidad de un sector que sigue dominado por una sobreoferta que continuará lastimando la recuperación. Consistente con

este orden de las cosas, la oferta sigue congelada. Las viviendas iniciadas de enero, aunque repuntaron, no pasaron de ser una cuarta parte de los niveles previos a la crisis, mientras que el retroceso de los permisos de construcción, su indicador adelantado, acabó de definir un panorama de atonía para el que no se esperan mejoras notables durante la primera mitad de 2010.

El mercado de trabajo deja atrás los deterioros pero encara una recuperación que será problemática y prolongada. En enero, la tasa de desempleo descendió del 10,0% al 9,7%, mientras que, por otra parte, sólo se perdieron 20.000 empleos netos. Pero la habitual revisión de febrero del Bureau of Labor Statistics estableció que, para el conjunto de 2009, se perdieron 4,8 millones de puestos de trabajo, 617.000 más de los que se habían estimado previamente. El mercado laboral suele ir con retraso respecto al resto de la economía y sus recuperaciones llegan

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	0,4	-2,4	-3,3	-3,8	-2,6	0,1	-	...
Ventas al por menor	-0,8	-6,0	-9,1	-9,5	-6,7	2,0	4,7	...
Confianza del consumidor (1)	58,0	45,2	29,9	48,3	51,8	51,0	55,9	...
Producción industrial	-2,2	-9,7	-11,6	-12,9	-9,4	-4,7	0,9	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	35,9	43,0	51,4	54,6	58,4	...
Venta de viviendas unifamiliares	-37,4	-22,6	-40,0	-27,1	-11,7	-4,5
Tasa de paro (2)	5,8	9,3	8,2	9,3	9,6	10,0	9,7	...
Precios de consumo	3,8	-0,4	0,0	-1,2	-1,6	1,4	2,6	...
Balanza comercial (3)	-695,9	-380,7	-605,7	-504,0	-415,4	-380,7
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	2,8	0,7	1,2	0,8	0,4	0,3	0,2	...
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	74,4	77,8	82,7	79,4	75,4	73,6	74,5	76,1

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.

cuando la expansión lleva varios trimestres en marcha. Así, numerosos trabajadores desanimados podrían incorporarse paulatinamente al mercado de trabajo a medida que la recuperación se haga efectiva, mientras que la proporción de parados de larga duración, para los que es más difícil encontrar empleo, dobla la de 1982, cuando la tasa de paro también llegó a sobrepasar el 10% y supondrá una dificultad adicional. Por todo esto, no se vislumbran mejoras apreciables hasta la segunda mitad de 2010.

El sesgo alcista de los precios se tomó en enero un respiro que contribuyó al mantenimiento de una estabilidad, una apreciable ayuda a la recuperación que, momentáneamente, deja margen a la política monetaria, aunque la tendencia de fondo sigue siendo moderadamente al alza. El índice general de precios al consumo (IPC) subió un 2,6% interanual, 2,7% en diciembre, afectado todavía por efectos de base en el precio del petróleo. El IPC

subyacente, el general sin los alimentos ni la energía, retrocedió respecto al mes previo, en términos desestacionalizados, y moderó su avance hasta el 1,6% interanual. Sin los alquileres imputados a los propietarios de viviendas, el subyacente se incrementó en un 2,8% interanual, también algo menos que en diciembre.

El déficit comercial de bienes y servicios de diciembre fue de 40.181 millones de dólares, 3.794 millones por encima del mes anterior debidos a las oscilaciones del precio del petróleo. El déficit, excluyendo petróleo y derivados, también tuvo un incremento, pero mucho menor. Con la recuperación de los flujos comerciales y de la demanda interna, el déficit comercial ha aumentado 14.000 millones de dólares desde su mínimo de mayo de 2009. Sin embargo, esta vuelta a la normalidad no debería llevarnos a los niveles de 60.000 millones de dólares, previos a la crisis, porque subyace una tendencia de corrección del déficit.

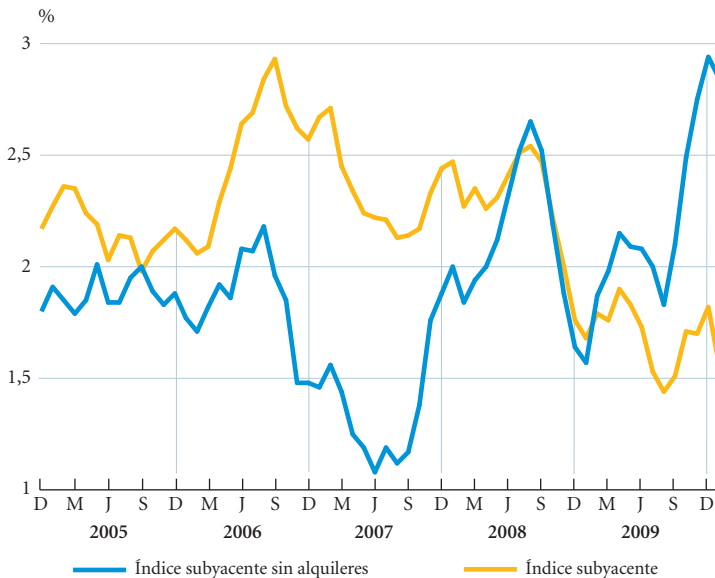
El mercado laboral tantea el fondo pero, con el desempleo en el 10%, las mejoras se harán esperar.

El IPC sube un 2,7% y los precios apuntan al alza.

El déficit comercial aumenta a causa del crecimiento de las importaciones.

ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN SE TOMA UN RESPIRO

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



NOTA: (*) El índice subyacente excluye alimentos y energía.

FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

Política monetaria: operación retorno

Situaciones desesperadas requieren medidas desesperadas. No es una exageración calificar así la actuación de algunos bancos centrales en los últimos dos años y medio. Por un lado, los tipos de interés oficiales se han reducido hasta mínimos. Por otro, las masivas inyecciones de liquidez han supuesto una gigantesca expansión de los balances de los bancos centrales, especialmente en el caso de los Estados Unidos y el Reino Unido. Todo ello ha contribuido a evitar un escenario deflacionista y a sentar las bases de la recuperación; pero una expansión monetaria de tal magnitud, de mantenerse a medio plazo, generaría fuertes presiones inflacionistas. Para evitar que ello acabe ocurriendo, es necesario plantearse la normalización de la política monetaria.

Estados Unidos ha sido el país, junto al Reino Unido, donde la expansión monetaria ha sido más agresiva. Desde finales de 2007, el tamaño del balance de la Fed se ha multiplicado por 2,5, un aumento similar al del balance del Banco de Inglaterra pero sustancialmente mayor que el del BCE, que sólo ha crecido alrededor de un 40%. De ese modo, los activos de la Fed alcanzaron en febrero de 2010 los 2,25 billones de dólares, equivalentes al 15,5% del PIB americano. La contrapartida a dichos activos está constituida, mayoritariamente, por la base monetaria –la suma del dinero en circulación y las reservas de los bancos en la Fed–. Cuando el banco central presta o adquiere instrumentos de deuda, lo hace poniendo en marcha la máquina creadora de dinero.

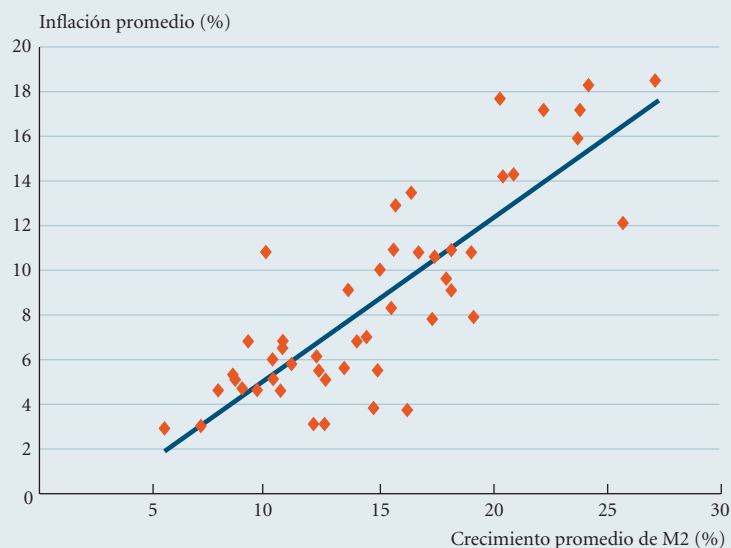
La expansión del balance de la Fed ha sido el resultado de dos tipos de medidas. Por un lado, en su papel de prestamista de última instancia, el banco central instauró una serie de programas con el objetivo de cubrir el enorme hueco que había creado el atesoramiento de liquidez por parte del sector privado. Entre ellos: una ven-

tanilla de subastas a plazo (*Term Auction Facility* o TAF) para proporcionar liquidez a las entidades de crédito sin el estigma asociado a la ventanilla de descuento; la facilidad de crédito para *primary dealers*, para otorgar crédito a entidades que no tenían acceso a la ventanilla anterior; y diversos programas de crédito (destaca la *Term Asset-backed Loan Facility* o TALF) para instituciones bancarias y no bancarias (como *hedge funds*, fondos de inversión, etc.) con el propósito de inyectar liquidez en mercados clave, como el de papel comercial y distintos tipos de titulizaciones. El saldo vivo del crédito otorgado a través de estas ventanas de crédito era de unos 110.000 millones de dólares en febrero de 2010⁽¹⁾. Relacionado con su función de prestamista de última instancia, la Fed también prestó en su día fondos al banco de inversiones Bear Stearns y a la aseguradora AIG para evitar su bancarrota. Estos préstamos representan un total de 116.000 millones en su balance.

Por otra parte, la Fed ha engordado su balance mediante lo que se ha denominado una estrategia de expansión cuantitativa: la compra de deuda pública y titulizaciones hipotecarias garantizadas por las entidades públicas Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae. Con esta estrategia, unida a la reducción de los tipos oficiales a corto plazo, el banco central pretendía inyectar liquidez al conjunto de la economía, saltándose la intermediación de una banca dañada por las pérdidas, y reducir con ello los tipos de interés a largo plazo. Ha habido un énfasis especial por reducir los tipos hipotecarios (en Estados Unidos la mayoría de hipotecas son a tipo fijo a un horizonte de entre 15 y 30 años) y apoyar así la recuperación del mercado de la vivienda. Bajo este programa, la Fed ha adquirido 300.000 millones en bonos del Tesoro y está cerca de alcanzar su objetivo para marzo de 1,25 billones de dólares en titulizaciones hipotecarias y 175.000 millones en deuda de agencias públicas. Ésta es, pues, la razón principal del engorde de la Fed.

LOS PELIGROS INFLACIONISTAS DE LA EXPANSIÓN MONETARIA

Promedios de inflación y crecimiento de M2 en 49 países (1970-2008)



FUENTE: Banco Mundial.

(1) A mediados de 2010, este saldo había llegado a alcanzar 1,5 billones de dólares. Su reducción se debe a la gradual normalización de la situación financiera y la finalización de algunos de estos programas de préstamo. Sólo el TAF y el TALF continúan vigentes (su clausura está prevista para finales de marzo con la excepción del TALF para titulizaciones de hipotecas de centros comerciales).

Consciente de que la expansión monetaria resultante de todas estas intervenciones constituye la posible semilla de un rebrote inflacionista, Ben Bernanke aprovechó su reciente comparecencia ante la Cámara de Representantes para perfilar una estrategia de salida para la Fed. Dejó claro que el banco central tiene a su disposición una variedad suficiente de herramientas para evitar que el excepcional aumento de la base monetaria (básicamente, el ingente exceso de reservas que los bancos mantienen en la Fed) acabe provocando una expansión excesiva del crédito y de los agregados monetarios (como M2) que prenda la mecha de la inflación.

En primer lugar, puede aumentar el tipo de interés con el que remunera las reservas que los bancos mantienen en la Fed. Ello presionaría al alza los tipos de interés del conjunto de la economía y, consecuentemente, desincentivaría la demanda de crédito. Otro instrumento consiste en reducir directamente las reservas bancarias a través de las operaciones regulares de drenaje de liquidez (con *reverse repos*). En estas operaciones, el banco central vende una letra del Tesoro comprometiéndose a recomprarla en un plazo determinado (normalmente unos días). Una alternativa similar a estas operaciones, que la Fed está estudiando, ofrecería depósitos a plazo fijo a las entidades de crédito. De esta forma, las reservas depositadas en estas cuentas no estarían disponibles para expandir el crédito al conjunto de la economía. Por último, la Fed puede retirar dinero en circulación mediante la venta de títulos que forman parte de su balance (operaciones de mercado abierto).

Bernanke dio pistas sobre la probable secuencia de pasos a tomar en los próximos meses aunque no concretó los plazos. Primero, finalizar los programas de compras de activos en la fecha prevista, de tal manera que el balance dejará de crecer en marzo. Segundo, alertar de que una subida de tipos está a unos meses vista (este aviso podría llegar hacia junio). Tercero, y simultáneamente con el paso anterior, iniciar operaciones de drenaje de reservas (a través de *reverse repos* y depósitos a plazo). Cuarto, comenzar –muy suavemente– el ajuste al alza de los tipos de interés (hacia finales de año). Y quinto, hacia la segunda mitad de 2011, cuando se espera que la economía ya marche a velocidad de crucero, la Fed podría iniciar la venta directa de los activos que tiene en su balance.

La estrategia de salida está perfilada pero no exenta de riesgos. En primer lugar, está por ver si el sistema financiero se encuentra suficientemente saneado para sobrellevar la normalización monetaria. Además, existe un cierto temor acerca del aumento que el fin de la compra de titulizaciones puede provocar sobre los tipos hipotecarios (estimado en 25-75 puntos básicos). Un efecto en la parta alta de las estimaciones podría complicar la recuperación inmobiliaria. Otro posible riesgo proviene del mercado de deuda pública, donde una pérdida de confianza por parte de los inversores –en ausencia de un plan de ajuste creíble– conllevaría un repunte de los tipos a largo plazo. Ello enfriaría la recuperación y podría obligar a la Fed a retrasar sus planes de normalización. Y un retraso haría más probable que las expectativas de inflación perdieran su anclaje –algo que debe evitarse a toda costa–. ¿Alguien pensaba que la salida iba a ser fácil?

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

**Japón crece un 4,6%
gracias a las exportaciones
y las ayudas públicas pero...**

Japón: menos bueno de lo que parece

La economía japonesa creció un 4,6% intertrimestral anualizado en el cuarto trimestre, aupada a partes iguales por el consumo privado, la inversión en equipo

y el sector exterior, mientras que el retroceso del PIB para el conjunto de 2009 quedó en el 5,1%. Pese a la fuerza del repunte, la recuperación nipona dista de ser vigorosa. En primer lugar, gran parte del último incremento intertrimestral se

debe a las dos revisiones sucesivas a la baja del crecimiento del trimestre previo, que pasó del 4,8% al 0,0%. De igual manera, el retroceso para el conjunto de 2008 se modificó del 0,7% al 1,2%.

La economía japonesa adolece de una demanda interna débil, inscrita en una dinámica deflacionista. Así, gran parte de la fuerza del consumo privado de los últimos meses se debe a masivas ayudas estatales al consumo de bienes duraderos. El endeudamiento de las arcas públicas japo-

nesas es el mayor de entre las economías ricas. El que los acreedores del sector público sean principalmente japoneses puede, hasta cierto punto, evitar turbulencias financieras, pero no cambia el hecho de que el endeudamiento público tiene un límite de sostenibilidad y que, con altos niveles de deuda, la eficacia de la política fiscal queda seriamente comprometida.

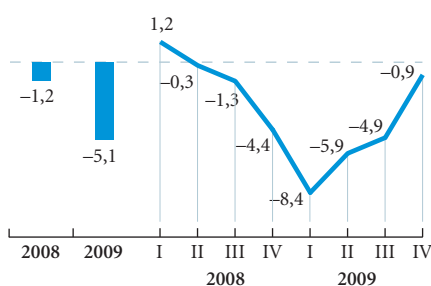
Los últimos indicadores de la oferta muestran que la mejoría se circunscribe al sector industrial y exportador. La producción

...revisa a la baja crecimientos anteriores y continúa aquejado por la debilidad de su demanda interna.

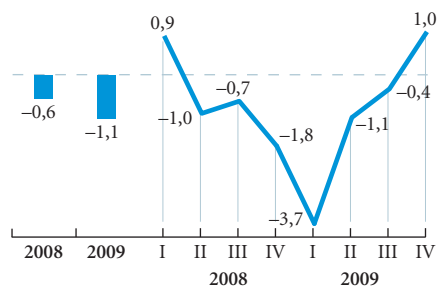
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

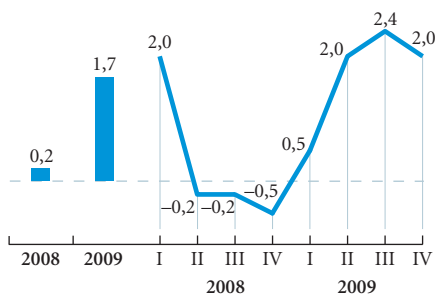
PIB



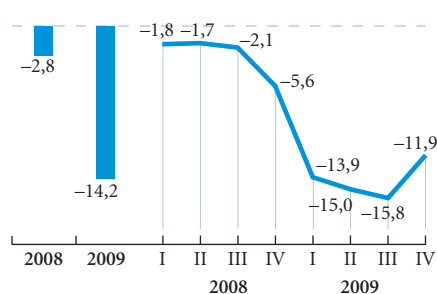
Consumo privado



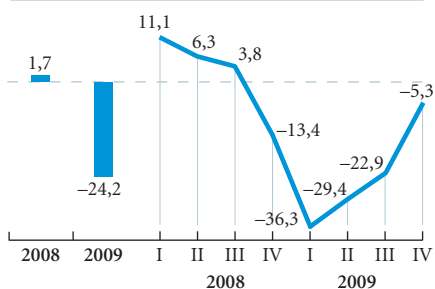
Consumo público



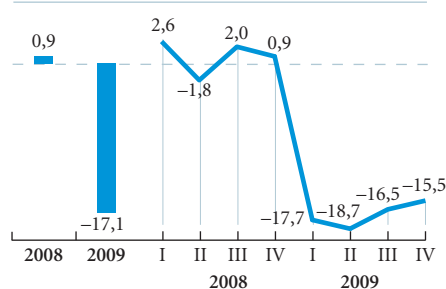
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	-1,2	-5,1	-8,4	-5,9	-4,9	-0,9	-
Ventas al por menor	0,3	-2,3	-3,9	-2,8	-1,9	-0,7	...
Producción industrial	-3,4	-22,3	-34,0	-27,6	-19,7	-5,3	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-2,8	-40,8	-58,0	-48,0	-33,0	-24,0	-
Viviendas iniciadas	2,5	-27,6	-21,5	-31,9	-35,9	-20,7	...
Tasa de paro (2)	4,0	5,1	4,4	5,2	5,5	5,1	...
Precios de consumo	1,4	-1,4	-0,1	-1,0	-2,2	-2,0	...
Balanza comercial (3)	4,0	4,1	1,4	1,0	1,7	4,1	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,8	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	86,6	98,6	102,1	95,7	97,0	99,6	99,3

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.

La recuperación de la industria se consolida.

industrial, que en Japón tiene una estrecha correlación con el PIB, mantuvo la intensidad ganada en el mes previo. El índice general de enero avanzó un 1,9% respecto a diciembre, en términos desestaciona-

lizados, y tuvo un crecimiento interanual del 5,2%, el primero desde junio de 2008. También mejoraron en diciembre las perspectivas de la inversión, con unos pedidos de maquinaria que tuvieron un re-

JAPÓN: LA RECUPERACIÓN DE LA INDUSTRIA SIGUE FORTALECIÉNDOSE

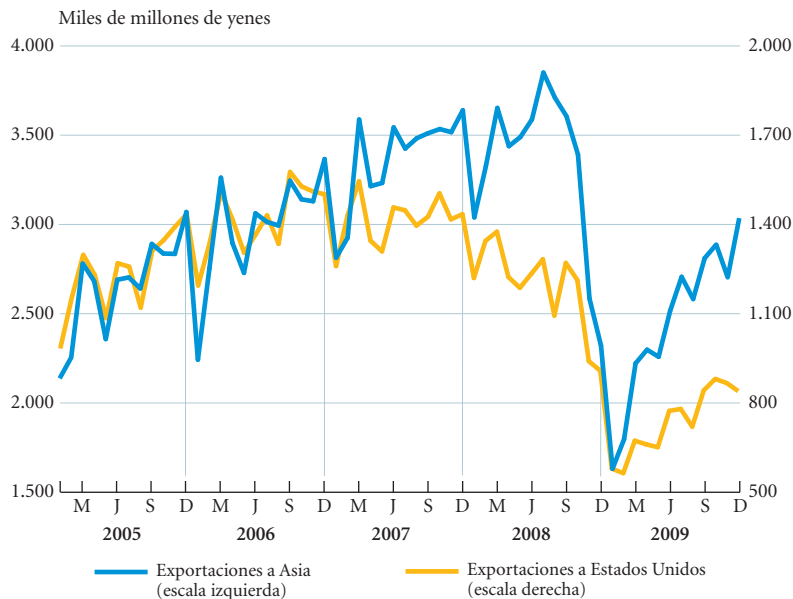
Índice de producción industrial



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

JAPÓN: UNA RECUPERACIÓN DESIGUAL DE LAS EXPORTACIONES

Exportaciones japonesas a Asia y a Estados Unidos



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

punte tanto en las compras destinadas al mercado interior como en la demanda de inversión de las empresas exportadoras.

El mercado de la vivienda, sin embargo, sigue sin ofrecer señales convincentes de fortaleza, con un precio del suelo en el conjunto de las seis mayores ciudades que acumula un descenso del 13,3% desde marzo de 2008 y unas viviendas iniciadas que siguen en niveles bajos. En un tono más positivo, el mercado laboral siguió mostrando una leve mejoría, con un mínimo descenso de la tasa de paro en diciembre, hasta el 5,1%, y con un sector manufacturero que mantuvo las ganancias de empleo del mes previo, siguiendo la estela de la recuperación industrial.

En el apartado de los precios, la debilidad de la demanda hará que las tendencias deflacionistas se prolonguen durante 2010. Así, el IPC de diciembre registró un descenso del 1,7% interanual y el índice subyacente, el general sin energía ni ali-

mentos, cedió un 1,2% interanual, acumulando un año de bajadas consecutivas. En el sector exterior, el superávit comercial de diciembre siguió estancado en unos niveles cercanos a la mitad del saldo previo a la crisis financiera. En este sentido, si bien la recuperación de las exportaciones a Asia, la mitad del total, sigue ganando fuerzas, no ocurre así con el resto. Un ejemplo paradigmático es el caso de las exportaciones a Estados Unidos, cuya trayectoria no lleva camino de recobrar el terreno perdido. En este sentido, los recientes problemas de Toyota, el principal productor mundial de coches, en Estados Unidos no contribuyen a enderezar el rumbo.

China pone a dieta su política monetaria

El año nuevo chino siempre viene cargado de buenos propósitos. Al menos eso parece haber pensado el gobierno chino

La vivienda no encuentra un fondo estable pero el empleo manufacturero mantiene sus avances.

El IPC baja un 1,7% y el sector exterior se recupera gracias a las exportaciones a Asia.

China endurece sus condiciones monetarias.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				2010
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	13,0	9,6	6,2	7,9	9,1	10,7	-
Producción industrial	17,5	12,6	9,7	9,0	12,3	17,9	-
Producción eléctrica	15,7	6,7	-4,3	-0,4	8,0	24,3	...
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	-0,6	-1,5	-1,3	0,7	1,5
Balanza comercial (**)	262	298	319	296	252	198	173
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	7,6	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

NOTAS: (*) Promedio.

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

(***) Porcentaje a final de periodo.

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

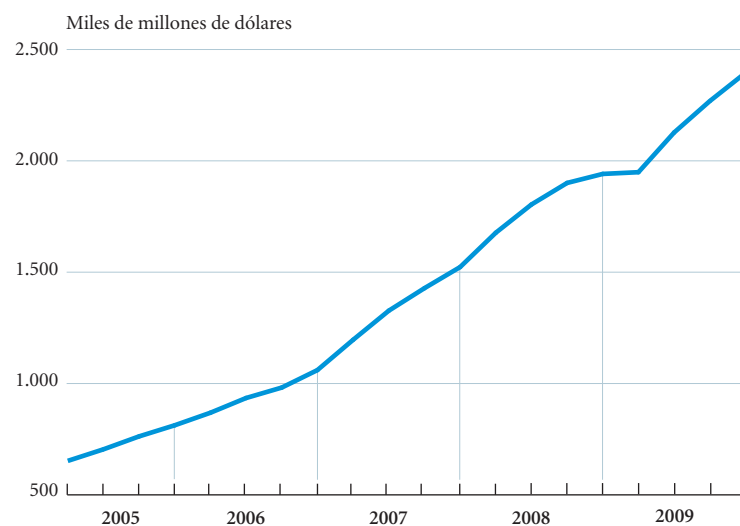
La mayoría de analistas coincide en una subida del tipo de interés en el segundo trimestre.

al anunciar, con la llegada del Año del Tigre a mediados de febrero, el segundo incremento del coeficiente de caja en los dos últimos meses. Después de un año de crecimiento respaldado por las políticas monetaria y fiscal de carácter expansivo, llega el momento de ponerse a dieta y evitar así presiones inflacionistas y burbujas de activos.

En el primer trimestre del año, el endurecimiento en las condiciones monetarias se ha centrado en la retirada de liquidez. Después de la subida de 100 puntos básicos, el coeficiente de caja se sitúa en el 16,5% para los grandes bancos, y en el 14,5% para las instituciones de menor tamaño. Asimismo, la mayor parte de analistas coincide en que el tipo de interés de referencia

CHINA SIGUE CON LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS

Reservas internacionales



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

a un año subirá 27 puntos básicos, hasta el 5,58%, en el segundo trimestre. El banco central pretende reducir de esta manera el ritmo de crecimiento del crédito, que alcanzó un 29,3% en enero.

A pesar de los controles a las entradas de capital, que no son infalibles, la expectativa de una apreciación del renminbi y el aumento de tipos ofrece una combinación muy atractiva para los inversores extranjeros. Ello redundará en una continua entrada de flujos financieros que, unidos al superávit de la balanza comercial, obligan a las autoridades a seguir acumulando reservas internacionales: a finales de 2009, éstas alcanzaron los 2,4 billones de dólares (véase gráfico anterior).

El cambio de rumbo monetario todavía no ha hecho mella en los indicadores de actividad de enero disponibles, que siguen mostrando la recuperación del gigante asiático. Sin embargo, el análisis de los datos de comienzos de año requiere una cierta prudencia por el salto en el calendario del año nuevo chino de enero en 2009 a febrero en 2010, y por los efectos de base del año anterior. En el frente exterior, y por segundo mes consecutivo, las exportaciones gozaron de una subida interanual, cuyo valor se elevó al 21%, por encima del 17,7% de diciembre. Mientras, las importaciones subieron un 85,5% interanual, frente al 55,9% del mes anterior, consecuencia de los mínimos de hace un año y de la reposición de inventarios de las empresas manufactureras. Así, el superávit de la balanza comercial ha disminuido de 18.400 millones de dólares en diciembre a 14.200 millones de dólares en enero.

Por el lado de la oferta, el índice de gestores de compras (PMI) continúa sobradamente por encima de los 50 puntos, umbral entre recesión y expansión. Por su parte, la demanda interna continúa apoyada por la inversión de capital, sostenida por el crédito y por el plan de inversiones

públicas. De nuevo, las ventas de vehículos mostraron su solidez y crecieron un 126% interanual en enero.

Por último, el índice de precios de consumo (IPC) empieza el año con un aumento del 1,5% interanual, algo menor de lo esperado y del 1,9% de diciembre, pero ya lejos de los valores negativos alcanzados en plena crisis global. Esta tendencia al alza también se refleja en los precios de los activos inmobiliarios, que en diciembre subieron un 7,8% interanual, su máximo en diecisiete meses.

Por ahora, pues, no afloran claras tensiones inflacionistas. Evitar su aparición y la de burbujas de activos dependerá en gran medida de la habilidad del gobierno en retirar a tiempo los estímulos monetarios y fiscales.

Brasil: Rousseff y la inflación pisan el acelerador

Se acabó el carnaval pero no la fiesta. La economía brasileña sigue dando muestras de fuerte recuperación y, sin embargo, tanto la política monetaria como la fiscal mantienen el signo expansivo que asumieron para impulsar la salida de la crisis. Un signo que se ha trasladado a la inflación y que empieza a surtir un efecto indeseado sobre las expectativas de precios a medio plazo. No en vano, los mercados descuentan ya la posibilidad de que el Banco Central de Brasil sea de los primeros en subir tipos y lo haga antes del verano. Dicha posibilidad halla soporte en el reciente ajuste al alza de los requisitos de reservas por parte del Banco Central de Brasil y en la escasa probabilidad de ajuste por el flanco fiscal, en vistas de las elecciones presidenciales de octubre. Unas elecciones a las que Dilma Rousseff, candidata del PT, se postula como favorita gracias al efectivo respaldo del entorno económico y del carismático Lula da Silva.

La mayoría de indicadores avanzados siguen marcando la recuperación.

El IPC y los precios de los activos inmobiliarios siguen al alza.

La mejoría económica en Brasil da ventaja a Dilma Rousseff.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				2010
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	6,1	5,1	-1,8	-1,7	-1,5	...	-
Producción industrial	5,9	2,9	-13,7	-11,3	-8,7	5,7	...
Confianza del consumidor (*)	132,3	140,4	128,5	128,4	141,9	154,2	158,7
Tasa de paro São Paulo (**)	15,0	13,0	12,6	13,9	13,1	11,8	...
Precios de consumo	3,6	5,7	5,8	5,2	4,4	4,2	4,6
Balanza comercial (***)	40,0	25,0	25,2	27,6	26,5	25,4	25,7
Tipo de interés SELIC (%)	12,75	11,25	11,25	9,25	8,75	8,75	8,75
Reales por dólar (*)	2,1	1,8	2,3	2,0	1,8	1,7	1,9

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.

Las expectativas de inflación para 2010 se deterioran.

La mayoría de analistas estiman que el producto interior bruto de Brasil crecerá en torno al 5% en 2010, gracias a un importante efecto de base y al impacto de los estímulos fiscales y cuasi-fiscales. Aunque se espera que las exportaciones vayan ganando tracción, y la reciente depreciación del real favorece esa tendencia, el principal motor económico en Brasil seguirá siendo autóctono gracias, en gran medida, a unos consumidores que siguen confiando plenamente en su economía. Así lo indica el índice que mide dicho sentimiento, con nueva subida y nuevo máximo histórico en enero (véase gráfico siguiente). La progresiva mejoría del mercado laboral contribuye a dicha confianza y ésta, a su vez, queda reflejada en la evolución de las ventas al por menor que, aun retrocediendo ligeramente respecto al mes anterior, aumentaron un 8,7% en noviembre respecto al mismo mes en 2008.

El sentimiento empresarial también sigue siendo muy positivo, acorde con una producción industrial que aumentó un 18% interanual en diciembre y con un índice de gestores de compras que se ubicó en los 57,8 puntos en enero, nivel indica-

tivo de expansión y el máximo alcanzado desde febrero de 2006. Con todo, la utilización de la capacidad productiva se sitúa en torno al 82% del total y tiene todavía recorrido al alza.

Ello no ha evitado que la robusta reactivación de la economía, el impulso de un crédito que ya alcanza el 45% del PIB y la permanencia de soportes fiscales al borde de unas elecciones acaben provocando el repunte de presiones inflacionistas. Según datos del Banco Central de Brasil, el índice de precios al consumo aumentó un 4,6% en enero y las expectativas de inflación para 2010 continúan deteriorándose aunque, al modo de entender del propio Banco, no de manera alarmante. A pesar de ello, es de esperar que pronto restrinjan las condiciones monetarias para no desviarse en exceso de la meta establecida e impedir, así, que la fiesta se desmadre.

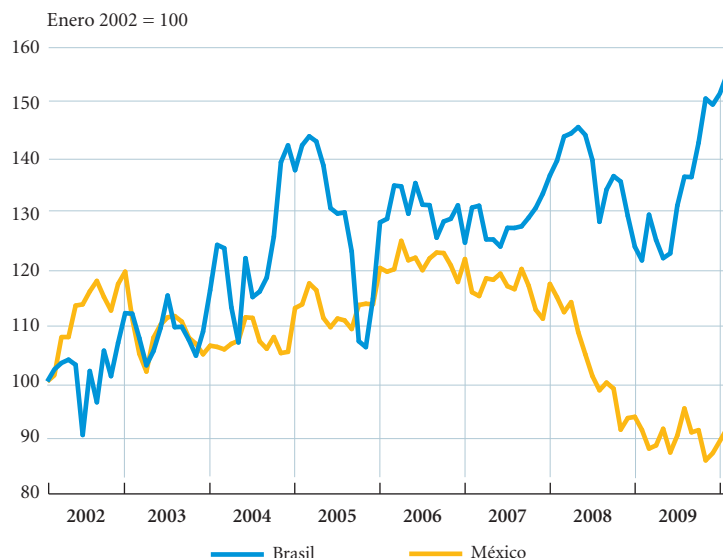
México: al otro lado del túnel

Confirmado: 2009 fue un *annus horribilis* para la economía mexicana. A pesar de haberse reconciliado con el crecimiento en el tercer trimestre del año, el PIB de

México archiva el 2009 con un retroceso del 6,6% del PIB mientras la recuperación avanza.

LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR SIGUE SUBIENDO EN BRASIL Y EMPIEZA A RECUPERARSE EN MÉXICO

Índice de confianza del consumidor



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

México anotó su peor registro en 30 años con un retroceso del 6,6%. Aun así, los datos del cuarto trimestre reportaron un incremento del 2% respecto a septiembre, certificando la continuidad de la recuperación y el avance hacia tasas de ac-

tividad más acordes con su potencial. De ese modo, el panorama económico en 2010 se anticipa mucho más favorable y así lo estiman el Fondo Monetario Internacional, Banxico o la propia Secretaría de Hacienda, cuyas recientes revisiones al

La demanda externa sigue llevando el timón de la recuperación.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				2010
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	3,3	1,5	-9,1	-8,5	-6,1	-2,4	-
Producción industrial	1,8	-0,9	-9,7	-9,6	-6,5	-2,0	...
Confianza del consumidor (*)	104,9	92,2	80,1	80,5	83,0	78,4	82,1
Índice avanzado de actividad	116,7	117,9	109,5	108,2	110,8	112,2	...
Tasa de paro general (**)	3,7	4,0	5,0	5,2	6,3	5,3	...
Precios de consumo	-22,7	-11,8	6,2	6,0	5,1	4,0	4,5
Balanza comercial (***)	-10,1	-17,3	-17,6	-15,9	-12,6	-4,7	-3,5
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	6,75	4,75	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	11,0	10,6	14,2	13,2	13,5	13,1	13,0

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

**La demanda interna
empieza a dar indicios
de mejoría.**

alza aproximan el crecimiento esperado a nuestra previsión del 4%.

Si México ya puede ver el túnel de la crisis por el retrovisor es gracias, fundamentalmente, al empuje de una demanda externa que sigue nutriéndose de la paulatina recuperación del consumo y de la actividad industrial en Estados Unidos. El avance del PIB mexicano entre septiembre y fin de año refleja, pues, la continuidad del tirón de la industria, que creció un 3% respecto al tercer trimestre, y cuya producción anotó, en diciembre, su primer incremento interanual tras diecisiete meses de retrocesos (del 1,3%). Este restablecimiento se explica por la extraordinaria mejoría de su buque insignia: el sector del automóvil, gran beneficiario de la recuperación de la industria estadounidense y de las exportaciones, que siguieron remontando en diciembre, un 22,8% respecto al mismo mes en 2008. Tanto el sector servicios como las actividades primarias contribuyeron también al crecimiento, con avances del 1% y el 0,9% (cifras intertrimestrales), respectivamente.

Todo apunta a que la recuperación irá ganando tracción a medida que avance el año. En diciembre, el índice global de actividad económica (IGAE), indicador adelantado de la trayectoria de la econo-

mía mexicana, creció un 0,5% interanual. Sin embargo, el afianzamiento del crecimiento en México exigirá la reposición de su pilar interno por lo que cabe esperar que el tímido optimismo que infunden ciertos indicadores acabe confirmándose. Por un lado, las ventas minoristas crecieron un 1,7% en noviembre respecto a octubre, a pesar de seguir en negativo en cifra interanual (un 1,5%). Por otro, la confianza del consumidor mexicano avanzó de nuevo en enero (véase gráfico anterior), gracias, en gran medida, a la mejoría del mercado laboral, cuya tasa de desempleo se redujo hasta el 4,8% en diciembre, y a pesar de la reciente subida de impuestos y tarifas.

Aunque dicha subida empujó la inflación hasta el 4,5% en enero, no se detectan, de momento, riesgos inflacionistas. La utilización de la capacidad productiva es aún relativamente baja, en torno al 70%, y el crédito al sector privado, aunque aminora su caída, sigue retrocediendo (un 3,4% interanual en diciembre y un 7,5% en 2009). En este contexto, y dada la fragilidad patente de la demanda interna, parece poco probable que Banxico mueva el tipo de interés, al menos, hasta finales de 2010. Por lo que a reformas estructurales se refiere, la demora se anticipa aún más larga.

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: la recuperación pierde fuelle

El cuarto trimestre de 2009 va quedando poco a poco atrás y con prácticamente todos los datos ya disponibles podemos llegar a dos conclusiones, una positiva y otra negativa. La positiva es que la economía continuó creciendo por segundo trimestre consecutivo y ello nos permite afirmar que la eurozona ya ha salido de la recesión. El producto interior bruto (PIB) aumentó un 0,1% con respecto al trimestre anterior, con lo que el retroceso para el conjunto del año ha alcanzado el 4,0%. Pero la conclusión negativa es que el perfil de salida que se está dibujando es muy plano. De momento, mantenemos nuestra previsión de crecimiento

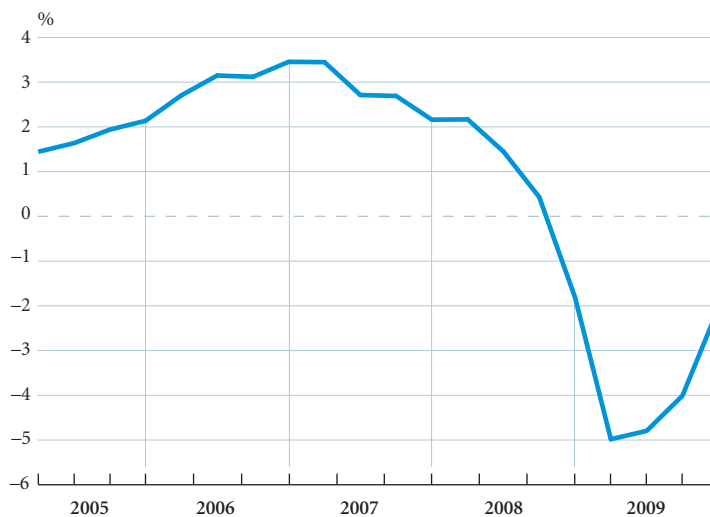
para el conjunto de 2010 en el 1,2%, pero los riesgos a la baja están aumentando claramente. Si no hay alguna sorpresa positiva en los próximos meses, ello nos podría obligar a reducir la previsión algunas décimas.

A pesar de que todavía no conocemos el detalle de la evolución de los distintos componentes del PIB, las series de alta frecuencia nos dan una idea de cuáles son los factores que están debilitando el proceso de recuperación y cuáles son los que lo mantienen vivo. Como se explica con detalle a continuación, todo apunta a que tanto el consumo como la inversión se mantuvieron muy débiles, mientras que el sector exterior sigue llevando las riendas del crecimiento.

La eurozona sale de la recesión pero a un ritmo muy lento.

LA EUROZONA SIGUE RECUPERÁNDOSE, PERO LENTAMENTE

Tasa de crecimiento interanual del PIB



FUENTE: Eurostat y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010
			I	II	III	IV	Enero
PIB	0,5	-4,0	-5,0	-4,8	-4,0	-2,1	-
Ventas al por menor	-0,7	-2,3	-3,3	-2,5	-2,1	-1,4	...
Confianza del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-32,5	-27,9	-21,3	-17,0	-15,8
Producción industrial	-1,7	...	-18,5	-18,6	-14,5	-7,7	...
Sentimiento económico (1)	93,5	80,8	65,7	70,2	79,9	91,9	95,7
Tasa de paro (2)	7,5	9,4	8,8	9,3	9,6	9,9	...
Precios de consumo	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4	...
Balanza comercial (3)	-1,2	-14,4	-36,3	-31,2	-5,3	15,2	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,6	1,2	2,0	1,3	0,9	0,7	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	110,6	111,7	109,9	111,0	112,1	113,8	110,8

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.

El consumo sigue siendo el talón de Aquiles de la recuperación.

Por lo que al consumo privado se refiere, su debilidad queda perfectamente reflejada en la pobre evolución que tuvieron las ventas minoristas a lo largo del cuarto trimestre. Después del susto que dieron en el mes de noviembre, dato que posteriormente se revisó ligeramente al alza, en el mes de diciembre se recuperaron levemente. Pero, en conjunto, no se aprecian síntomas convincentes de que las ventas minoristas hayan empezado a salir del pozo. Por otro lado, la confianza del consumidor continúa mejorando. Ello es bueno, pero el problema es que venía de mínimos históricos. Ahora se encuentra en niveles similares al mínimo alcanzado en 2003, por lo que aún le queda mucho camino por recorrer. El último elemento que no nos permite ser demasiado optimistas respecto a la recuperación del consumo es el mercado laboral. En el mes de diciembre la tasa de paro volvió a aumentar una décima y ya ha alcanzado el 10,0%. Es cierto que el ritmo de deterioro se ha aminorado en los últi-

mos meses, pero muy probablemente no se estabilizará hasta la segunda mitad del año.

Para predecir la evolución de la inversión siempre resulta muy útil analizar el comportamiento del índice de producción industrial, y la verdad es que éste sigue recuperándose con bastante rapidez. En el mes de diciembre la tasa de variación interanual se quedó en el -4,8%. Una caída importante, pero es que tres meses antes, en septiembre, el retroceso alcanzaba el -12,7%. De todas formas, estos datos deben leerse con cautela. La baja utilización de la capacidad productiva, que se encuentra en el 71,2%, frenará la recuperación de la inversión. Además, el índice de sentimiento económico de los gestores de compras PMI, que ya está disponible para el mes de febrero, apunta a que la velocidad de recuperación podría estar disminuyendo en el primer trimestre de 2010. Ello sería debido, especialmente, al sector servicios, mientras que el sector

La producción industrial remonta pero la inversión se mantendrá débil.

manufacturero parece que mantiene su tendencia alcista.

Las buenas noticias siguen llegando desde el sector exterior y esta vez por partida doble. Por un lado, las exportaciones continuaron aumentando con fuerza en el mes de diciembre. Dado que la evolución que tuvieron en los meses de octubre y noviembre también fue bastante buena, la tasa de variación interanual ha pasado del -19,3% del tercer trimestre al -7,9% en el cuarto trimestre. Las importaciones también redujeron considerablemente el retroceso, pero en menor medida. Por ello, muy probablemente el sector exterior habrá vuelto a contribuir positivamente al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre. Además, a lo largo de los últimos meses las exportaciones están recibiendo un impulso adicional: el abaratamiento del euro. El tipo de cambio respecto al dólar en poco más de dos meses ha pasado de 1,50 hasta niveles cercanos a 1,35, y esta tendencia aún podría tener algo más de recorrido.

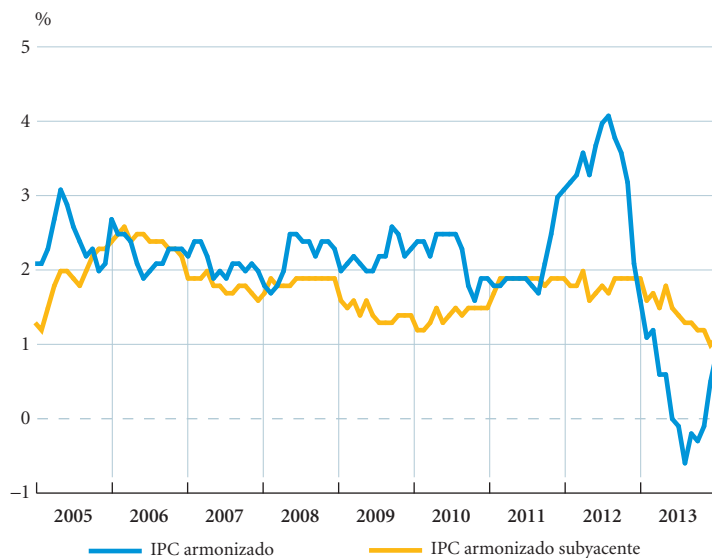
De todas formas, es importante resaltar que la rápida corrección del euro refleja, en parte, una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la eurozona por parte de los mercados. Además de la debilidad del consumo y la aminoración de la recuperación de la actividad, que han sido comentadas anteriormente, ha aumentado el riesgo de que la retirada de la política fiscal expansiva se deba hacer antes de lo previsto y de forma más rápida de lo deseado. El temor de los mercados ante el rápido aumento del endeudamiento de algunos países de la eurozona ya se hizo patente con el repunte de la prima de riesgo del bono soberano de Grecia, Portugal e Irlanda. Pero a lo largo del mes de febrero ha sido muy importante la caída de la rentabilidad del bono alemán a 10 años, que se ha situado por debajo del 3,19%. El Bund, como se conoce a este activo, es uno de los principales valores refugio y, por lo tanto, este movimiento debe ser interpretado como una reevaluación generalizada del riesgo-país.

El sector exterior sigue llevando las riendas del crecimiento...

...y ganará más fuerza por la depreciación del euro.

LA INFLACIÓN NO ES MOLESTIA EN LA EUROZONA

Tasa de variación interanual



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Pero los riesgos a la baja han aumentado.

Ante este escenario, la posición que acabe tomando el Banco Central Europeo cobra una especial importancia. De momento, su presidente, Jean-Claude Trichet, sigue manteniendo que el nivel actual del tipo de interés de referencia, actualmente en el 1%, es el adecuado. Sin duda, el índice de precios de consumo (IPC), que en enero se mantuvo en el 1%, no representa ningún riesgo. También la inflación subyacente se ha asentado en la zona cómoda y no da señales de que haya aumentado el riesgo de inflación o deflación. Es por ello que, de momento, mantenemos nuestra previsión de que el tipo de interés de referencia se mantendrá en el nivel actual has-

ta el cuarto trimestre. Pero si algunos países se ven obligados a retirar sus medidas fiscales expansivas antes de lo previsto, ello podría obligar al BCE a posponer el inicio de la subida de tipos hasta el año próximo.

En definitiva, la eurozona sigue avanzando, pero parece que lo está haciendo a un ritmo más lento del previsto. Ello hace que el momento actual sea especialmente delicado. El proceso de recuperación no pelagra, pero aún es frágil. Si en los próximos meses no hay ninguna sorpresa positiva, su consolidación podría retrasarse hasta el año próximo.

Uno para todos y... ¿todos para uno?

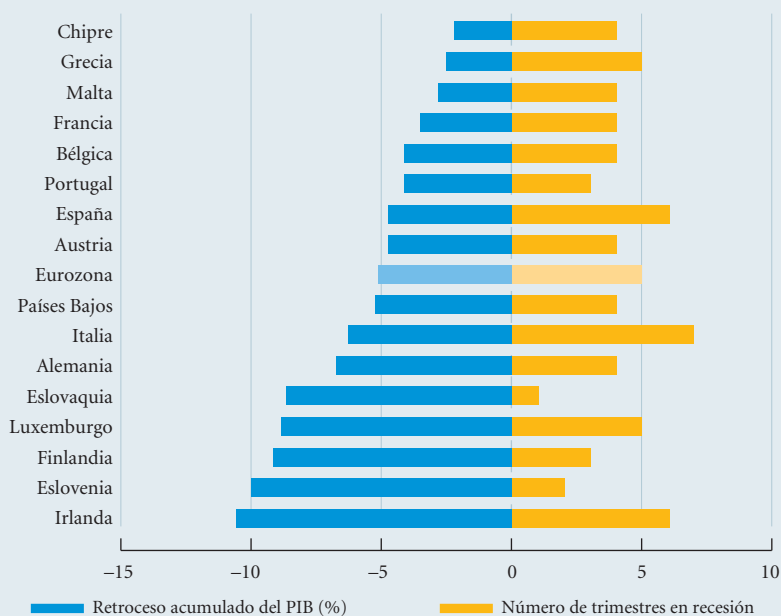
Cuando los países de la eurozona acordaron la creación de un banco central para todos, se sabía que llegarían momentos difíciles en los que todos deberían ir a una. Este momento podría llegar pronto. La actuación del Banco Central Europeo (BCE) siempre ha generado un intenso debate, pues su influencia sobre la actividad económica y el empleo es de primer orden, pero el debate que probablemente se generará en los próximos trimestres podría ser especialmente controvertido. El motivo es que si bien durante 2009 todos los países necesitaron una política monetaria extraordinariamente expansiva, ya que todos entraron en recesión a lo largo del año, las sendas de salida están siendo dispares. El conjunto de la eurozona probablemente necesitará que los tipos empiecen a subir entre finales de 2010 y principios de 2011, pero ello podría mermar el frágil proceso de recuperación de los países más rezagados.

La tónica de recuperación a distintas velocidades ha sido confirmada por los datos de crecimiento del cuarto trimestre. El producto interior bruto (PIB) de la eurozona avanzó un 0,1% con respecto al trimestre anterior y continúa alejándose de la sombra de la recesión. Ésta, en total, ha dejado un retroceso acumulado del PIB del 5,1%. La dinámica de la eurozona resume bastante bien la de sus dos principales motores, Francia y Alemania, pero la situación económica del resto de países es muy diversa. En alguno de ellos el retroceso ha sido mucho más moderado, como en Malta y Chipre, donde el PIB ha caído poco más del 2%. En Eslovenia y Eslovaquia, en cambio, el ajuste ha sido muy importante, pero se ha hecho de forma muy rápida –ha durado poco más de un trimestre– con lo que estos países ya han podido tomar el camino de la recuperación. En el otro lado del espectro se encuentra Irlanda, que lleva un año y medio en recesión y, de momento, el retroceso acumulado alcanza ya el 10,5%. Finalmente, hay un grupo de países con un ajuste relativamente moderado del PIB pero que todavía no ha salido de la recesión. Este sería el caso de España e Italia.

Ante este escenario, el BCE sigue manteniendo que el nivel del tipo de interés de referencia es el adecuado. Éste ya lleva nueve meses en el 1%, todo un récord histórico. Pero dado que la recuperación está siendo bastan-

EUROZONA: UNA RECESIÓN DISPAR

Duración y profundidad de la recesión en la eurozona



FUENTES: Eurostat y estimaciones propias.

te anémica, que los riesgos a la baja aún son considerables y que la inflación se mantiene estable –en enero se situó en el 1%– de momento no hay motivos para poner en marcha la subida de tipos. Este escenario, sin embargo, podría cambiar en los próximos meses. Es de esperar que la recuperación gane fuerza a partir del segundo semestre de 2010, cuando el consumo y la inversión empiecen a contribuir positivamente al crecimiento. Si ello sucede, las discrepancias sobre cuál debe ser la política a seguir por el BCE serán manifiestas. Las economías que liderarán el crecimiento de la eurozona podrían sufrir un aumento de las presiones inflacionistas y, en ese caso, requerirían una subida del tipo de interés. Pero los países que aún se encuentren en recesión, o justo empiecen a salir de ella, necesitarán que los tipos se mantengan bajos.

Este debate no es nuevo. De hecho, durante los años previos a la gestación del proyecto de la moneda única el temor principal era precisamente que si el ciclo económico de los distintos países no iba a la par, los costes de la unión monetaria podrían ser mayores que sus beneficios. De todas formas, se argumentó que la introducción de la moneda única aumentaría los lazos comerciales entre los distintos países de la eurozona y ello, a su vez, resultaría en una mayor coordinación de su ciclo económico.

Tras más de una década de política monetaria común, han sido numerosos los economistas que han estudiado si dicha sincronización ha aumentado. Las conclusiones no son demasiado alentadoras. En un reciente artículo, M. Camacho, G. Pérez-Quirós y L. Saiz muestran que las diferencias entre los ciclos de los distintos países podrían estar aumentando.⁽¹⁾

(1) *Do European business cycles look like one?*, Journal of Economic Dynamics & Control, 32, 2008.

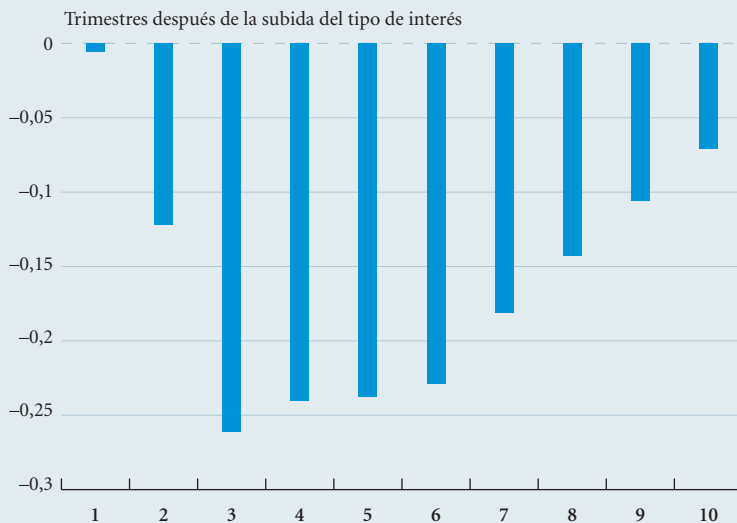
A este debate se le añadirá un condicionante adicional. Si el BCE empieza a subir el tipo de interés de referencia a finales de este año, los países que todavía necesiten algún estímulo para reanimar la actividad no podrán recurrir a un aumento de la política fiscal expansiva. Después del enorme esfuerzo hecho por el sector público para minimizar los efectos de la recesión, la deuda pública de la mayoría de países ya ha superado el 60% del PIB, y su déficit público se sitúa por encima del 3% del PIB, el máximo fijado en los criterios de Maastricht. La Comisión Europea, naturalmente, ya les ha abierto un expediente para asegurarse de que en los próximos años las cuentas públicas se irán saneando.

La economía española estará inmersa en este debate, pues como es bien sabido una subida del tipo de interés de referencia afectaría al *tempo* de la recuperación. En general, un aumento del tipo de interés reduce de forma gradual la tasa de crecimiento del PIB. Como se aprecia en el gráfico siguiente, un aumento de 1 punto porcentual reduce el crecimiento interanual del PIB en aproximadamente 25 puntos básicos al cabo de tres trimestres, cuando el efecto es máximo. Un coste nada despreciable que sólo debe incurrirse si la inflación amenaza con repuntar, pues ello suele traducirse en una mayor inestabilidad económica. Pero este coste no lo deberían sufrir aquellos países que están saliendo de una recesión y que no sufren presiones inflacionistas.

Es por ello que la disyuntiva en la que se encontrarán las instituciones comunitarias puede acabar siendo muy difícil. Aun así, si se diera el caso, no estarían en un callejón sin salida. La solución: mantener una política monetaria relativamente laxa y que aquellos países que lideren la recuperación aceleren la retirada de su política fiscal expansiva si su inflación repunta. De esta forma no se dañaría el proceso de recuperación de los países más rezagados y, al mismo tiempo, tampoco habría problemas de sobrecalentamiento en los países cuya recuperación está más avanzada.

EL TENSIONAMIENTO MONETARIO TIENE UN PRECIO

Impacto sobre la variación interanual del PIB de una subida del tipo de interés de 1 punto porcentual



FUENTE: Estimaciones propias para un grupo de países desarrollados.

Si acaba siendo necesario, la receta existe y es sencilla técnicamente, pero compleja políticamente. Para poder llevarla a cabo será imprescindible la máxima coordinación de todos los países e instituciones comunitarias. La política monetaria está centralizada en el BCE, pero la coordinación de la política fiscal deberá aumentar, tanto entre los distintos países como con la máxima autoridad monetaria. Si se quiere un banco central para todos, todos deberán ir a una.

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

La economía alemana se estanca en el cuarto trimestre

Estancamiento. Éste ha sido, sin duda alguna, el término más utilizado en los últimos días para describir la evolución de la economía alemana en el cuarto trimestre de 2009. La publicación del crecimiento intertrimestral nulo del PIB en este periodo supuso un freno al repunte registrado en los dos trimestres previos (con aumentos del 0,4% y 0,7% respectivamente). Como consecuencia, la contracción económica en el conjunto de 2009 se situó en el 4,9% respecto al año anterior, la mayor desde la gran depresión.

La interrupción de la senda de crecimiento sorprendió a los analistas que, si bien coincidían en el debilitamiento de la economía en los últimos meses del año, no estimaban su estancamiento. El desglose por componentes del PIB, publicado por el instituto de estadística alemán, señaló al consumo y las existencias como los principales responsables de esta pérdida de impulso económico. Su deterioro fue compensado únicamente por la mejora del sector exterior. Así, por segundo mes consecutivo, el saldo de la balanza comercial aumentó en diciembre respecto al mismo mes de 2008. Ello fue fruto de un incremento interanual de las exportacio-

La economía alemana se estanca en el último trimestre de 2009...

...a pesar de la recuperación del sector exterior.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010
			I	II	III	IV	Enero
PIB	1,0	-4,9	-6,7	-5,8	-4,8	-2,4	-
Ventas al por menor	0,0	-1,7	-2,4	-1,3	-1,7	-1,5	...
Producción industrial	-0,1	-16,1	-19,9	-19,2	-15,5	-9,2	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	82,6	84,8	89,9	93,5	95,8
Tasa de paro (**)	7,8	8,1	8,0	8,2	8,2	8,1	8,2
Precios de consumo	2,6	0,4	0,9	0,3	-0,3	0,4	0,8
Balanza comercial (***)	195,0	140,2	160,2	140,4	131,0	129,5	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La debilidad del consumo conlleva un débil crecimiento a inicios de 2010.

Los indicadores de la oferta muestran una recuperación de la actividad alemana.

Se espera que 2010 finalice con una recuperación autosostenida.

La economía gala acelera su crecimiento en el cuarto trimestre...

nes del 1,2%, el primero en más de un año, al mismo tiempo que las importaciones registraban una caída del 7,9%.

Ante esta tesitura, es necesario preguntarse hasta qué punto la ralentización de la recuperación alemana fue resultado de un hecho circunstancial o, si por el contrario, representa el inicio de un periodo de crecimiento nulo (o incluso negativo). Es evidente que el repunte de la economía a mediados del año pasado vino parcialmente explicado por el incremento de las existencias y las medidas de estímulo económico adoptadas por el gobierno. Entre las últimas, destaca el incentivo para la compra de automóviles, finalizado en noviembre de 2009, que supuso el adelanto de las decisiones de compra de los consumidores. Fruto de ello, las matriculaciones de vehículos a partir de entonces se redujeron, presentando caídas del 4,6% y 4,3% en diciembre y enero, respectivamente.

Estos recursos coyunturales significaron un aumento de la tendencia del crecimiento de la economía germana en el segundo y tercer trimestre de 2009, a cambio de un menor crecimiento futuro. Se espera, por consiguiente, un incremento de la economía más moderado durante los próximos trimestres, siendo de nuevo el sector exterior la principal vía de crecimiento del país. Por su lado, la demanda interna mantendrá su debilidad, especialmente durante la primera mitad de 2010, debido a la floja evolución del consumo.

Las tendencias que muestran los indicadores de mayor frecuencia señalan hacia esta dirección. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor siguieron reduciéndose en diciembre, con una caída del 1,8% respecto al mismo mes de 2008. A pesar de que la tasa de desempleo de enero se situó en el 8,2%, sólo medio punto porcentual superior al mínimo alcanzado en 2008, las expectativas de deterioro del mercado laboral en los próximos meses

mantendrán esta caída del consumo. Ello es lo que se desprende de la reducción de la confianza de los consumidores en enero, motivada tanto por su componente presente como futuro. Fruto de este menor consumo, se prevé que la variación de los precios se mantenga moderada a lo largo de 2010.

Por el lado de la oferta, los datos permiten prever una recuperación de la actividad a corto plazo. Así, el repunte de la demanda externa fortaleció los pedidos industriales que, como muestra el gráfico anterior, volvieron a registrar un crecimiento interanual positivo en el mes de diciembre de 2009, tras dieciocho meses de reducción. Debido a que los cambios de tendencia de los pedidos industriales se avanza a los de la producción industrial, se espera que ésta vuelva hacia la senda de crecimiento en el primer trimestre de 2010. Además, tanto la mejora del índice IFO de actividad empresarial en enero como el nuevo crecimiento de la utilización de la capacidad productiva de febrero, auguran una recuperación paulatina de la inversión.

En definitiva, el estancamiento de la economía en el último trimestre de 2009 muestra las dificultades que aún existen hasta alcanzar una senda de crecimiento autosostenida. Sin embargo, se espera que la economía germana finalice el año registrando un claro crecimiento interanual, que tanto el Bundesbank alemán como el Fondo Monetario Internacional lo sitúan alrededor del 1,5%. Esta cifra significaría finalizar 2010 con un crecimiento más robusto.

Francia toma el timón de la recuperación europea

La economía francesa creció por tercer trimestre consecutivo en octubre-diciembre de 2009, con un aumento del 0,6% in-

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	Diciembre
PIB	2,3	0,3	-1,7	-3,5	-2,7	-2,3	-	-0,3	-
Consumo de los hogares	4,8	-0,6	-2,5	-0,8	0,6	0,0	3,6	3,5	5,9
Producción industrial	1,2	-2,4	-9,0	-15,7	-15,2	-11,2	-8,1	-3,8	-2,3
Tasa de paro (*)	8,3	7,9	8,3	8,9	9,3	9,6	9,9	10,0	10,0
Precios de consumo	1,5	2,8	1,8	0,6	-0,2	-0,4	-0,2	0,4	0,9
Balanza comercial (**)	-33,8	-48,8	-55,4	-55,0	-52,5	-44,4	-40,1	-40,1	-42,4

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

tertrimestral. Esta tasa fue superior al 0,2% registrado en el periodo anterior y confirmó la recuperación iniciada en el segundo trimestre del año. Como consecuencia, la contracción acumulada en el conjunto del ejercicio fue del 2,2% respecto a 2008, la menor entre las principales economías europeas, situando a Francia como principal motor de la zona del euro.

El desglose provisional de los diferentes componentes del PIB muestra que este crecimiento fue liderado principalmente por el consumo privado y la variación de existencias, con contribuciones sobre el PIB trimestral de 0,7 y 0,9 puntos porcentuales respectivamente. El impulso brindado por ambos componentes fue parcialmente contrarrestado por la contribución negativa de la demanda externa, de 0,8 puntos, motivada por el repunte del 3,5% intertrimestral de las importaciones, superior al 0,9% de las exportaciones. Por otro lado, las contribuciones del consumo público (0,2 puntos) e inversión (-0,2 puntos) fueron similares a las del trimestre anterior.

Sin embargo, el crecimiento de la economía gala perderá impulso durante los próximos trimestres, fruto de la menor contribución de las existencias y la re-

ducción de las medidas de estímulo económico gubernamentales. Entre éstas destacan los incentivos a la compra de automóviles que, ante la perspectiva de su paulatina desaparición a partir de enero de 2010, estimularon las matriculaciones sobremanera en los últimos meses del año pasado. A pesar de ello, la economía gala mantendrá un buen ritmo de crecimiento que, según las previsiones del gobierno, se situará en el 1,4% en 2010, por encima de la media europea.

Los indicadores disponibles para principios de 2010 se sitúan en esta dirección. Por el lado de la demanda, es importante analizar la tendencia del consumo privado francés, ya que representa más del 60% del PIB. La importante mejora de la confianza del consumidor en el mes de enero permite prever que el consumo privado seguirá creciendo moderadamente durante los próximos meses. Incluso en un contexto de incremento de la tasa de paro a corto plazo, después de mantenerse en diciembre en el 10,0%. Esta lenta recuperación del consumo sitúa las previsiones de la inflación francesa alrededor del 1,2% en 2010, aún por debajo de la media de los últimos años, aunque muy superior al mínimo alcanzado en 2009 del 0,2%.

...impulsada por el consumo privado y las existencias.

El consumo privado seguirá creciendo aunque a un ritmo menor.

La inversión gala no se recuperará hasta finales de 2010.

Por su parte, la demanda externa de productos franceses seguirá creciendo en los próximos meses. Ello será posible gracias a la recuperación económica de los principales socios comerciales galos y la reducción del tipo de cambio euro-dólar, que hace más atractiva la demanda de bienes por parte de países extracomunitarios.

La prolongación de la recuperación de la demanda a lo largo de este ejercicio permitirá que la producción industrial francesa continúe mejorando lentamente. Ello, sin embargo, no se traducirá en un crecimiento de la inversión hasta que la utilización de la capacidad productiva alcance tasas superiores al 80%, más de cinco puntos porcentuales por encima del último dato disponible (74,7% en el primer trimestre de 2010). Como consecuencia, la inversión no empezará a contribuir positivamente en la economía hasta bien entrada la segunda mitad del año.

En este contexto de recuperación económica tendrán lugar las elecciones regionales francesas. Como suele ser costumbre, las encuestas consideran que los resultados serán desfavorables para el partido en el poder, dejando como ganador al Partido Socialista, lo que supondría un nuevo entorno político para los dos últimos años de mandato del presidente Sarkozy.

La recuperación italiana es aún muy frágil

Tras un tercer trimestre en el que la economía italiana parecía salir de la recesión, con un crecimiento del 0,6% intertrimestral, los últimos tres meses de 2009 pusieron de manifiesto la fragilidad de esta recuperación, con una contracción del PIB del 0,2% respecto al trimestre anterior. Como consecuencia, la caída acumulada en el conjunto del año fue de un 4,9%, la

mayor registrada desde 1971. Se espera, sin embargo, que durante los próximos trimestres la economía vuelva a crecer, aunque a un ritmo muy moderado, fruto de la debilidad de sus distintos componentes.

Uno de los principales motivos de esta contracción de la economía en el cuarto trimestre se encuentra por el lado de la oferta. Así en este periodo la producción industrial se redujo un 0,8% intertrimestral, frente al crecimiento del 4,4% experimentado en el trimestre anterior. Ante este contexto, la evolución positiva de los pedidos industriales en el mes de diciembre y enero permite atisbar cierto grado de mejora, aunque moderada, en el primer trimestre de 2010. Como consecuencia, se espera que la inversión se mantenga débil en la primera mitad del año.

La pérdida de impulso de la actividad vino explicada por la evolución de los distintos indicadores de demanda. La caída, del 6,7% intermensual, de las ventas al por menor en el mes de noviembre, junto con la reducción de las ayudas para la compra de automóviles, supusieron un debilitamiento del consumo en este periodo. Además, el deterioro del mercado laboral, con más de dos millones de parados a finales de 2009 y una tasa de paro cercana al 8,5%, provocó una reducción de la confianza de los consumidores italianos en enero. Ello no permite esperar una recuperación del consumo a corto plazo, manteniendo la tasa de inflación italiana por debajo de la media de los últimos años.

Por el lado del sector exterior tampoco se prevé un aumento de la demanda de bienes italianos. A pesar de la nueva mejora del déficit comercial en diciembre, las exportaciones continuaron sin dar muestras de mejoría, con una reducción en diciembre del 0,5% respecto al mes anterior.

La economía italiana se contrae un 0,2% intertrimestral en el cuarto trimestre de 2009.

El consumo interior italiano se mantiene muy débil.

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	Diciembre
PIB	1,5	-1,0	-2,9	-6,0	-5,9	-4,6	-	-2,8	-
Ventas al por menor	1,4	-0,3	-2,3	-3,1	-1,2	-2,3	0,4	-1,3	...
Producción industrial	2,2	-3,4	-10,6	-21,3	-22,9	-15,9	-12,7	-9,0	-5,7
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	1,0
Balanza comercial (**)	-12,8	-10,0	-12,3	-11,1	-9,1	-5,3	-4,6	-4,4	-4,1

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Las previsiones del FMI y del gobierno italiano sitúan el crecimiento de la economía en 2010 alrededor del 1,0%, ligeramente menor que el esperado para la zona del euro. Se confía, sin embargo, en que este crecimiento se mantenga en niveles bajos los próximos años. Es por ello que el ministro de economía italiano anunció que las nuevas medidas de estímulo económico estarán orientadas a sectores que mejoren la competitividad futura de la economía transalpina, en detrimento de otros sectores como el automotriz.

Reino Unido: mal inicio de año

La revisión del PIB del cuarto trimestre del año pasado indica que la economía británica dejó la recesión con un crecimiento intertrimestral del 0,3%, lo que supone una revisión al alza respecto a la estimación inicial. Aun así, la recuperación hasta los niveles anteriores a la recesión será prolongada y los riesgos de una recaída no están completamente despejados debido a la retirada de buena parte de los estímulos públicos en 2010. En esta misma línea, el escenario de previsión del Fondo Monetario Internacional pronostica un tímido crecimiento del 1,3% para

el año en curso, cifra muy similar a la de las principales economías europeas.

La tónica de debilidad del consumo se acentuó a principios de 2010. El impuesto sobre el valor añadido (IVA) retomó en enero su nivel previo del 17,5% después de trece meses al 15%, lo cual favoreció que las familias anticipasen sus compras antes de que finalizase el año. Además, el impacto de las históricas nevadas en los canales de distribución también puede haber contribuido al deterioro del gasto de principios de año. Las ventas al por menor, acorde con lo expuesto, disminuyeron un 1,8% intermensual en enero, el peor descenso desde junio de 2008. El mercado laboral, un factor más estructural del consumo de las familias, ha revertido su tendencia positiva de los últimos meses: el número de parados registrados aumentó inesperadamente en enero, lo que significa que el ajuste laboral aún no habría llegado a su fin.

El sector exterior ha representado un elemento clave de reactivación económica, incluso más que el gasto público, con una aportación media de 0,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2009. La evolución de este componente vendrá determinada por la recuperación de las eco-

La economía italiana crecerá un 1,0% en 2010 según el FMI.

La economía británica abandona la recesión.

El consumo, lastrado por factores coyunturales y estructurales.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010
			I	II	III	IV	Enero
PIB	0,5	-5,0	-5,4	-5,9	-5,3	-3,3	-
Ventas al por menor	1,5	0,5	-2,4	-1,4	2,8	3,2	0,8
Producción industrial	-3,1	-10,2	-12,5	-11,7	-10,6	-5,9	...
Tasa de paro (1)	2,8	4,7	4,2	4,7	4,9	5,0	5,0
Precios de consumo	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1	3,5
Balanza comercial (2)	-93,7	-86,6	-91,9	-88,5	-83,9	-82,1	...
Tipo de interés Líbor 3 meses (3)	5,5	1,2	2,1	1,4	0,8	0,6	0,6
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	97,6	73,9	73,9	77,0	83,7	79,0	80,4

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

(4) Índice ponderado por los flujos de comercio exterior (Enero 2005 = 100). Valores mayores significan apreciación de la moneda.

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

Los precios repuntan hasta el 3,5% interanual en enero debido al aumento del IVA.

nomías de la zona del euro –donde se destinan la mitad de las exportaciones británicas– y la trayectoria de la libra esterlina.

La inflación ascendió al 3,5% interanual en enero, una tasa marcadamente superior al 2% objetivo. El incremento no resulta sorprendente debido a las causas transitorias que hay detrás de él, unos precios energéticos excepcionalmente bajos en enero de 2009, además del ya comentado incremento del IVA. Este repunte temporal no acelerará la retirada de los estímulos monetarios por parte del Banco de Inglaterra, que, por el momento, está a la expectativa de ver cómo evoluciona la recuperación económica. La incertidumbre acerca de ésta y el bajo grado de utilización de la capacidad instalada –un factor que acostumbra a contener el nivel de precios– pueden dar lugar a nuevas inyecciones de liquidez a corto plazo. Aún así, los riesgos inflacionistas, derivados de la depreciación acumulada de la libra y de la gran expansión monetaria llevada a cabo, no desaparecen y es probable que las autoridades monetarias suban los tipos a finales de año.

La recuperación toma forma a ritmos muy diferentes en Europa emergente...

Quo vadis, Europa emergente?

Aunque los países comunitarios de Europa central y oriental convencionalmente quedan englobados bajo la etiqueta de Europa emergente, se trata de economías con rasgos claramente diferenciados. La contundencia de la crisis crediticia global ha ensombrecido este hecho, pero ahora, cuando todas ellas enfilan la senda de la recuperación, se vuelve a poner de manifiesto que mientras algunas transitan por esta vía con rezago otras han despegado. Es recomendable, por tanto, tratar de identificar de forma individual la situación actual y perspectivas de estos países.

Polonia destaca por méritos propios. La mayor economía de la región ha sido el único estado miembro de la Unión Europea capaz de crecer en 2009. El análisis de su crecimiento nos indica el porqué: en el pasado año, el crecimiento del 1,7% se debió a que la notable aportación del sector exterior (2,6 puntos porcentuales) compensó sobradamente la caída de la demanda interna. E incluso el deterioro de la demanda interna enmascaró una

composición no tan desfavorable como cabría esperar, ya que el consumo privado fue capaz de crecer, un comportamiento nada habitual en Europa en este complicado 2009. ¿Dónde ha radicado la singularidad polaca? En una combinación propia de menores excesos en la etapa de expansión previa (que tiene su reflejo más palmario en su menor dependencia de la financiación exterior), mayor margen de política económica y reducidos problemas bancarios.

A partir de estos puntos fuertes polacos podemos definir dos grupos de economías diferenciadas. El primero lo formaría Eslovaquia y la República Checa. Aunque se benefician de una escasa acumulación de desequilibrios durante la fase expansiva y de un frente bancario sin excesivas dificultades, como Polonia, son dos países que exhiben rasgos específicos que condicionan su evolución cíclica. Así, la República Checa registra unos vínculos comerciales con la eurozona muy elevados (un 70% de sus exportaciones se destina a dicho mercado, el mayor porcentaje de toda Europa emergente). Eslovaquia, por su parte, muestra una fuerte especialización en automoción y bienes de inversión. Ello explica que, frente al crecimiento positivo polaco en 2009, el PIB de Eslovaquia cayera del orden del 5% en el año pasado y el de la República Checa lo hiciera un 4% aproximadamente. Dadas las magras perspectivas de recuperación de la zona de la moneda única para 2010, su salida de la recesión no será explosiva, con un avance previsto del PIB levemente superior al 2%.

Frente a este grupo de países con unos fundamentos macroeconómicos aceptables, pero fuerte exposición a la Unión Europea o especialización sectorial muy acusada, las economías bálticas, Rumania y Hungría sufren de una combinación que es prácticamente el reverso de Polonia. Se trata en todos los casos de países

que acumularon sensibles desequilibrios macroeconómicos durante la expansión, cuyo reflejo más apreciable fue la fuerte dependencia de la financiación internacional. Esta dinámica afectó, en mayor o menor medida, a su sistema crediticio. Además se trata de países con notables vínculos con la Unión Europea, tanto financieros como comerciales.

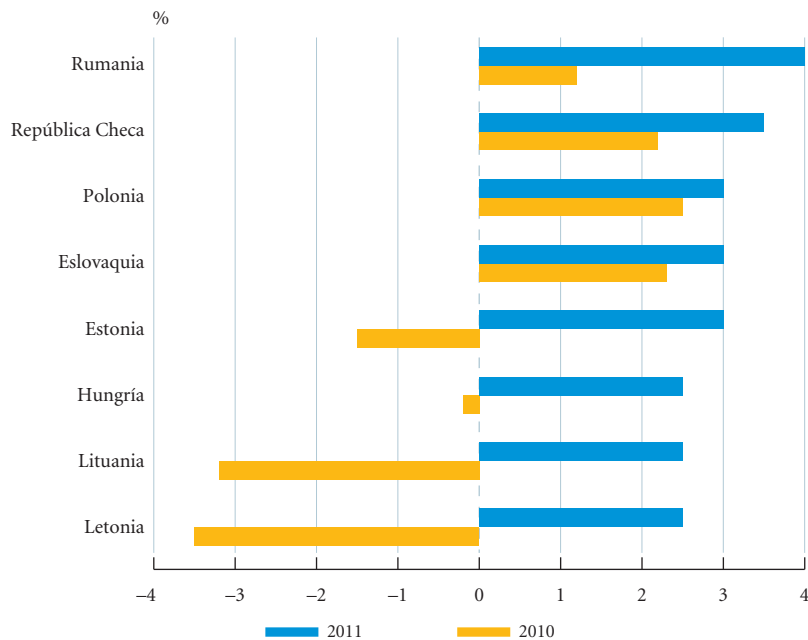
Todo ello condujo, como es conocido, a la necesidad de realizar un fuerte ajuste económico que hundió su actividad en 2009. La caída del PIB fue de aproximadamente el 7% en Rumania y apenas menor en Hungría, y de entre el 15% y el 18% en Estonia, Lituania y Letonia. Adicionalmente, en los casos de Letonia, Hungría y Rumanía se tuvo que garantizar la financiación internacional mediante la ayuda del Fondo Monetario Internacional y otros organismos multilaterales. Ahora lo peor ha pasado y la fuerte intensidad de dicho ajuste facilitará, de hecho, un salto adelante en términos de actividad en 2010 (insuficiente, no obstante, para permitir que el PIB de los bálticos vuelva a crecer en este año).

Esta segmentación de la región en distintos grupos de países la comparten los inversores internacionales. Aunque la atención mediática se ha centrado en el grado de contagio que la crisis de la deuda griega está teniendo en los niveles de riesgo-país de los países mediterráneos de la eurozona, cabe preguntarse si dicho proceso de contagio ha alcanzado a las economías de Europa emergente. La respuesta es que los mercados han identificado claramente aquellos países con menores necesidades de financiación internacional (uno de los aspectos que antes mencionábamos), «aislándolos» del fenómeno griego, mientras que otros con mayor requerimiento de financiación externa o una gestión menos rigurosa de sus finanzas públicas han sufrido más. Todo ello, no obstante, sin

...destacando una Polonia con una dinámica positiva.

La República Checa y Eslovaquia exhiben buenos fundamentos macroeconómicos...

...mientras que los bálticos, Hungría y Rumania sufrirán más en 2010.



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

La crisis de la deuda griega no ha impactado significativamente en la región.

que los niveles de riesgo-país hayan ascendido peligrosamente en ninguna economía de la región.

Así, por ejemplo, tomando como indicador de riesgo-país el coste de asegurar el impago de la deuda pública (*Credit Default Swap*) a cinco años, a mediados de octubre de 2009 el nivel de Grecia y Polonia era prácticamente idéntico. Entre dicho momento y principios de febrero de 2010, punto álgido en la desconfianza de los inversores, Grecia vio aumentar el coste de asegurar su deuda en más de 300 puntos básicos, mientras el de Polonia apenas repuntó 50 puntos básicos. Y aún menores fueron los aumentos de la República Checa y Eslovaquia, dos países muy prudentes en su gestión presupuestaria. Incluso Hungría, una de las economías

cuyo riesgo-país sufrió mayor desgaste, no superó los 100 puntos básicos, aumento inferior, por ejemplo, al registrado por España en dicho periodo.

¿Y más allá de 2010, hacia dónde va Europa emergente? La historia de «una región, múltiples trayectorias económicas» que esperamos para 2010 cederá el paso a un mayor grado de sincronización cíclica en 2011. A medida que la expansión tome fuerza, los diferenciales de crecimiento entre los países de la región se estrecharán. Esta convergencia del ritmo de actividad se hará, desafortunadamente, por debajo del potencial de crecimiento en la mayoría de casos, certificando que la fuerte crisis de 2009 ha dejado un peaje que no se liquidará en un corto lapso de tiempo.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Las medidas no convencionales se van retirando, pero las subidas de tipos se harán esperar

La Reserva Federal (Fed) decidió a finales de enero mantener el tipo oficial de referencia en el 0,25%. Si bien la decisión no sorprendió a los mercados, se debe destacar que la misma no se adoptó por unanimidad, algo que no sucedía desde agosto de 2008. Thomas Hoening, presidente de la Fed de Kansas City, votó negativamente. En declaraciones previas a la reunión, Hoening señaló que la normalización monetaria «debería ocurrir más pronto que tarde», posicionándose a favor de una política más restrictiva para evitar que las expectativas de inflación se desanclen.

Las noticias relevantes en cuanto a la política monetaria no convencional se produjeron el 10 de febrero, durante la comparecencia de Ben Bernanke –presidente de la Fed– ante la Cámara de Representantes de los Estados Unidos. En su discurso, Bernanke ahondó en la secuencia de acciones que seguirá la Fed. A grandes rasgos, la Fed cuenta con tres opciones: drenar liquidez y posteriormente subir tipos, subir tipos y luego drenar o realizar ambas a la vez. Posiblemente, y leyendo entre líneas las palabras de Bernanke, la secuencia que practique la Fed se parezca al tercer tipo: en un primer momento, drenar parte del exceso de reservas –usando para ello instrumentos como los acuerdos de recompra invertidos (*reverse repos*) y los depósitos a plazo– para, en una etapa inmediatamente posterior, subir los tipos de interés, incluso aunque se mantenga todavía una situación de exceso de reservas (contando para ello con

otro instrumento poderoso como es la capacidad de remunerar dichas reservas).

La reducción del tamaño del balance de la institución y su recomposición, es decir, la venta de activos en cartera, es otro de los aspectos relevantes en la estrategia de salida que seguirá la Fed. Acerca de este punto, Bernanke aclaró que en un futuro inmediato no se considera la venta de activos como una opción conveniente, pero ha matizado que para ayudar en el proceso de reducción del balance, la Fed está dejando vencer deuda de las agencias y activos con garantía hipotecaria (en inglés, *mortgage backed securities* o MBS). Las actas de la última reunión de la Fed reflejan que no hay un consenso pleno acerca del momento adecuado para comenzar la venta de activos, aunque todo indica que la visión que primará finalmente es la de Bernanke.

El aspecto pasivo de la estrategia de salida –vencimiento natural de facilidades– sigue su curso. Así lo indicó Bernanke, al señalar que la línea TAF (*Term Auction Facility*) y la TALF (*Term Auction Lending Facility*) vencerán el 8 y el 31 de marzo, respectivamente.

El 18 de febrero, la Fed avanzó un paso más en el proceso de normalización al anunciar que incrementaba el tipo de interés de la ventanilla de descuento en 50 puntos básicos hasta el 0,75%. Previamente, en enero, se hizo efectiva la reducción del vencimiento máximo desde 90 hasta 28 días en la ventanilla.

En el viejo continente también se han producido novedades en materia de política

La Fed decide mantener el tipo de interés de referencia.

Bernanke aclara la secuencia que seguirá la Fed para retirar los estímulos monetarios no convencionales.

La Fed considera que la debilidad económica desaconseja comenzar con la venta de activos.

El BCE mantiene su hoja de ruta y con el vencimiento de parte de los préstamos especiales dará el segundo paso en la retirada de estímulos.

monetaria, aunque no todas están plenamente confirmadas. El mes de febrero comenzó con el anuncio de que el Banco Central Europeo (BCE) mantenía el tipo oficial en el 1,0%. Al igual que ocurrió en Estados Unidos, la atención de los analistas se centraba en la posibilidad de que Trichet, presidente del BCE, desvelara detalles acerca de las condiciones para los préstamos especiales (LTRO). Sin embargo, Trichet se limitó a decir que la decisión se tomaría en la reunión del 4 de marzo.

Meses atrás, Jean-Claude Trichet adelantó que en marzo de 2010 se produciría la última LTRO a seis meses, hecho que se

puede considerar como el segundo paso en la retirada pasiva de los estímulos.

En relación a la última LTRO a seis meses, el BCE cuenta con la opción de otorgarla con una prima adicional al tipo del 1,0%, o simplemente puede volver a emplear el esquema de la última LTRO a doce meses, es decir, cobrar un tipo de interés indexado a las subastas semanales (MRO) hasta el vencimiento. En relación a las LTRO a tres meses, la institución puede anunciar el fin de la cobertura total de la demanda (*full allotment*) para los préstamos que se concedan durante el segundo trimestre de 2010, pero fijando

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						
2009									
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	1,00	0,71	1,24	0,25	0,25	0,28	0,50	0,60	0,31
2010									
Enero	1,00	0,67	1,23	0,25	0,25	0,26	0,50	0,62	0,37
Febrero (1)	1,00	0,66	1,23	0,25	0,25	0,25	0,50	0,64	0,23

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.

una cuantía lo suficientemente alta como para que en la práctica no se genere ninguna tensión en el mercado interbancario.

No obstante, y a pesar de la carencia de detalles concretos, en los días siguientes a la reunión del BCE, dos miembros destacados del Consejo del BCE –Axel Weber y Athanasios Orphanides– realizaron declaraciones de las que se desprenden indicios acerca del camino que probablemente seguirá la autoridad monetaria. Weber dio a entender que la subida de tipos de interés estará precedida por una retirada de reservas excedentes. Por su parte, y siguiendo la misma línea argumental, Orphanides apuntaba que el paulatino vencimiento de los estímulos no convencionales no debe ser interpretado como un inminente comienzo del ciclo restrictivo en materia de tipos.

En líneas generales, tanto la Fed como el BCE persiguen el mismo objetivo: generar un contexto financiero adecuado que propicie que los bancos vuelvan a financiarse a través de los mercados y recalen menos en las facilidades de los bancos centrales. Para que este proceso sea ordenado, es crucial que la tendencia alcista en los tipos de interés interbancarios se desarrolle gradualmente. Esto no sólo ayudará a mejorar la situación de las instituciones financieras, sino que también tendrá un impacto positivo para que el crédito vuelva a fluir con normalidad hacia empresas y familias.

Es importante resaltar que las decisiones que van tomando las autoridades monetarias se están comunicando de forma adecuada, factor que está siendo fundamental para que el proceso de normalización vaya discurriendo sin que se hayan generado tensiones en el mercado interbancario. Por esta razón, a lo largo del mes de febrero, las variaciones que se han producido tanto en el mercado estadounidense como

en el europeo, sea a corto o largo plazo, son en promedio inferiores a 1 punto básico.

Episodios de inestabilidad en algunos mercados de deuda pública

A lo largo de 2010, los elementos clave para explicar las variaciones de las cotizaciones en el mercado de deuda pública, serán la magnitud y el calendario de endurecimiento de las políticas monetarias y fiscales de los principales países. Porque es durante este año que los gestores de política económica, tras haber dejado atrás lo peor de la recesión económica, deben retirar los excepcionales estímulos introducidos durante 2008 y 2009, cuyo objetivo era evitar repetir la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado.

Pero a este factor se ha añadido la incertidumbre sobre las trayectorias fiscales a medio y largo plazo de los países periféricos en la eurozona. Estos dos temas son sobre los que, precisamente, pivota la mayor o menor aversión al riesgo de los inversores en las últimas semanas.

En el caso de los Estados Unidos, tras conocerse la noticia del aumento del tipo de descuento por parte de la Fed, la rentabilidad de la deuda pública con vencimiento a diez años alcanzó el 3,80%, el nivel más alto desde principios de enero. El mercado interpretó el movimiento como un paso decisivo en el largo proceso de normalización de la política monetaria estadounidense.

Pero ha sido al otro lado del Atlántico, en la eurozona, donde la volatilidad en los mercados de deuda pública ha sido más intensa. Las dudas sobre la situación fiscal de Grecia hicieron que a finales de enero los inversores exigieran a los bonos griegos de largo plazo una rentabilidad del 7,16%. Ante esta situación se convocó

En 2010, el endurecimiento de las políticas económicas es el factor clave para explicar los movimientos en los mercados de deuda pública.

En Estados Unidos, el mercado de bonos del Tesoro toma nota del último movimiento de la Fed.

El drama griego finaliza el primer acto pero todavía no se sabe cómo acaba la obra.

Los inversores vuelven a confiar en la solvencia de España.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2009								
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	3,39	3,59	3,98	4,14	3,84	1,30	4,02	1,90
2010								
Enero	3,20	3,46	4,12	4,12	3,58	1,33	3,91	2,00
Febrero (*)	3,28	3,56	4,03	4,10	3,80	1,34	4,16	1,97

NOTA: (*) Día 19.

FUENTE: Bloomberg.

La Unión Europea adopta el compromiso de apoyar a Grecia.

una reunión extraordinaria de Jefes de Estado y Gobierno de la Unión Europea en la que se alcanzó el compromiso de apoyar a Grecia. Esta resolución aplacó temporalmente el nerviosismo de los mercados financieros, y el tipo de interés de la deuda pública griega descendió hasta el 6,51%. El 16 de marzo, el Gobierno griego enviará a la Comisión Europea y al BCE un informe sobre los avances conseguidos. Si éstos lo consideran insuficiente, los ministros de Finanzas de la eurozona pueden imponer al Gobierno griego la adopción de medidas adicionales de consolidación de sus finanzas públicas.

Otro foco de tensión en la eurozona ha sido España. La elevada presión que registró su mercado de deuda pública ha remitido tras el éxito de la misión conjunta del Ministerio de Economía y el Tesoro desplazada a Londres y París para comunicar sus planes a los inversores y a la prensa económica internacional. Ambos

reconocieron la solvencia de la deuda española y las bondades del plan de austeridad del Gobierno. Como muestra de ello el Tesoro emitió, en un breve espacio de tiempo y con una buena acogida por parte de los inversores, deuda por un importe de 12.500 millones de euros.

En cualquier caso, los interrogantes que todavía planean sobre la situación fiscal de los países del sur de Europa, junto con los débiles datos de crecimiento del último trimestre para el conjunto de la eurozona, han generado la duda en los mercados sobre si la recuperación económica de la región podría diferirse algo más de lo inicialmente previsto. Fruto de ello, los tipos de interés promedio de la deuda pública de la eurozona se han mantenido contenidos en niveles reducidos, especialmente en los tramos cortos de las curvas.

Sin embargo, durante este año, a medida que se vaya consolidando la recuperación

En 2010, la tendencia de las rentabilidades de la deuda pública será de ligera alza, pero salpicada por momentos de inestabilidad.

económica mundial, cabe esperar que las rentabilidades ofrecidas por los bonos soberanos registren una ligera tendencia alcista. Es probable que en los próximos meses se produzcan períodos de fuerte volatilidad. Estos movimientos, que puede ser erráticos, deberán reflejar la incertidumbre sobre el *timing* e intensidad del endurecimiento de las políticas monetarias y fiscales.

El dólar mantiene su tendencia de apreciación

Desde el inicio de 2010 el euro se ha mostrado débil frente al dólar, en buena medida por las perspectivas de que el endurecimiento monetario comenzará antes en Estados Unidos, el hecho de que en China ya ha comenzado, y por el aumento de las primas de riesgo soberanas en los países periféricos de la eurozona.

Aun así, es importante tener en cuenta que, durante el último mes, el dólar se ha apreciado contra el conjunto de las divisas más importantes. Por ejemplo, en su cruce contra la libra esterlina y el dólar se ha apreciado un 5,9%, contra el franco suizo un 4,9%, mientras que con el dólar canadiense y el peso mexicano lo hizo en torno al 2%.

Este fortalecimiento generalizado del dólar se debe, en parte, al aumento de la aversión al riesgo y al uso de la divisa norteamericana como activo refugio. Tras este fuerte y rápido recorrido del dólar, a corto plazo bien podría producirse una toma de beneficios que llevara a un cierto debilitamiento de dicha moneda.

En cualquier caso, el movimiento que ha experimentado el billete verde contra el euro es coherente con la tendencia de apreciación del dólar prevista para 2010,

El dólar se aprecia por las perspectivas de endurecimiento monetario y como divisa refugio ante el aumento de las primas de riesgo soberano.

Este año, la cotización del euro-dólar debería reflejar el mayor crecimiento relativo de los Estados Unidos respecto a la eurozona.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

19-02-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2009	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	91,8	0,7	-1,3	-2,6
Libra esterlina	0,650	5,9	4,8	-7,7
Franco suizo	1,086	4,9	4,6	-8,1
Dólar canadiense	1,050	1,8	-0,3	-19,8
Peso mexicano	12,895	2,0	-1,5	-14,5
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,350	-5,9	-6,1	6,1
Yen japonés	123,9	-5,1	-7,5	3,7
Franco suizo	1,465	-0,7	-1,3	-1,5
Libra esterlina	0,877	0,4	-1,2	-1,1
Corona sueca	9,844	-2,5	-4,2	-12,3
Corona danesa	7,443	0,0	0,1	-0,1
Zloty polaco	3,999	-0,1	-2,5	-20,0
Corona checa	25,64	-0,6	-3,1	-12,8
Forint húngaro	271,1	1,4	0,3	-12,0

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

FUENTE: Bloomberg.

Corrección transitoria en los mercados de renta fija privada. Los inversores aprovechan esta oportunidad.

la cual se sustenta en el mayor ritmo de crecimiento previsto para Estados Unidos respecto a la eurozona, la consiguiente normalización de la política monetaria de la Fed y la esperada revaluación del yuan chino.

La crisis de deuda soberana en Grecia pasa factura a los mercados de renta fija privada

Los mercados de renta fija corporativa registraron una pequeña corrección a lo largo de las últimas semanas.

Sin embargo, los fondos de renta fija privada de alto riesgo han tenido un comportamiento destacable, por cuanto han aguantado relativamente bien la situación. Este buen comportamiento desplegado por los bonos de alto riesgo viene a señalar que el episodio de inestabilidad es de carácter meramente financiero, dado que estos activos son emitidos por empresas medianas o pequeñas estrecha-

mente vinculadas a la economía real. Por el contrario, los bonos emitidos por las entidades financieras se han visto más castigados debido a su elevada exposición a la deuda pública y, por tanto, a las posibles consecuencias económicas de un recrudescimiento de la inestabilidad financiera.

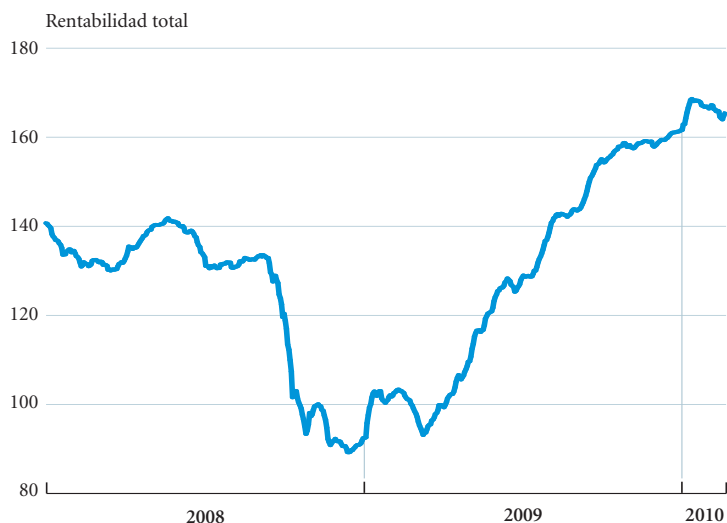
En cualquier caso, la corrección de la renta fija privada supone un ajuste en el proceso de consolidación y no un cambio de tendencia.

A pesar de la inestabilidad de las últimas semanas, los inversores no han reducido significativamente su apetito por estos activos. Por un lado, estos fondos han registrado entradas netas de capital similares a las de meses anteriores. Por otro lado, se observa que, cada vez más, los inversores aceptan títulos de menor calidad para cumplir con sus objetivos de rentabilidad. Esta presión compradora ha reducido a lo largo de los últimos meses la rentabilidad de las nuevas emisiones de bonos

Los bonos de las entidades financieras sufren con mayor intensidad los riesgos de la deuda soberana.

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE BONOS DE ALTO RIESGO EN EUROPA. MERRILL LYNCH

Índice de bonos *High Yield*. Merrill Lynch. Europa



FUENTE: EcoWin.

EVOLUCIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO DE LOS BONOS DEL SECTOR FINANCIERO Y DE EMPRESAS DE ALTO RIESGO



FUENTE: Bloomberg.

hasta un punto que comienzan a perder atractivo en relación a otras inversiones alternativas, como por ejemplo los bonos soberanos o la bolsa, donde la rentabilidad por dividendo se acerca a la ofrecida por los bonos corporativos. Ante esta situación de valoración más ajustada, no es sorprendente que los mercados de bonos corporativos se hayan visto afectados por las turbulencias originadas en otros mercados, en este caso el de deuda pública.

En cuanto al volumen emitido, las cifras acumuladas desde inicio de año suponen un nivel históricamente elevado. El sector más activo sigue siendo el de las empresas de alto riesgo (incluso sin *rating*). Esta tendencia, muy consolidada en Estados Unidos, se ha trasladado a la eurozona en el último trimestre de 2009, y todo parece indicar que continuará durante 2010. El importante abaratamiento en el coste de financiarse a través de los mercados, ha hecho que las empresas continúen susti-

tuyendo préstamos bancarios por la emisión de deuda a medio plazo.

Otro factor que apoya el buen tono de fondos en los mercados de bonos empresariales es que el ciclo económico está en fase de recuperación, situación que mejora las expectativas de morosidad en la mayoría de sectores y empresas. Esto se recoge en el hecho de que los informes de las agencias de calificación crediticia registran un incremento de la ratio entre subidas y bajadas de *rating*, recogiendo una mayor solvencia financiera de las compañías.

En definitiva, la valoración general es que el panorama en los mercados de renta fija privada es positivo y en concordancia con la fase de recuperación económica global, aunque no se deben descartar posibles episodios negativos como los recientes, a raíz de la aparición de nuevas tensiones financieras.

Fuerte caída de las expectativas de morosidad por la mejora de confianza en la economía.

La incertidumbre generada por Grecia cotiza negativamente en la renta variable mundial y en la europea.

Las estimaciones de ganancias para las empresas europeas se ralentizan frente a las norteamericanas.

Balance positivo de la campaña de resultados empresariales del cuarto trimestre en Estados Unidos.

El riesgo griego impone correcciones en la renta variable

Los mercados de renta variable vivieron pendientes de los acontecimientos relacionados con la situación fiscal de algunos países del sur de Europa durante el mes de febrero. El aumento de la incertidumbre por parte de los inversores, vinculada principalmente a la problemática helena y sus posibles efectos sobre el resto de economías de la eurozona, impulsó un rápido incremento de la volatilidad y las primas de riesgo a nivel global.

En términos de los principales índices bursátiles, esta circunstancia se tradujo en unas pérdidas medias, en lo que va de 2010, cercanas al 12% en Europa, al 10% en China y al 3% en Estados Unidos. Por el lado de los flujos inversores, esta situación se tradujo en una salida neta por valor de 18.000 millones de dólares de los fondos de renta variable de las economías desarrolladas.

En este periodo en el que la atención de los gestores globales estuvo centrada en la evolución del caso griego, la repercusión bursátil tuvo un efecto más negativo sobre la renta variable europea que sobre la del resto del mundo. Esto podría obedecer a que el problema griego ha puesto de manifiesto algunas debilidades del modelo económico europeo, provocando una rebaja de las expectativas de recuperación económica, al menos en relación a Estados Unidos y Asia. Adicionalmente, si a este hecho le unimos que el crédito bancario al sector privado, según el BCE, siguió débil durante los últimos meses, las perspectivas de mejora de los márgenes

empresariales en Europa se presentan más difíciles.

A la vez que se producía esta situación en el bloque del euro, las compañías cotizadas publicaban resultados a ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, con las cifras de más del 80% de las empresas del S&P 500, el balance es bueno, tanto desde el punto de vista de las ventas –que superan en un 6% a las alcanzadas el año anterior– como desde los beneficios netos. Las sorpresas positivas representan el 72%, con especial protagonismo de las firmas tecnológicas, beneficiadas por cambios normativos. Uno de los datos que mejor refleja la recuperación de los márgenes empresariales en Estados Unidos es la progresiva mejoría de las estimaciones del consenso de los analistas acerca del beneficio por acción, que se sitúa en los 17,39 dólares, para el cuarto trimestre de 2009.

En lo que respecta al sector financiero, tras un final de año sometido a condiciones excepcionales, en el caso de Estados Unidos los resultados han superado los pronósticos en un 63%. Aun así, a nivel global, el impacto de las cuentas presentadas ha perdido el fuelle de otros trimestres en las cotizaciones del sector. Esto es consecuencia de las crecientes expectativas acerca de una política monetaria más restrictiva, y a la falta de concreción en las medidas de regulación del sector financiero que se pretenden aplicar a nivel internacional. Adicionalmente, en la eurozona pesan las dudas generadas por el riesgo soberano, dado que muchas entidades financieras son grandes tenedoras de deuda pública de los países afectados.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-02-2010

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	10.402,1	2,3	-0,2	41,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.108,3	1,5	-0,6	43,9
<i>Nasdaq</i>	2.243,9	1,7	-1,1	55,7
Tokio				
	10.400,5	-1,8	-1,4	40,2
Londres				
	5.358,9	1,1	-1,0	37,8
Zona del euro				
	2.783,3	-1,9	-6,1	38,4
<i>Francfort</i>	5.705,5	0,2	-4,2	42,1
<i>París</i>	3.760,8	-1,6	-4,5	36,7
<i>Amsterdam</i>	325,5	-1,2	-2,9	42,0
<i>Milán</i>	21.755,6	-3,6	-6,4	40,1
<i>Madrid</i>	10.570,3	-7,1	-11,5	39,0
Zurich				
	6.691,5	3,0	2,2	37,9
Hong Kong				
	20.377,3	-1,7	-6,8	60,5
Buenos Aires				
	2.352,0	0,9	1,3	124,3
São Paulo				
	67.789,1	2,4	-1,2	75,1

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.

Retiraron el ponche... pero no el champán

William McChesney Martin, presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos entre 1951 y 1970, resumió su filosofía sobre la función del banco central en una frase: «Hay que retirar el ponche cuando la fiesta se anima». Su célebre metáfora alude a la necesidad de subir el tipo de interés de referencia ante una economía en expansión, para evitar un eventual sobrecalentamiento y subsiguientes presiones inflacionistas. Tras la reciente debacle económica y financiera, la eficacia de dicha máxima se ha puesto en entredicho y no sólo por quienes acusan a la Fed de retirar el ponche demasiado tarde sino, sobre todo, por quienes vuelven a preguntarse si apartar el ponche es suficiente cuando dejas sobre la mesa el champán y sus burbujas.

La crisis y la naturaleza de su detonante, una burbuja inmobiliaria, han reabierto un viejo debate: ¿deberían los bancos centrales, como gestores de política monetaria y custodios de la estabilidad financiera, velar explícitamente por la estabilidad de los mercados de activos? A estas alturas nadie duda del potencial desestabilizador de una burbuja económica, una subida anormal y prolongada del precio de un activo que, tarde o temprano, acaba desplomándose. Cuando la burbuja en cuestión se forja en el mercado de la vivienda, los riesgos que conlleva son especialmente dañinos: según estimaciones en Aspachs-Bracons (2008), un periodo de deflación inmobiliaria dura en promedio 5 años y acarrea una contracción económica de un año de duración con una caída media

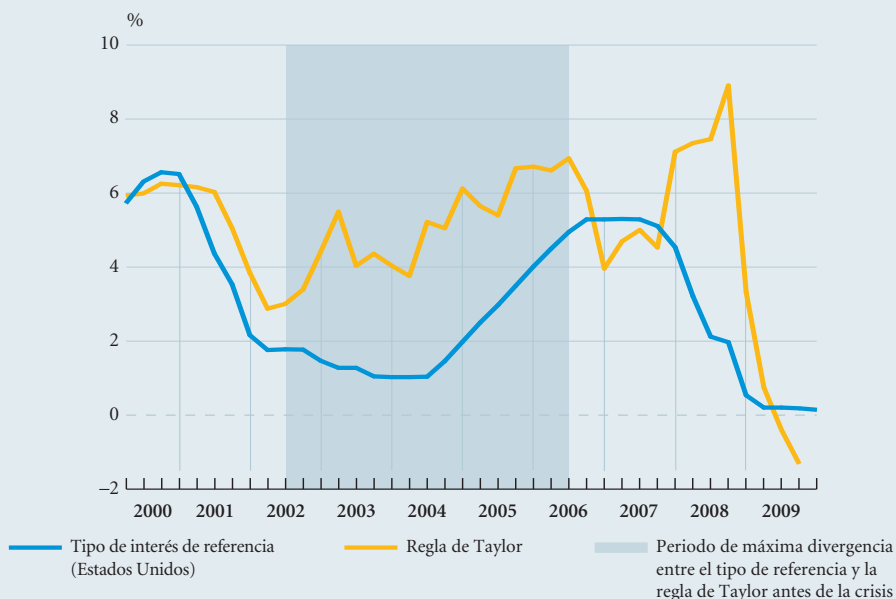
del PIB del 1,5%⁽¹⁾. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que tanto la prolongación como la caída del PIB que siguen al desplome de una burbuja bursátil son bastante menores.

Los partidarios de una política monetaria que acometa las burbujas de activos llevan años advirtiendo de dichos riesgos; la crisis no ha hecho más que engrosar sus argumentos. En vistas de lo ocurrido, acusan a la Reserva Federal no sólo de falta de reacción ante un mercado de la vivienda que se desorbitaba sino de contribuir directamente a la burbuja con una política monetaria excesivamente laxa. Su acusación halla fundamento en la discrepancia, desde 2002 a 2005, entre el tipo de interés de referencia y el que dictaría la regla de Taylor –una simple pauta trazada por John Taylor, catedrático de la Universidad de Stanford, que estipula el tipo de interés apropiado dados unos objetivos de inflación y empleo–. Partiendo de dicha métrica, el tipo de interés fue demasiado bajo durante demasiado tiempo (véase gráfico siguiente), reduciendo en exceso el coste del apalancamiento y acelerando el *boom* inmobiliario. Según el propio Taylor, bastaba con percatarse de que el tipo de interés real fue negativo durante la mayor parte del periodo en cuestión para llegar a dicha conclusión.⁽²⁾

Al otro lado del debate, está la tesis defendida por la mayoría de banqueros centrales, incluido el actual presidente de la Fed, Ben Bernanke. Este campo aboga por una gestión de la política monetaria que ignore los vaivenes en los mercados de activos, excepto si estalla una burbuja o si las presiones en dichos mercados repercuten sobre la estabilidad de precios al consumo. Es lo que se conoce como una actitud reactiva de la política monetaria: si la burbuja estalla, recogemos los platos rotos; si no, permanecemos impassibles, a no ser que el cometido

¿UNA POLÍTICA MONETARIA DEMASIADO LAXA, DURANTE DEMASIADO TIEMPO?

Tipo de interés de referencia y tipo de interés dictado por la regla de Taylor



NOTA: Regla de Taylor estimada a partir de datos de IPC y *output gap* siguiendo especificación en Rabanal (2008), «Should the ECB target employment», "la Caixa" *Economic Papers*, N.º 6.

FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

(1) Aspachs-Bracons (2008) «Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda», "la Caixa" Documentos de Economía N.º 12.

(2) Véase «The Fed and the Crisis: A Reply to Ben Bernanke» por John Taylor en el *Wall Street Journal*, 10 de enero de 2010.

de estabilidad económica se vea comprometido. ¿Por qué? ¿Por qué, aun conscientes de sus riesgos, los bancos centrales optan por no hacer nada para impedir una burbuja? Los argumentos esgrimidos son, básicamente, dos. Por un lado, la dificultad de conocer el valor fundamental de un activo y, por lo tanto, de certificar la existencia de una burbuja. Y, por otro, la ineficacia del tipo de interés como escudo antiburbujas.

Sin duda, resulta imposible saber a ciencia cierta cuál es el valor real de un activo. Su dinámica de precios puede reflejar tanto movimientos especulativos como cambios en los fundamentos; por ejemplo, cambios demográficos o en la productividad. Además, ni el PIB ni la inflación, elementos primordiales del cometido monetario, se comportan necesariamente de forma anormal ante la emergencia de una burbuja. Aun así, tras numerosos intentos, se han identificado una serie de indicadores que sí muestran comportamientos atípicos durante los dos o tres años que preceden al estallido de una burbuja: un aumento extraordinario y sostenido del crédito, un repunte de la inversión residencial y del déficit por cuenta corriente y, cómo no, una crecida del precio de los activos. Tal y como muestra el gráfico siguiente, todos se cumplían en Estados Unidos antes de que estallara la crisis. Con todo, su capacidad de predecir una burbuja es muy limitada. Se estima que, de cada cien ocasiones en las que se den simultáneamente aumentos anómalos de los indicadores mencionados, sólo 56 de ellas precederán a un bache inmobiliario a corto plazo. Asimismo, en la mitad de las crisis, dichos indicadores no darían señales de alarma⁽³⁾.

En cuanto al segundo argumento, el grueso de la evidencia sugiere que recurrir al tipo de interés para frenar burbujas de activos resulta demasiado costoso para ser eficaz. Aunque la autoridad monetaria pudiera certificar la emergencia de una burbuja inmobiliaria, que no es así, el movimiento de tipos de interés necesario para frenarla sería de tal calibre que los costes que acarrearía en términos de crecimiento económico o inflación violarían el mandato de la mayoría de bancos centrales. Algunos expertos calculan que la subida del tipo de interés necesaria para pinchar una burbuja inmobiliaria en la que el precio real de la vivienda estuviera sobrevalorado, digamos, en un 15%, conllevaría una caída del PIB real en torno al 5%⁽⁴⁾. ¡Una cifra extraordinariamente elevada si tenemos en cuenta que el crecimiento potencial de la economía norteamericana se sitúa en torno al 2,5%!

En definitiva: ¿tardaron demasiado en llevarse el ponche? Probablemente sí. ¿Habrían evitado la resaca retirándolo antes o apartando además el champán? Lo más seguro es que no. Con el tipo de interés como único instrumento, la fiesta se les habría ido al traste y, pasado mañana, se habría reanudado en otros ambientes. Entonces, ¿existe alguna fórmula para evitar que las burbujas nos den dolor de cabeza sin apagar con ello el festejo? Seguramente, dotar de armas adicionales al banco central. Por un lado, de una batería de indicadores más completa y precisa; en ese sentido, el doble pilar del Banco Central Europeo, por el que complementa el análisis de la economía real con la atención al crecimiento de diversos agregados monetarios, puede ser un primer paso. Por otro, de una mayor potestad regulatoria sobre los mercados de crédito para reducir el riesgo de amenazas sistémicas. El propio Bernanke se ha decantado por una mayor regulación de la toma de riesgos, aunque ello pueda exigir incorporar la estabilidad de los mercados de activos al mandato de Fed. Algo que, hasta hace poco, siempre descartó.

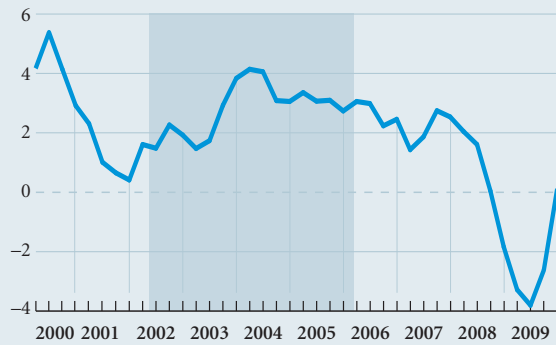
Queda por ver cómo se implementa dicha regulación y hay quien duda de su eficacia pero, vistas las consecuencias, toda opción merece ser evaluada. Al fin y al cabo, en cualquier fiesta, lograr el punto justo de moderación es complicado y, aun así, vale la pena intentarlo.

(3) Véase, por ejemplo, Fatás, Kannan, Rabanal y Scott (2009), «*Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations*», *World Economic Outlook*, FMI, Octubre 2009.

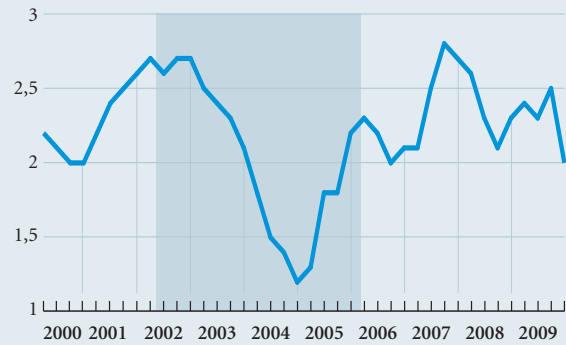
(4) «*Can monetary policy really be used to stabilise asset prices?*», Assenmacher-Wesche y Gerlach, VoxEU.org (2008).

TRAS LA RECESIÓN DE 2001, NI EL CRECIMIENTO NI LA INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS DABAN PARTICULARES SÍNTOMAS DE ALARMA...

Crecimiento del PIB real (% de variación interanual)

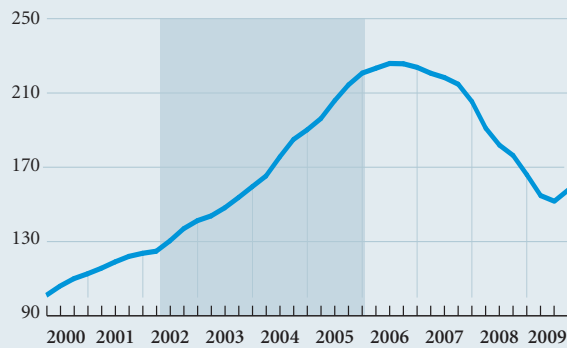


Tasa de inflación subyacente (% de variación interanual)

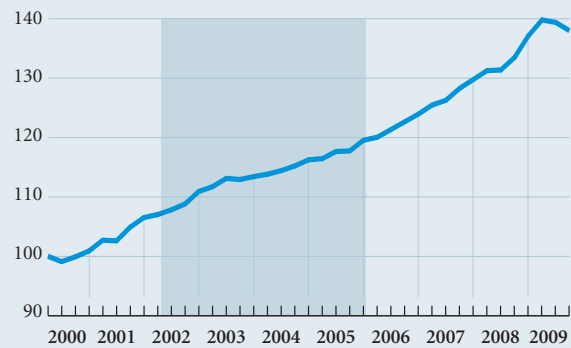


...PERO EL CRÉDITO, EL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE Y EL MERCADO INMOBILIARIO, ¿QUIZÁS SÍ?

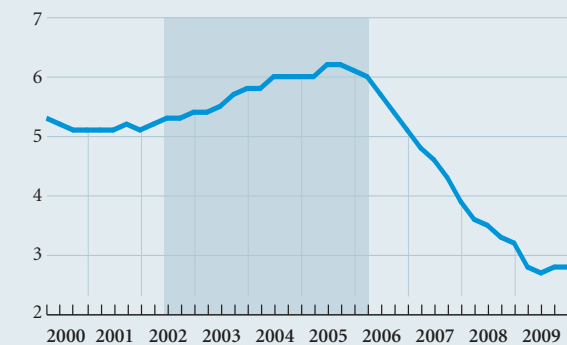
Precio de la vivienda, T1 2000 = 100



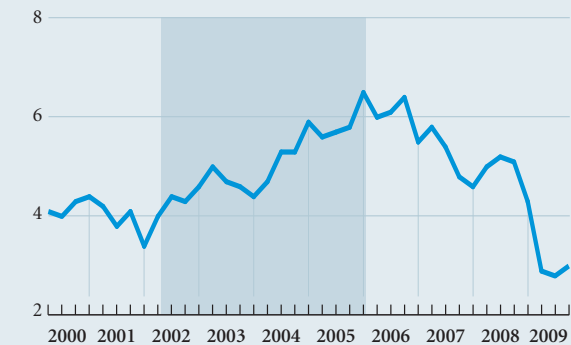
Crédito sobre PIB, T1 2000 = 100



Inversión residencial sobre PIB (%)



Déficit por c/c sobre PIB (%)



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

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

Actividad económica

Mejora del consumo y de la inversión en el cuarto trimestre

En 2009 el producto interior bruto (PIB) se cifró en 1.051.151 millones de euros, con un descenso interanual del 3,6% en términos reales, la mayor bajada anual desde mediados del siglo pasado. En términos nominales bajó el 3,4%, el primero desde que se elaboran las series de la contabilidad nacional. No obstante, en el cuarto trimestre el PIB anotó una disminución anual real menor, del 3,1%, 0,9 puntos menos que en el tercero. Aunque el PIB encadenó siete trimestres de crecimientos intertrimestrales negativos, al final de 2009 sólo se redujo el 0,1%, apuntando a un próximo final de la recesión. La mejora se ha producido gracias a los estímulos mo-

netarios y fiscales, así como a la recuperación de la economía internacional y especialmente de los mercados financieros.

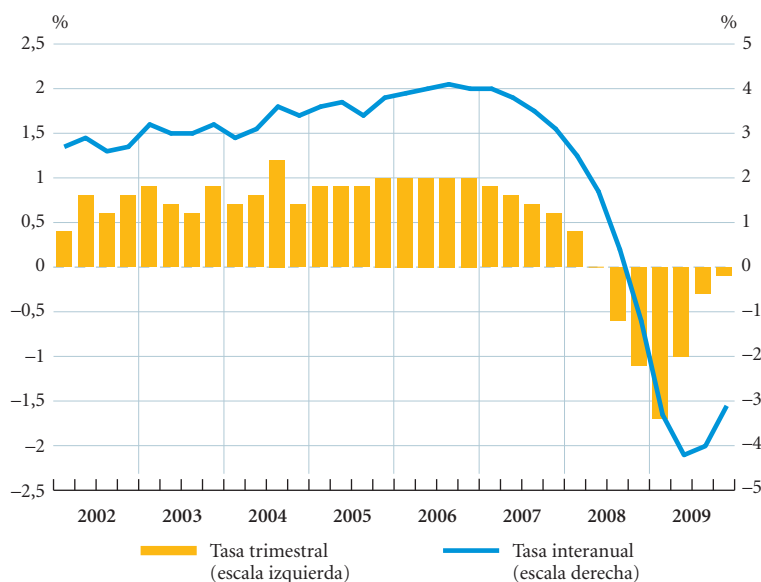
El retroceso del PIB se debió a la contracción de la demanda interna, que predominó sobre la aportación positiva al crecimiento del sector exterior. La demanda nacional detrajo 6,4 puntos al crecimiento del PIB en 2009, 5,9 puntos más que en el año anterior. Por su parte, el sector exterior aportó 2,8 puntos, 1,4 puntos más que en 2008. Por otro lado, el proceso de ajuste comportó algunos aspectos positivos, como la corrección de algunos desequilibrios. Así, disminuyeron apreciablemente la necesidad de financiación con el exterior y el deflactor del PIB. Además, la productividad aumentó considerable-

En 2009 el PIB cae el 3,6%, el mayor descenso desde mediados del siglo pasado.

La demanda interna detrae 6,4 puntos de crecimiento al PIB.

LA RECESIÓN SE ATENÚA

Variación del PIB

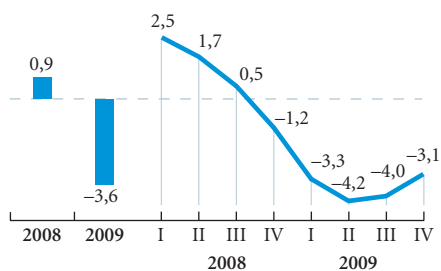


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

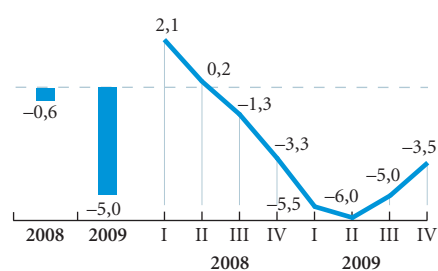
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

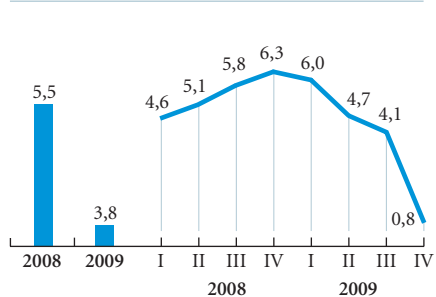
PIB



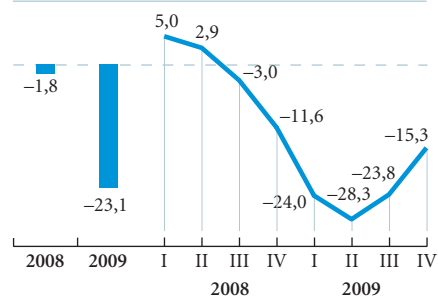
Consumo de los hogares



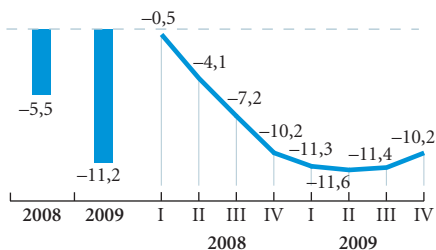
Consumo público



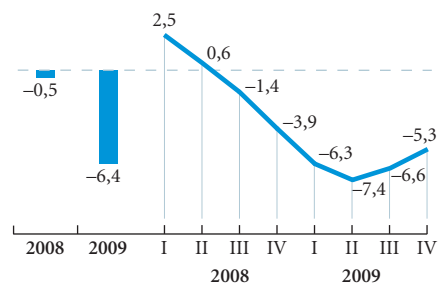
Inversión en bienes de equipo



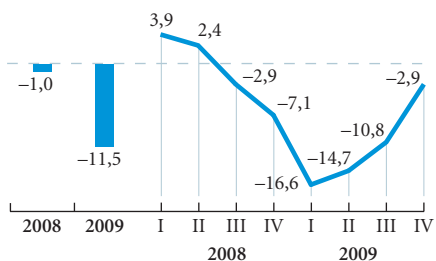
Inversión en construcción



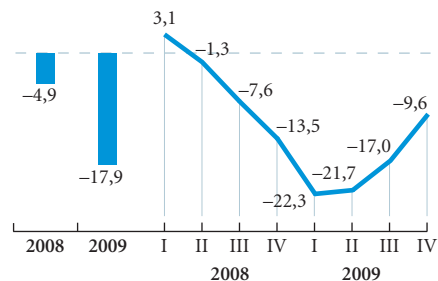
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

mente, si bien a costa de destrucción de empleo.

El principal componente de la demanda interna, el consumo de las familias, bajó el 5,0% en 2009. No obstante, en el cuarto trimestre registró un aumento del 0,3% después de siete decrecimientos trimestrales consecutivos. Esta mejora fue posible por una moderación en la caída del empleo, la ganancia de poder adquisitivo de los ocupados y el efecto riqueza asociado al alza de las bolsas. Fue destacable el aumento del consumo de bienes duraderos. Las compras de automóviles se dispararon gracias al plan 2000E de ayudas directas. En enero de 2010 continuó mejorando sensiblemente la confianza de los consumidores, lo que sugiere que se afirma el relanzamiento del consumo. De todos modos, el índice de confianza de los consumidores se hallaba un poco por debajo de su nivel medio histórico.

Por otro lado, el consumo público aumentó el 3,8% en 2009, 1,6 puntos menos que en el año precedente. Cabe señalar que en el cuarto trimestre se desaceleró mucho hasta el 0,8% interanual, sobre todo por menores compras de bienes y servicios.

La reanimación de la demanda también comportó una mejora de la inversión, que aminoró su ritmo de decrecimiento en el cuarto trimestre. Con todo, la inversión se redujo el 15,3% en 2009, el mayor decremento desde 1959. La inversión en bienes de equipo se desplomó el 23,1%. No obstante, en el cuarto trimestre afianzó su recuperación y se incrementó el 3,1% en relación con el periodo julio-septiembre, con una mejor evolución del material de transporte que en maquinaria. Esta tendencia prosiguió en enero de 2010, pues la matriculación de vehículos de carga anotó un descenso interanual del 4,6%, que se compara favorablemente con una caída del 7,8% en el cuarto trimestre.

La inversión en construcción cayó el 11,2% después de haber bajado el 5,5% en 2008. Este descenso fue debido al desplome de un 24,5% de la vivienda, debido a la crisis en el sector inmobiliario. En 2009 el número de transacciones de viviendas bajó el 24,9%. Sin embargo, en los últimos meses se aprecia una moderación de la caída, que se redujo al 0,3% en diciembre. En buena parte es debido a que el esfuerzo teórico para la adquisición de una vivienda ha disminuido considerablemente al bajar los precios y los tipos de interés. Por otro lado, la inversión en el resto de construcciones aumentó el 1,6% en 2009 gracias en buena parte al plan de obras municipales y a las infraestructuras ferroviarias relacionadas con el tren de alta velocidad.

El resto de la inversión, en *software* informático, prospecciones mineras y petroleras, etc. también se resintió de la crisis. Así, en el conjunto de 2009 disminuyó el 17,2%, y el 18,5% anual en el cuarto trimestre.

La reactivación de la demanda exterior propició una gradual recuperación de las exportaciones. A pesar de que las ventas al exterior de bienes y servicios disminuyeron el 11,5% en 2009, la caída interanual se redujo hasta el 2,9% en el cuarto trimestre. Las exportaciones de bienes lograron aumentar el 1,3% en los últimos tres meses de 2009 respecto al mismo periodo de 2008. Las importaciones de bienes y servicios se desplomaron el 17,9% en el año pasado. Aunque también presentaban un perfil de freno del deterioro a lo largo del año, bajaron más que las exportaciones. De esta forma, la contribución del sector exterior fue positiva por octavo trimestre consecutivo. Asimismo, la necesidad de financiación con el exterior en 2009 resultó del 4,7% del PIB, sustancialmente menor al 9,6% de 2007.

Desde el punto de vista de la oferta, se constata que la crisis castigó a todos los sec-

Se afirma el relanzamiento del consumo.

La inversión cae el 15,3% en 2009, la mayor caída desde 1959.

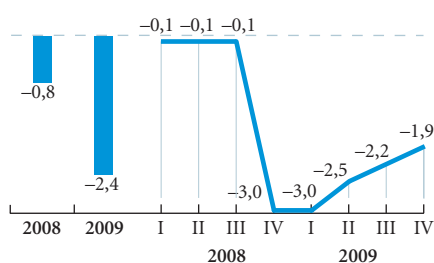
Desplome de un 24,5% de la inversión en vivienda, debido a la crisis del sector inmobiliario.

Se reduce sustancialmente la necesidad de financiación con el exterior.

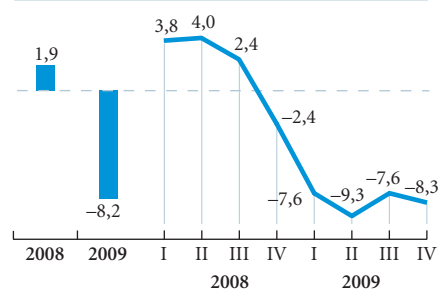
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

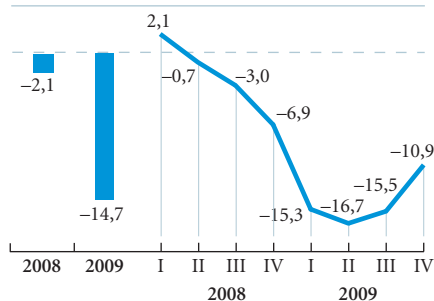
Agricultura



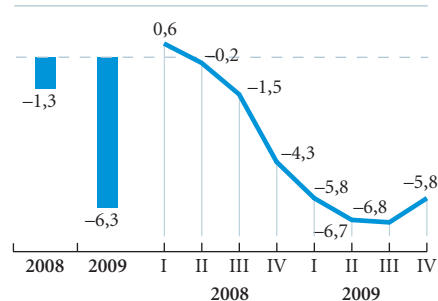
Energía



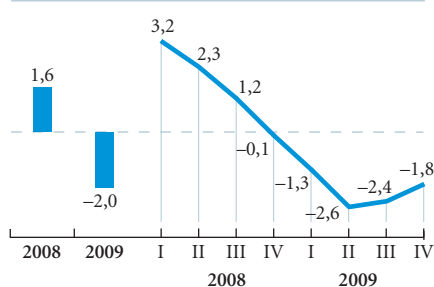
Industria



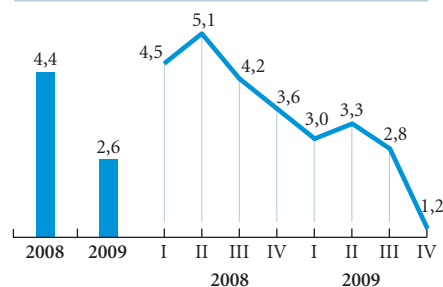
Construcción



Servicios de mercado



Servicios de no mercado



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

La productividad avanza el 3,3%, 1,8 puntos más que en 2008.

tores sin excepción en 2009, si bien los servicios públicos crecieron. La industria sufrió la mayor contracción anual del valor añadido, el 14,7%, seguida de la energía, el 8,2%, la construcción, el 6,3%, la agricultura, el 2,4%, y los servicios privados, el 2,0%. No obstante, en el cuarto trimestre la mejora alcanzó a la industria y a los servicios privados.

El valor añadido industrial registró la peor caída de las últimas décadas, igual

que la producción industrial, que a su vez bajó el 15,8% en términos homogéneos de calendario. Todos los componentes disminuyeron, pero el mayor decremento correspondió a los bienes de consumo duradero, cuya producción descendió el 27,7%. Sin embargo, el valor añadido del sector secundario anotó un crecimiento del 0,5% en el cuarto trimestre después de seis registros negativos. Esta mejora tiene visos de continuar a juzgar por el rebote de las entradas de pedidos en la indus-

tria, que crecieron el 6,2% en diciembre con relación a doce meses antes, después de dieciséis meses de registros negativos.

La notable bajada del valor añadido de los servicios de mercado del primer trimestre de 2009 fue dando paso a una progresiva mejora que comportó un incremento intertrimestral del 0,2% en el cuarto trimestre. No obstante, la mayoría de los subsectores mostraban tasas negativas. Las ramas con un comportamiento más favorable fueron las relacionadas con el comercio. En el polo opuesto se situaban las tecnologías de la información y las comunicaciones, así como los servicios a empresas.

Según los datos de la contabilidad nacional, los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo se redujeron el 6,7% en 2009. Sin embargo, la ocupación frenó su deterioro en los últimos meses y presentó una bajada interanual del 6,1% en el cuarto trimestre, 1,1 puntos menos que en el trimestre anterior. Al ser mayor la caída del empleo que el producto, la productividad aparente del trabajo subió sensiblemente en 2009 hasta el 3,3%, 1,8 puntos más que en 2008. Por sectores, donde avanzó más la productividad fue en la construcción, que expulsó al 23,4% de su fuerza laboral, seguida de los servicios de mercado. La remuneración por asalariado se moderó. De esta manera, el

coste laboral unitario subió el 0,2%, igual que el deflactor implícito del PIB.

Por otra parte, las consecuencias de la crisis se reflejaron en una fuerte alza de los concursos de acreedores (que reemplazaron a las suspensiones de pagos). Así, en 2009 se registraron 4.984 empresas concursadas, con un alza interanual del 72,2%. El dinamismo empresarial también resultó afectado. El número de sociedades mercantiles creadas bajó el 24,5% y además el capital medio suscrito disminuyó el 21,3%. Asimismo, el número de sociedades mercantiles disueltas se elevó el 7,2%.

No obstante, las perspectivas económicas tienden a mejorar. El fondo de solidez económica ha sido respaldado en febrero por las agencias Moody's y Fitch, que han mantenido la máxima calificación para la deuda soberana española. Prevemos que continúe la tendencia a la recuperación económica, con el impulso del sector exterior y del consumo, con la inversión más rezagada. No obstante, es previsible que el sector exterior siga moderando su contribución y por otro lado que los planes de austeridad presupuestaria y la corrección de algunos desequilibrios acumulados no influyan positivamente en la actividad económica en los próximos meses por lo que en conjunto el PIB todavía tendría un crecimiento un poco negativo en 2010.

Las agencias Moody's y Fitch mantienen la máxima calificación para la deuda soberana española.

Mercado de trabajo

Continúa el deterioro del mercado laboral

El número de ocupados se situó en 18.645.900 en el cuarto trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa (EPA) del Instituto Nacional de Estadística. Esta cifra supuso una caída de 224.200

personas en relación con el trimestre anterior. Respecto a un año antes el descenso del empleo fue de 1.210.800 personas y de 1.831.000 en los dos últimos años. No obstante, en términos relativos, el decremento anual resultó del 6,1%, tasa inferior en 1,2 puntos a la registrada en el tercer trimestre. En los últimos trimestres se

El nivel de empleo cae en 1,8 millones en los dos últimos años.

EMPLEO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2009

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	782,6	45,5	6,2	-21,2	-2,6	4,2
No agrarios	17.863,3	-269,7	-1,5	-1.189,7	-6,2	95,8
<i>Industria</i>	2.680,9	-38,6	-1,4	-361,7	-11,9	14,4
<i>Construcción</i>	1.802,7	-47,7	-2,6	-378,1	-17,3	9,7
<i>Servicios</i>	13.379,7	-183,4	-1,4	-449,9	-3,3	71,8
Por empleadores						
Sector privado	15.580,2	-188,1	-1,2	-1.247,1	-7,4	83,6
Sector público	3.065,7	-36,2	-1,2	36,2	1,2	16,4
Por situación profesional						
Asalariados	15.492,6	-157,5	-1,0	-815,5	-5,0	83,1
<i>Contrato indefinido</i>	11.606,4	2,3	0,0	-147,5	-1,3	62,2
<i>Contrato temporal</i>	3.886,2	-159,8	-3,9	-668,0	-14,7	20,8
No asalariados	3.140,6	-69,0	-2,1	-394,4	-11,2	16,8
<i>Empresarios empleadores</i>	1.051,0	-10,6	-1,0	-114,3	-9,8	5,6
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.930,7	-37,2	-1,9	-242,0	-11,1	10,4
<i>Ayudas familiares</i>	158,9	-21,1	-11,7	-38,1	-19,4	0,9
Otros	12,6	2,1	20,4	-0,9	-6,9	0,1
Por tiempo de ocupación						
A tiempo completo	16.175,2	-378,8	-2,3	-1.202,6	-6,9	86,7
A tiempo parcial	2.470,7	154,6	6,7	-8,3	-0,3	13,3
Por sexos						
Varones	10.440,6	-172,6	-1,6	-900,0	-7,9	56,0
Mujeres	8.205,3	-51,6	-0,6	-310,8	-3,7	44,0
TOTAL	18.645,9	-224,2	-1,2	-1.210,8	-6,1	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

aprecia una moderación de la caída del empleo, influenciada por el plan de obras municipales financiado por el Estado.

Los datos de la contabilidad nacional referidos a la evolución de los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo muestran un perfil de la ocupación muy similar. Así, en el cuarto trimestre experimentaron un descenso interanual del 6,1%, 1,1 puntos menos que en el trimestre precedente.

No obstante, el freno de la destrucción de empleo no continuó en enero de 2010 a juzgar por los datos de la afiliación a la Seguridad Social. En el primer mes del ejercicio el número de afiliados en alta a la Seguridad Social disminuyó en 257.828 respecto al mes anterior, lo que representa una ligera intensificación de la caída. Sin embargo, cabe señalar que factores climatológicos adversos afectaron este dato y que la tasa de descenso interanual, del 3,5%, se colocaba sensiblemente por debajo de la de un año antes, del 5,1%.

Volviendo a la EPA, en 2009 la pérdida de ocupación afectó a todos los sectores, dada la amplitud de la crisis económica. En términos relativos el sector que continuó expulsando más empleo fue la construcción, con una reducción anual del 17,3%, al continuar el ajuste.

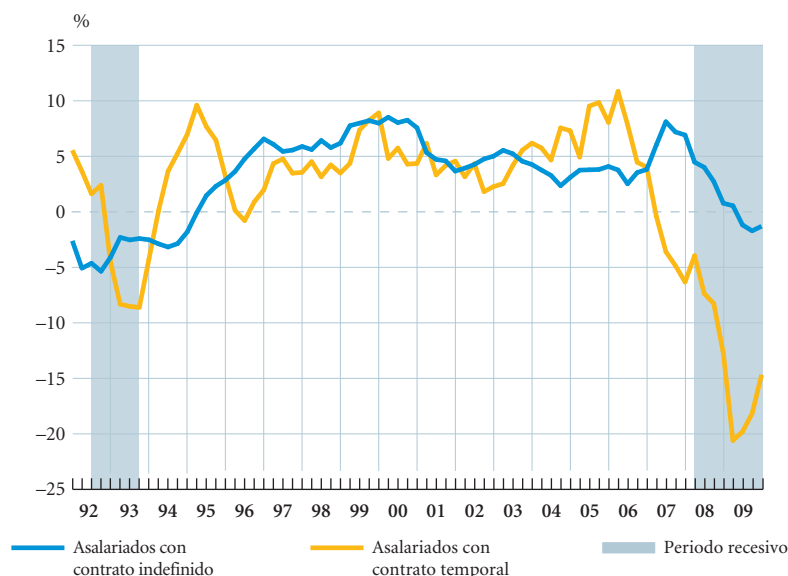
En la industria, afectada por la caída de la demanda y por problemas acumulados de competitividad la caída de la ocupación también fue severa, del 11,9% en el último año. La mayoría de subsectores industriales perdieron empleo, si bien con desigual intensidad. No obstante, en algunas ramas aumentó el nivel de las plantillas, como en la fabricación de productos farmacéuticos.

La ocupación disminuyó mucho menos en los servicios, el 3,3%, aunque en términos absolutos registraron el mayor descenso, de 449.900 personas. En el sector terciario la evolución por ramas experimentó una gran dispersión. La mayor

La construcción continúa expulsando mucha ocupación, dado el ajuste en marcha.

SE MODERA LA DESTRUCCIÓN DE EMPLEO

Tasa de variación interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El número de asalariados del sector público sube el 1% en 2009.

Los trabajadores con contrato temporal sufren una disminución anual del 15%.

La ocupación de los hombres se reduce en mayor medida que la de las mujeres.

contracción de la ocupación fue anotada por las inmobiliarias, con una bajada del 26,9%. En cambio, en la sanidad y los servicios sociales el empleo subió el 0,9% y en la Administración Pública, el 5,2%.

En el conjunto del sector público el número de asalariados se elevó el 1,2% en 2009. Por el contrario, en el sector privado los ocupados bajaron el 7,4%. El incremento en el sector público es atribuible a las administraciones autonómica y local, así como a las empresas e instituciones públicas.

El empleo asalariado total bajó el 5,0%. El ajuste recayó sobre todo en los trabajadores con contrato temporal, que se redujeron el 14,7%, mientras que los asalariados con contrato indefinido disminuyeron el 1,3%. Este patrón es similar al registrado durante la anterior recesión de 1992-93. La tasa de temporalidad bajó hasta el 25,1%. Por otro lado, la crisis está afectando mucho más a la ocupación a tiempo completo que a la de tiempo parcial, más flexible. Así, el número de ocupados a tiempo completo bajó el 6,9% en 2009,

mientras que los ocupados a tiempo parcial sólo disminuyeron el 0,3%.

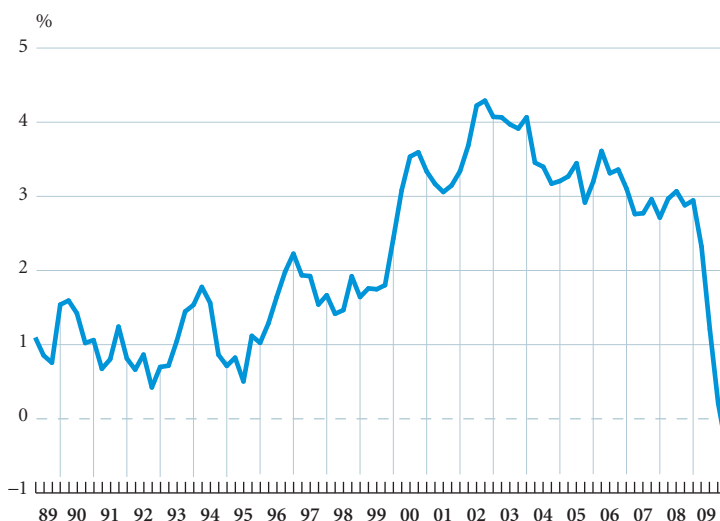
Los trabajadores por cuenta propia también sufren duramente la crisis económica. El número de empleadores cayó el 9,8% en los últimos doce meses, mientras que los autónomos reducían sus filas el 10,3%.

Las mujeres, menos representadas en los sectores más castigados por la crisis económica, sufrieron una caída en la ocupación de la mitad de los hombres. Las comprendidas entre 40 y 44 años aumentaron su nivel de empleo en el 1,1% y las mayores de 50 años, más del 4%. En cambio, el número de ocupadas más jóvenes se redujo sustancialmente. Entre los varones todos los segmentos de edad bajaron su nivel de empleo en 2009, anotándose las mayores caídas entre los más jóvenes.

Por otro lado, la crisis está afectando más a la población extranjera, relativamente más representada en la construcción, que a la española. Así, en 2009 el número de ocupados españoles bajó el 5,1%, mientras que el de los extranjeros cayó más del

PRIMERA CAÍDA INTERANUAL DE LA POBLACIÓN ACTIVA EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Variación interanual de la población activa



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

PARO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2009

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		% participación	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
Por sexos							
Hombres	2.392,5	101,7	4,4	703,7	41,7	55,3	18,6
Mujeres	1.934,0	101,5	5,5	415,0	27,3	44,7	19,1
Por edades							
Menores de 25 años	816,4	-69,4	-7,8	131,4	19,2	18,9	39,1
Resto	3.510,2	272,6	8,4	987,3	39,1	81,1	16,8
Por situación personal							
Paro de larga duración	1.477,2	270,0	22,4	688,1	87,2	34,1	-
Buscan primer empleo	299,8	-14,6	-4,6	50,6	20,3	6,9	-
Resto	2.549,5	-52,3	-2,0	380,0	17,5	58,9	-
TOTAL	4.326,5	203,2	4,9	1.118,6	34,9	100,0	18,8

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

doble, el 11,8%. Así, el porcentaje de extranjeros en la ocupación se colocó en el 13,7%, 9 décimas menos que un año antes, pero muy superior al 0,4% de 1990.

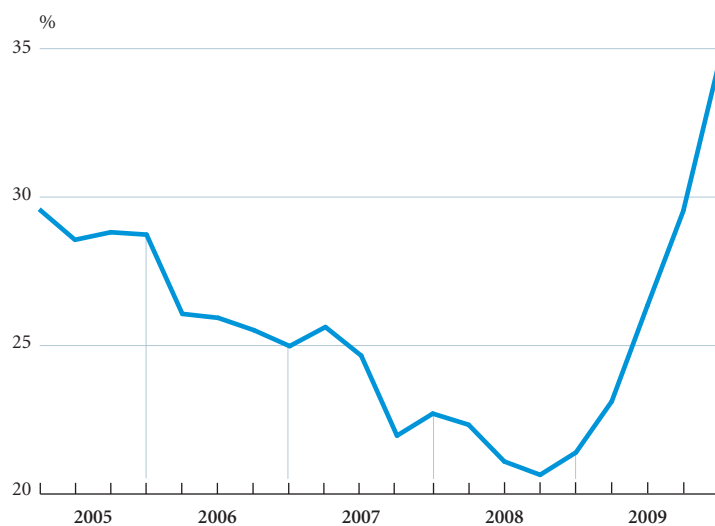
La población en edad de trabajar estimada por la EPA subió el 0,2% en 2009, de-

bido tanto al crecimiento de la población española, del 0,2%, como a la extranjera, del 0,4%. No obstante, por primera vez en este ciclo y en las últimas décadas la población activa registró una tasa de variación anual negativa. Esta caída es atribuible al desánimo ante las dificultades

El porcentaje de población extranjera sobre el empleo total disminuye hasta el 14%.

FUERTE AUMENTO DEL PARO DE LARGA DURACIÓN

Proporción de los parados que perdieron su empleo hace más de un año sobre el total de desempleados



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La tasa de paro sube al 18,8%.

por encontrar un puesto de trabajo. El descenso de la población activa fue más acusado entre la población extranjera, del 1,2%, que entre la española, del 0,3%. Por otra parte, el descenso de la población activa fue debido a los hombres, ya que la población activa femenina subió el 1,0%.

A consecuencia de la evolución del empleo y de la población activa las filas de los parados continuaron engrosándose hasta 4.326.500 en el último trimestre de 2009. Así, el número de desempleados subió en 1.118.600 en el año pasado, con un aumento del 34,9%, tasa, no obstante, que supone una moderación del crecimiento del paro. La tasa de paro se incrementó en 9 décimas respecto al trimestre anterior hasta el 18,8%, la segunda más elevada de la Unión Europea, doblando la media eu-

ropea. En los dos últimos años la cifra de desempleados se elevó en 2.398.900 personas.

En el pasado ejercicio el paro ascendió más entre los hombres, el 41,7%, que entre las mujeres, el 27,3%. Por edades, es destacable el alza de la tasa de paro de los menores de 25 años hasta el 39,1%. Por su parte, el paro de larga duración, o sea, de los que perdieron su empleo hace más de un año, ascendió hasta el 34,1% del total de los desempleados.

El descenso de la ocupación en 2009 fue generalizado en el ámbito territorial, y afectó a todas las comunidades autónomas, con la excepción de la ciudad autónoma de Melilla. Asimismo, el incremento del paro fue muy alto en todas las

POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Cuarto trimestre 2009

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	3.928	23	0,6	2.894	-161	-5,3	1.034	184	21,6	26,3
Aragón	654	-11	-1,6	567	-34	-5,6	87	23	36,7	13,3
Asturias	481	-10	-2,1	413	-30	-6,8	69	20	40,2	14,2
Baleares	575	11	2,0	463	-32	-6,4	112	43	61,7	19,5
Canarias	1.092	37	3,5	798	-34	-4,0	294	70	31,4	26,9
Cantabria	277	-4	-1,6	242	-14	-5,6	35	10	39,6	12,6
Castilla y León	1.176	-10	-0,9	1.010	-44	-4,1	167	33	25,1	14,2
Castilla-La Mancha	978	13	1,3	790	-31	-3,8	188	44	30,7	19,2
Cataluña	3.780	-75	-2,0	3.136	-263	-7,7	643	187	41,1	17,0
Comunidad Valenciana	2.553	-17	-0,7	1.977	-211	-9,7	576	194	50,9	22,6
Extremadura	484	0	0,1	381	-16	-4,0	103	16	18,5	21,3
Galicia	1.307	-17	-1,3	1.139	-56	-4,7	168	39	30,5	12,9
Madrid	3.396	-6	-0,2	2.898	-159	-5,2	499	153	44,4	14,7
Murcia	719	-6	-0,9	557	-55	-9,0	162	49	43,4	22,5
Navarra	306	-3	-1,0	274	-10	-3,6	32	7	28,4	10,5
País Vasco	1.048	-16	-1,5	925	-50	-5,2	123	35	39,1	11,7
La Rioja	159	-2	-0,9	137	-8	-5,2	22	6	38,8	13,7
Ceuta y Melilla	60	2	3,1	46	-3	-5,3	14	4	45,8	23,3
TOTAL	22.972	-92	-0,4	18.646	-1.211	-6,1	4.327	1.119	34,9	18,8

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

comunidades autónomas. Las mayores tasas de paro correspondían a Canarias, 26,9% y a Andalucía, 26,3%. En el lado opuesto de la tabla, las menores tasas de desempleo eran las de Navarra, 10,5%, y el País Vasco, 11,7%.

El paro registrado sigue subiendo y sobrepasa los cuatro millones de desempleados

Los parados registrados siguieron aumentando en el primer mes de 2010, en línea con las previsiones, y se situaron en 4.048.493 personas. Esta cifra supone un alza interanual del 21,7%, que, no obstante, representa una moderación respecto a las tasas anteriores.

Ante este desfavorable panorama del mercado de trabajo, al final de la primera semana de febrero el Gobierno presentó una propuesta para la reforma del mercado laboral a los interlocutores sociales, empresarios y sindicatos. Las principales

líneas de actuación propuestas tienen por objetivo la reducción de la dualidad y la temporalidad del mercado laboral, favorecer el empleo de los jóvenes, la mejora de la intermediación laboral, la revisión de las bonificaciones a la contratación y el fomento del uso de la reducción de la jornada como instrumento de ajuste temporal del empleo.

Por otra parte, en la segunda semana de febrero las organizaciones empresariales y sindicales firmaron el «Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva 2010, 2011 y 2012» que establece como criterios para la determinación de los incrementos salariales para el año 2010, la referencia de hasta el 1%; para 2011, entre el 1% y el 2%; y para 2012 entre el 1,5% y el 2,5%, con una cláusula de revisión salarial vinculada a la inflación registrada en todo el periodo. Asimismo, se acuerda una cláusula de inaplicación del régimen salarial para las empresas cuya estabilidad económica pudiera verse dañada como consecuencia de tal aplicación.

Canarias y Andalucía presentan una tasa de paro superior al 26%.

El Gobierno plantea una propuesta para la reforma del mercado laboral y la patronal y los sindicatos firman un acuerdo para la negociación colectiva.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Enero 2010

	Parados	Variación sobre diciembre 2009		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	106.699	566	0,5	25.996	32,2	2,6
Industria	517.675	8.873	1,7	74.993	16,9	12,8
Construcción	788.760	7.036	0,9	110.619	16,3	19,5
Servicios	2.343.195	102.130	4,6	406.899	21,0	57,9
Primer empleo	292.164	6.285	2,2	102.185	53,8	7,2
Por sexos						
Hombres	2.060.207	47.671	2,4	386.972	23,1	50,9
Mujeres	1.988.286	77.219	4,0	333.720	20,2	49,1
Por edades						
Menores de 25 años	456.386	9.617	2,2	41.545	10,0	11,3
Resto de edades	3.592.107	115.273	3,3	679.147	23,3	88,7
TOTAL	4.048.493	124.890	3,2	720.692	21,7	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

Precios

Los carburantes y combustibles impulsan los precios en enero.

El descenso de la inflación subyacente refleja las presiones bajistas derivadas de la debilidad del consumo.

Suave subida de la inflación hasta el 1% en enero

La inflación de los precios de consumo siguió aumentando en el primer mes del año 2010, pero moderadamente. El índice general de los precios de consumo (IPC) registró una tasa de variación interanual del 1,0% en enero, 2 décimas más que en el mes precedente. El impulso alcista provino una vez más de los carburantes y combustibles.

En efecto, los carburantes y combustibles anotaron un alza interanual del 13,9% en enero, 6,1 puntos más que en el mes anterior, y aportaron casi 4 décimas de creci-

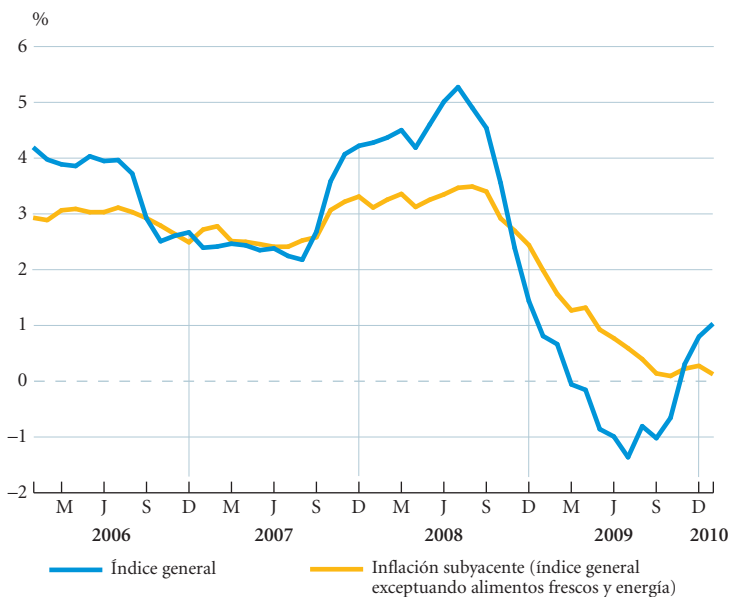
miento a la tasa de variación interanual. Esto fue debido a que en enero de 2010 se produjo un ascenso de su precio, frente a una bajada doce meses antes.

Por su parte, el otro componente más errático del IPC, los alimentos frescos, acentuó livianamente su caída interanual hasta el 3,2%. La gran mayoría de los alimentos no elaborados presentan bajadas interanuales de sus precios.

El núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye a los productos energéticos y a los alimentos frescos, truncó su repunte en enero y volvió a situarse en el 0,1%, cerca del mí-

LA INFLACIÓN SUBYACENTE FLEXIONA A LA BAJA

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

nimo histórico de octubre. Las 2 décimas de bajada de enero muestran que muchas empresas recortan sus precios para impulsar las ventas. Es remarcable que el descenso anual de los precios del grupo de ocio y cultura se profundizó en medio punto hasta el 1,6%.

El componente de la inflación subyacente que registró una mayor moderación de la inflación fue los servicios, cuyos precios anotaron una tasa de variación anual del 1,2%, 4 décimas menos que en diciembre. Muchos servicios tendieron a desacelerar sus precios ante la flojedad de la demanda. Así, por ejemplo, el viaje organizado cayó el 6,3% en el último año.

En conjunto, los alimentos elaborados también se ralentizaron hasta presentar un incremento anual del 0,5%, 2 décimas menos que al final de 2009. El pan y los preparados de legumbres y hortalizas intensificaron su descenso anual y el tabaco aminoró su subida. Esto compensó algunos movimientos de signo contrario, como los de la leche y los aceites.

Los bienes industriales sin productos energéticos mantuvieron su caída interanual en un 1,7%, presionados por la fuerte competencia en los mercados internacionales. Las rebajas de invierno del vestido y el calzado fueron un poco más intensas que un año antes. Esto contrarrestó repuntes de otros bienes.

El diferencial de inflación armonizado con la Unión Monetaria, después de trece meses de haberse mostrado favorable a la economía española volvió a ser ligeramente positivo en enero. No obstante, el diferencial de la inflación subyacente continuaba siendo negativo.

En los próximos meses prevemos que la inflación se situará en cotas moderadas. Posiblemente descenderá en febrero, pero en verano tenderá a subir a consecuencia del aumento de los tipos del impuesto sobre el valor añadido. Sin embargo, la debilidad del consumo mantendrá contenidos los precios, de modo que probablemente la inflación se colocará alrededor del 1,5% al final del año.

El diferencial de inflación con la eurozona vuelve a ser positivo, pero no el componente subyacente.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Enero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación anual	
		2009	2010	2009	2010
Por clases de gasto					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,0	0,0	-0,1	1,9	-2,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	127,7	2,1	1,3	4,0	11,8
Vestido y calzado	92,8	-13,8	-14,1	-1,7	-1,1
Vivienda	113,5	0,5	0,8	4,6	1,2
Menaje	106,5	-0,7	-0,9	2,1	0,6
Medicina	97,7	0,2	0,2	0,1	-1,3
Transporte	105,1	-0,6	1,7	-6,2	6,3
Comunicaciones	99,3	0,1	0,0	-0,5	-0,5
Ocio y cultura	96,7	-1,4	-1,9	0,3	-1,6
Enseñanza	114,5	0,1	0,0	3,9	2,6
Hoteles, cafés y restaurantes	111,9	0,2	0,1	3,5	1,1
Otros	110,5	0,9	0,6	3,5	1,8
Agrupaciones					
Alimentos con elaboración	111,9	0,2	0,1	2,5	0,5
Alimentos sin elaboración	107,0	0,3	0,2	1,3	-3,2
Conjunto no alimentario	105,5	-1,6	-1,3	0,5	1,5
Bienes industriales	100,5	-3,5	-2,6	-2,5	1,6
<i>Productos energéticos</i>	110,2	-0,8	2,8	-9,3	11,4
<i>Carburantes y combustibles</i>	105,6	-2,3	3,2	-15,6	13,9
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	96,9	-4,4	-4,4	-0,3	-1,7
Servicios	110,7	0,3	-0,1	3,6	1,2
Inflación subyacente (**)	106,0	-1,4	-1,6	2,0	0,1
ÍNDICE GENERAL	106,7	-1,2	-1,0	0,8	1,0

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Se frena la caída de los precios agrarios en origen.

Los precios mayoristas vuelven a registrar variaciones interanuales positivas

Los precios industriales cerraron el año 2009 en el 0,4% de variación interanual, similar a la registrada un año antes. Así, se recuperaron después de haber marcado la mayor caída de las últimas décadas en el mes de julio. Los precios de impor-

tación también volvieron a terreno positivo en diciembre de 2009 después de doce meses de tasas de variación interanual negativas. Estos repuntes fueron impulsados sobre todo por los precios de la energía y de los bienes intermedios. Por otro lado, los precios agrarios en origen seguían frenando su caída en otoño, debido al componente agrícola y a los productos ganaderos.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Total	Precios de importación			Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos		Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios (**)	
2008											
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	1,5
Marzo	-7,1	-2,5	-0,4	1,3	-4,3	-5,0	-6,9	2,6	3,1	-2,7	-
Abril	-7,7	-3,4	-0,8	1,2	-5,5	-6,8	-7,4	2,5	3,1	-3,7	-
Mayo	-15,1	-4,4	-1,1	1,1	-6,3	-9,8	-9,9	1,8	2,5	-5,5	0,2
Junio	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,9	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-
Julio	-17,9	-6,7	-1,3	0,5	-7,8	-16,0	-11,4	2,0	2,3	-7,1	-
Agosto	-14,8	-5,5	-0,9	0,3	-7,7	-11,5	-9,8	0,6	2,1	-7,4	-0,6
Septiembre	-14,0	-5,4	-0,7	0,4	-7,6	-11,5	-9,2	-0,5	1,7	-7,6	-
Octubre	-12,2	-4,3	-0,7	0,2	-6,3	-8,4	-7,2	-2,1	1,0	-6,7	-
Noviembre	...	-1,8	-0,6	0,2	-4,6	-0,7	-3,1	-3,1	0,5	-5,3	-0,2
Diciembre	...	0,4	-0,5	0,1	-2,7	6,3	1,8	-1,3	0,8	-1,9	-

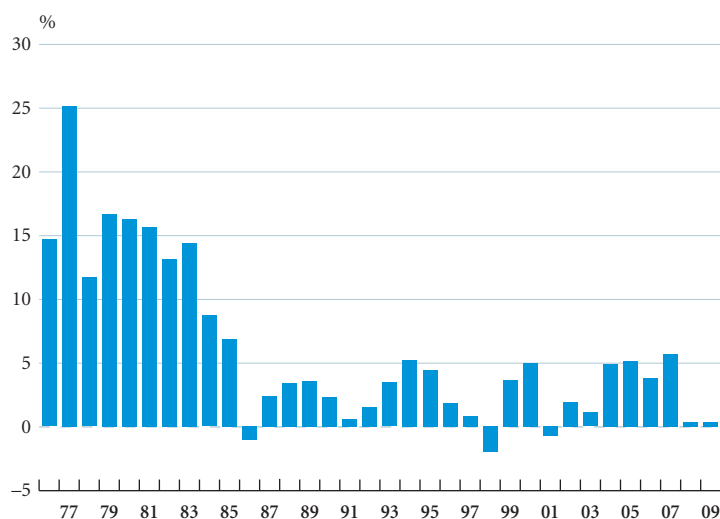
NOTAS: (*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(**) Excepto energía.

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

PRECIOS INDUSTRIALES: DOS AÑOS SEGUIDOS DE MODERACIÓN

Variación anual en diciembre de cada año del índice general de precios industriales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Sector exterior

El déficit por cuenta corriente se reduce un 48% en 2009.

Las rentas y las transferencias corrientes lideran la contracción.

Fuerte reducción del desequilibrio exterior en 2009

El déficit corriente alcanzó los 53.556 millones de euros en 2009, un 48,4% inferior al del año anterior, según los datos de la contabilidad nacional del Instituto Nacional de Estadística (INE). Según éstos, el mayor ajuste del desequilibrio tuvo lugar en las balanzas de servicios y comercial, con una reducción del 66,3% interanual. Como consecuencia, el déficit corriente de la economía representó el 5,1% del producto interior bruto (PIB) en 2009, significativamente por debajo del 9,6% de 2008.

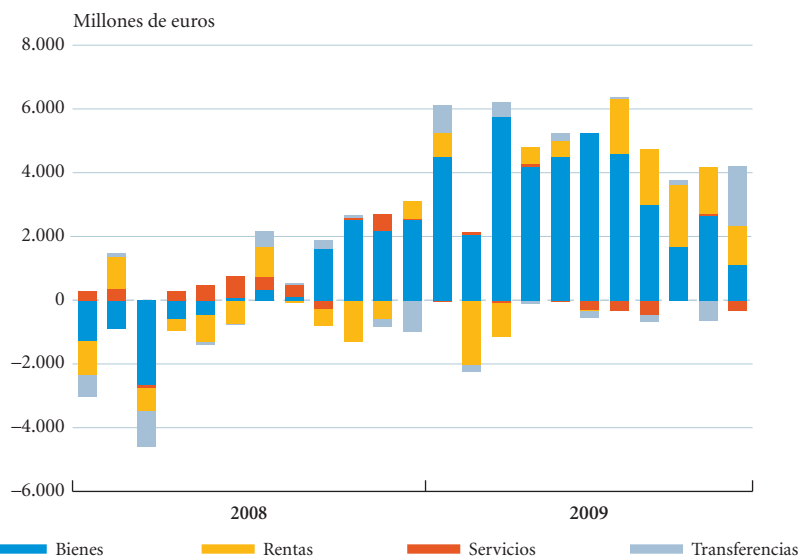
Estas cifras concuerdan con los datos de balanza de pagos, que sitúa la reducción

del déficit de la balanza por cuenta corriente en noviembre de 2009 respecto al mismo mes del año anterior en el 45,4%. Esta mejora, la decimoséptima desde junio de 2008, permitió una contracción del 48,3% del déficit acumulado en los once primeros meses del año.

Sin embargo, el detalle de las distintas cuentas de la balanza de pagos muestra que, a diferencia de lo ocurrido en los meses anteriores, la corrección del desequilibrio comercial no fue el principal motivo de la mejora del déficit corriente. Así, como anticiparon los datos de comercio exterior publicados el mes anterior, la menor intensidad de la contracción de los flujos comerciales situó la caída del défi-

EL MENOR DÉFICIT COMERCIAL DEJA DE SER LA PRINCIPAL RAZÓN DE LA MEJORA DEL SALDO CORRIENTE

Variación del saldo respecto al mismo mes del año anterior



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

cit de la balanza de bienes en el 20,2% respecto al mismo mes de 2008. Como muestra el gráfico anterior, ello fue compensado por la mejoría de los saldos de la balanza de rentas y de transferencias corrientes, que contribuyeron en casi un 80% en la reducción del déficit corriente en este mes.

En este gráfico también se puede observar que el mes de noviembre fue el quinto consecutivo con una importante mejora del déficit de la balanza de rentas. Ello fue consecuencia de la reducción de las rentas de inversión pagadas al extranjero, especialmente por el sector privado, que incluye a las instituciones financieras y los otros

sectores residentes. Por otro lado, el superávit de la balanza de servicios continuó con su deterioro paulatino, a pesar de que esta vez fue debido al peor comportamiento de su componente no turística.

Además, el superávit de la cuenta de capital aumentó en noviembre, después de presentar reducciones graduales durante medio año. Ello provocó una nueva contracción interanual de la necesidad de financiación del 48,5%. Para el conjunto del año, las cifras del INE sitúan esta reducción en el 50,2%, alcanzando los 49.297 millones de euros. Esta cifra representa el 4,7% del PIB, un nivel similar al registrado en 2004.

La necesidad de financiación representa el 4,7% del PIB de 2009.

BALANZA DE PAGOS

Noviembre 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	-41.733	-48,5	-48.316	41.869	-46,4
Servicios					
<i>Turismo</i>	25.026	-6,9	26.204	-2.011	-7,1
<i>Otros servicios</i>	-861	-41,3	-1.196	788	-39,7
Total	24.166	-4,9	25.008	-1.223	-4,7
Rentas	-24.652	-21,5	-27.020	7.317	-21,3
Transferencias	-8.374	-21,9	-6.892	1.361	-16,5
Total	-50.593	-48,3	-57.219	49.324	-46,3
Cuenta de capital	3.159	-40,4	3.368	-3.089	-47,8
Balanza financiera					
Inversiones directas	-4.833	5,2	-7.150	1.231	-14,7
Inversiones de cartera	47.031	-	44.730	45.714	-
Otras inversiones	6.873	-90,1	6.039	-67.756	-91,8
Total	49.071	-30,7	43.620	-20.810	-32,3
Errores y omisiones	-940	-	2.563	-87	-3,3
Variación de activos del Banco de España	-697	-	7.669	-26.071	-77,3

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

El déficit público se eleva hasta el 11,4% del PIB en 2009, un récord, por efecto de la crisis económica.

La inversión pública aumenta su participación en el PIB en un punto hasta el 4,8%.

El déficit público en 2009 se dispara

En el marco de la actualización del Programa de Estabilidad 2009-2013, el Gobierno avanzó las proyecciones presupuestarias para 2009, que arrojan un déficit del conjunto de las administraciones públicas del 11,4% del producto interior bruto (PIB), 7,3 puntos más que en el año anterior, una cifra que constituye un récord. El sensible deterioro de las cuentas públicas se debe sobre todo a los efectos directos de la peor recesión económica de las últimas décadas en las diferentes partidas de los ingresos y gastos, pero también a las medidas transitorias implementadas por el Gobierno para contener la caída de la demanda, reforzar

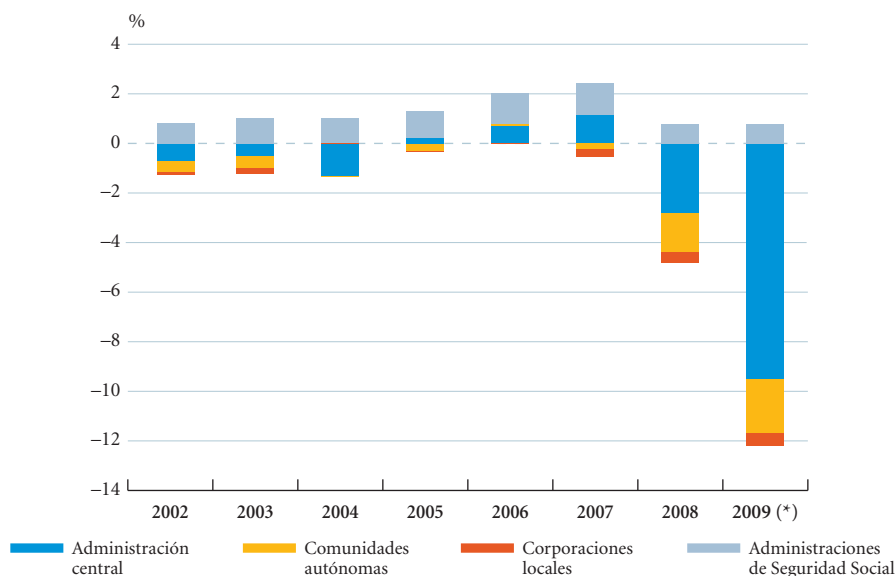
la confianza de los agentes económicos y paliar los efectos de la crisis.

La mayor parte del déficit público de 2009 fue generado por la administración central, el 9,5% del PIB. Las comunidades autónomas ampliaron su déficit en 0,6 puntos del PIB hasta el 2,2%. En cambio el déficit de las corporaciones locales se mantuvo en el mismo nivel del 0,5% del PIB. La administración de la Seguridad Social fue la única que registró un superávit, que si bien se redujo, permaneció en el 0,8% del PIB nominal al bajar también éste.

El peso de los ingresos públicos en el PIB bajó 2,4 puntos hasta el 34,6%. Por su

SÓLO LA SEGURIDAD SOCIAL LOGRA SUPERÁVIT EN 2009

Saldo presupuestario por tipo de administración en porcentaje del PIB



NOTA: (*) Proyección presupuestaria.

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

parte, los impuestos cayeron 2,9 puntos del PIB hasta el 18,2%. Un poco más de un tercio de esta caída se explica por el ciclo económico. El descenso de la recaudación de ciertos impuestos ligados a los activos mobiliarios e inmobiliarios explica alrededor de otro medio punto de PIB de la contracción de la recaudación.

Entre las medidas discrecionales que tuvieron un impacto presupuestario, las dirigidas a mejorar la liquidez de las empresas (modificaciones en la gestión del impuesto sobre el valor añadido, IVA) y familias (anticipación de devoluciones en el impuesto sobre la renta de las personas físicas) ocasionaron un coste del 0,7% del PIB en 2009. Además, los mayores aplazamientos en el pago del IVA y del impuesto de sociedades supusieron el 0,5% del PIB.

En cuanto a los gastos, se expandieron en 5 puntos porcentuales del PIB hasta representar el 46,1% del mismo. Casi la mitad de esta alza es atribuible a las prestaciones sociales, de las cuales las relacionadas con el desempleo supusieron un ascenso de más de 12.000 millones de euros. La remuneración de asalariados y las compras de bienes y servicios corrientes también supusieron una sensible elevación de 1,7 puntos del PIB hasta el 18,0%. El aumento de la deuda pública comportó mayores pagos por intereses en 0,3 puntos del PIB hasta el 1,9%. La inversión pública incrementó su participación en el PIB en un punto hasta el 4,8%.

Según estimaciones del Ministerio de Economía y Hacienda, el componente cíclico del PIB fue del 1,4% en 2009. El dé-

ficit estructural primario, que se obtiene si además descontamos los intereses, se evalúa en el 8,1% del PIB. Si de esta cifra eliminamos las medidas transitorias de estímulo económico, resulta que el déficit estructural primario sin las medidas transitorias es del 5,7% del PIB.

En esta tesitura, el Programa de Estabilidad 2009-2013 prevé una estrategia de consolidación presupuestaria para ajustar en este periodo los 5,7 puntos del PIB mencionados más arriba y conseguir que el déficit público se reduzca al 3% del PIB en 2013 y cumpla así con el límite fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea. Esta estrategia se basa en los Presupuestos Generales del Estado para 2010 y en otro paquete de medidas aprobadas el 29 de enero de 2010 en Consejo de Ministros. La contención del gasto afectará a todas las políticas excepto prestaciones por desempleo, pensiones, ayudas a la dependencia, becas y ayudas de estudio, I+D+i y ayuda oficial al desarrollo. De esta forma, los gastos de personal, de funcionamiento, las inversiones y el resto de gastos serán recortados.

Por otro lado, la deuda pública subió en 15,5 puntos del PIB en 2009 hasta el 55,2%. A pesar de este fuerte aumento, este nivel se sitúa considerablemente por debajo de la media de la eurozona, del 78,2% del PIB. El incremento de la deuda se descompone en los más de 11 puntos del déficit público, 1,4 puntos por efecto de la caída del PIB nominal y el resto se debe sobre todo a las aportaciones del Estado al Fondo de Adquisición de Activos Financieros y al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

El Gobierno adopta una estrategia de consolidación presupuestaria para reconducir el déficit público hasta el 3% del PIB en 2013.

La deuda pública sube hasta el 55,2% del PIB pero sigue sensiblemente por debajo de la media de la eurozona.

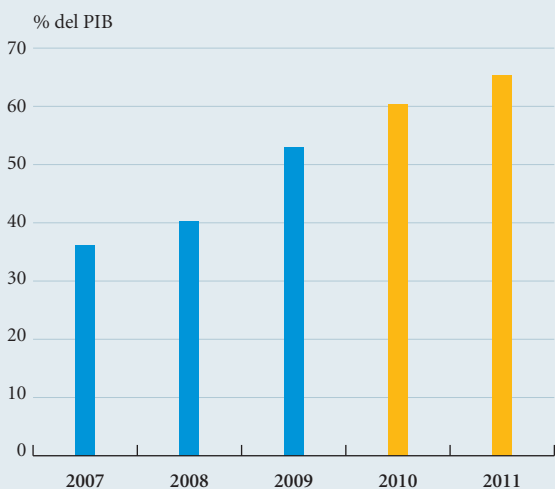
Política fiscal y política monetaria: una relación que se complica

Durante parte del pasado año 2009, la economía global flirteó con la perspectiva de una depresión sólo comparable a la que tuvo lugar en los años treinta. Para evitar tal escenario, los bancos centrales y los gobiernos de las principales economías pusieron en marcha medidas de expansión fiscal y monetaria de carácter excepcional, con masivas inyecciones de liquidez y elevados déficits públicos. Los datos del cuarto trimestre de 2009 y la mayoría de las previsiones para 2010 hacen pensar que lo peor ha quedado atrás: la posibilidad de una depresión se ha alejado y la economía global parece haber encarado la senda de la recuperación.

Pero 2010 no será un año tranquilo. El proceso de reducción de deuda que afecta a la mayor parte de las economías ricas y los problemas que subsisten en el sector financiero lastrarán el crecimiento. Además, la retirada ordenada de las medidas de expansión fiscal y monetaria no se antoja nada sencilla. En concreto, la interacción entre las autoridades monetarias y fiscales ha sido relativamente fácil mientras ambas alentaban políticas expansivas; pero en 2010 podrían surgir los conflictos.

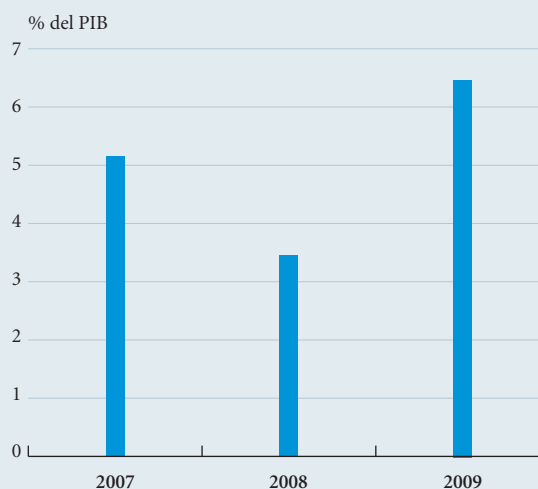
LA DEUDA PÚBLICA DE ESTADOS UNIDOS CONTINUARÁ CRECIENDO...

Deuda pública (*)



...PERO NO TENDRÁ CABIDA EN EL BALANCE DE LA FED

Bonos del tesoro y deuda de agencias con garantía estatal en el balance de la Fed



NOTA: (*) Deuda en manos del público. Los datos posteriores a 2009 son previsiones del CBO.

FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve, CBO, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Por una parte, la autoridad fiscal preferiría que la autoridad monetaria mantuviera una política monetaria laxa como hasta ahora: unos tipos de interés bajos suponen una ayuda considerable a las arcas públicas, dado su impacto sobre el coste de la deuda; las compras de deuda pública por parte del banco central facilitan la financiación del gobierno; y una política monetaria expansiva, si favorece el crecimiento económico, ayuda a reducir el déficit fiscal al aumentar los ingresos públicos y reducir el gasto en desempleo. Sin embargo, la prioridad del banco central no es facilitarle la vida a la autoridad fiscal. Es otra: evitar la aparición de presiones inflacionistas. Por ello, su preocupación en este momento está centrada en iniciar el camino hacia la normalización de la política monetaria.

Otro punto de fricción es que el banco central preferiría que el ajuste fiscal se llevara a cabo con premura. Unos presupuestos públicos equilibrados ayudan a controlar la inflación y reducen la presión al alza de los tipos de interés a largo plazo, lo que otorga una mayor capacidad de maniobra a la política monetaria. Sin embargo, el camino de la consolidación fiscal se presenta pedregoso: a corto plazo, la demanda privada se mantiene frágil y la necesidad de políticas fiscales de corte expansivo sigue vigente; además, la recuperación de los mercados de trabajo será lenta, lo que dificultará el crecimiento de los ingresos del estado y la disminución de los gastos de subsidios por desempleo. Y, por último, no se puede ignorar el tremendo coste político de la retirada de los estímulos y de los otros ajustes necesarios para equilibrar las cuentas públicas. Por todo ello, es improbable que la consolidación fiscal sea tan rápida como desearía la autoridad monetaria.

El resultado de esta difícil interacción entre la autoridad fiscal y la monetaria vendrá determinado y, a su vez, pondrá a prueba, la independencia de los bancos centrales. En este contexto, merece la pena tener bien claros los beneficios de una autoridad monetaria independiente. En primer lugar, existe evidencia de que la independencia libera a la autoridad monetaria para perseguir la estabilidad de precios de forma más consistente, con un compromiso claro. Ello facilita el anclaje de las expectativas de inflación. Por ejemplo, en el último lustro, la volatilidad de las materias primas ha sido muy alta, pero los índices subyacentes de precios (excluyendo la energía y los alimentos) se han mantenido estables gracias, en parte, a la creencia de que, de subir los precios, la autoridad monetaria actuaría con contundencia. También existen evidencias de que niveles extremos de inflación reducen el crecimiento, mientras que la moderación en los aumentos de precios lo favorece.

En lo concerniente a la independencia de las autoridades monetarias, la situación del BCE y de la Fed es muy distinta, con ventaja para el primero. El mandato del BCE es únicamente de control de la inflación mientras que el de la Fed incluye también objetivos de crecimiento. Un mandato más difuso, como el del banco central de Estados Unidos puede incitar en mayor medida la crítica de los observadores externos sobre las decisiones de política monetaria. Pero el mayor riesgo para la Fed se encuentra, quizás, en el proceso de cambio regulatorio en el que está inmersa. Destacados miembros del Congreso han propuesto, por ejemplo, una modificación legal que abriría la puerta a auditar las actuaciones del banco central, incluyendo las decisiones de política monetaria, un paso que comprometería seriamente la independencia de la Fed.

Los caminos de la recuperación serán pues muchos y variados, pero todos pasan por encontrar un compromiso entre la vuelta a la normalidad monetaria y el ritmo de avance de la consolidación fiscal. Las tensiones inflacionistas no han aflorado, pero esto podría cambiar en los próximos meses. Si las expectativas de inflación, por ahora bien ancladas, comienzan a revisarse al alza, el mejor remedio que existe frente a ellas es una autoridad monetaria independiente y unos banqueros centrales conscientes de lo mucho que nos jugamos en este 2010.

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

Ahorro y financiación

El tipo de interés de los préstamos bancarios baja 238 puntos básicos en 2009.

La disminución de la financiación al sector privado en 2009 es inferior a la del producto interior bruto nominal.

Desendeudamiento del sector privado

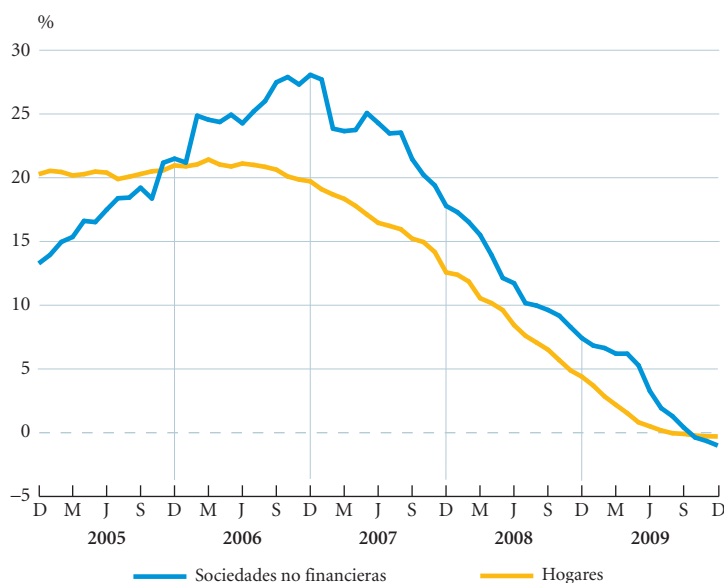
El tipo de interés euríbor a un año, ampliamente utilizado como referencia, se colocó en el 1,232% en promedio mensual en enero de 2010, muy livianamente por encima del mínimo histórico registrado en el mes de noviembre de 2009, pero 139 puntos básicos menos que doce meses antes. Posteriormente, este tipo de interés fluctuó cerca de este mínimo y el día 26 de febrero el euríbor a un año anotó un mínimo histórico al bajar hasta el 1,215% al no esperarse ninguna variación en los próximos meses en el tipo de interés oficial del Banco Central Europeo, situado en el 1,00% desde mayo de 2009.

En este contexto, en el mes de diciembre de 2009 el tipo de interés sintético de los préstamos y créditos de las entidades crediticias a las empresas y familias continuó descendiendo hasta situarse en el 3,32%. De este modo, se colocó 238 puntos básicos por debajo de un año antes.

A pesar del descenso de los tipos de interés nominales, la demanda de financiación del sector privado en 2009 se debilitó a causa de la desfavorable coyuntura económica. Además, también se produjo un endurecimiento de las condiciones de financiación por parte de la oferta en relación con el año anterior. Así, la financiación al sector privado disminuyó levemente, el 0,7% en tasa interanual,

LIGERA CONTRACCIÓN DE LA FINANCIACIÓN A EMPRESAS Y FAMILIAS EN 2009

Variación interanual de la financiación



FUENTE: Banco de España.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Diciembre 2009

	Saldo	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.211.869	-5.133	-0,7	79,8
Empresas no financieras	1.308.306	1.841	-1,0	47,2
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	916.579	-37.556	-3,5	33,1
<i>Valores distintos de acciones</i>	56.243	15.180	37,0	2,0
<i>Préstamos del exterior</i>	335.484	24.216	1,8	12,1
Hogares (4)	903.563	-6.974	-0,3	32,6
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	677.955	-493	0,1	24,4
<i>Otros (3)</i>	222.912	-6.800	-1,5	8,0
<i>Préstamos del exterior</i>	2.696	320	13,5	0,1
Administraciones públicas (5)	561.099	129.076	29,9	20,2
TOTAL	2.772.968	123.943	4,3	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

prosiguiendo la desaceleración comenzada en 2006. De este modo, continuó el desapalancamiento de las empresas y las familias, que habían alcanzado elevados niveles de endeudamiento. Con todo, la reducción de la financiación al sector privado fue inferior al descenso del producto interior bruto nominal en 2009, que fue del 3,4%.

La financiación a las sociedades no financieras bajó el 1,0% en 2009, después de haber aumentado el 7,4% en el año anterior. Los préstamos concedidos por las entidades financieras residentes se redujeron el 3,5%. El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante, cayó el 25,5%. Los arrendamientos financieros, para la financiación de inversiones, bajaron el 16,4%. El retroceso del crédito fue compensado parcialmente por una expansión del 37,0% de las emisiones de renta fija al normalizarse los mercados de capitales, y por un incremento del 1,8% de los préstamos del exterior.

El crédito a los hogares también siguió ralentizándose hasta presentar un descenso interanual del 0,3% en 2009 después de haber crecido el 4,4% en el año precedente. El canalizado a la vivienda subió ligeramente el 0,1% al haberse reducido el esfuerzo teórico para la compra de una casa gracias a la bajada de los precios de las viviendas y de los tipos de interés. En cambio, el crédito para el consumo y otros fines se contrajo el 1,5%, afectado por unos tipos de interés más altos, del 7,0% en diciembre, al incorporar una prima de riesgo más elevada a consecuencia del aumento de la morosidad.

Los efectos del descenso del nivel de actividad económica y de la escalada del paro siguen repercutiendo crudamente en el aumento de la morosidad. La tasa de morosidad del conjunto de las entidades crediticias subió hasta el 5,1% en 2009, 1,7 puntos más que un año antes y volviendo al nivel de mediados de 1996. No obstante, cabe apreciar una aminoración del cre-

Los préstamos para la vivienda suben levemente.

La morosidad de las entidades financieras cierra 2009 en el 5,1%.

La Comisión Europea autoriza el régimen de recapitalización de entidades de crédito.

cimiento de esta tasa, pues en 2008 se elevó en 2,4 puntos, gracias a una política de gestión del riesgo más exigente. La tasa de morosidad de la banca era del 5,0%, la de las cajas del 5,1%, la de las cooperativas del 3,8% y la de las entidades de financiación del 10,2%.

Las cajas de ahorros continuaron arañando cuota de mercado en el segmento del crédito al sector privado hasta alcanzar el 48,4%, medio punto más que en 2008 y marcando un máximo histórico a final de ejercicio, muy por encima del 21,3% de 1979, antes de que se desarrollase la liberalización financiera. Por su parte, los bancos incrementaron su participación en una décima hasta el 43,8% y las cooperativas de crédito también en una décima hasta el 5,3%. Por el contrario, el peso de los establecimientos financieros de crédito y entidades de dinero electrónico disminuyó en 8 décimas hasta el 2,4%.

Por su parte, la financiación a las administraciones públicas, medida de acuerdo con la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo, por la deuda bruta nominal consolidada, subió el 29,9% en 2009, sensiblemente más que el crecimiento del 13,5% del año anterior. Esta expansión contrarrestó el descenso de la financiación

al sector privado. Con todo, la financiación total a los sectores residentes siguió frenando su crecimiento hasta el 4,3% en 2009, 3 puntos menos que un año antes.

En otro orden de cosas, a finales de enero la Comisión Europea aprobó el régimen español de recapitalización de entidades de crédito a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) hasta el 30 de junio de 2010, si bien es posible una prórroga. La remuneración aplicable a los títulos a suscribir por el FROB en apoyo de un proceso de integración se sitúa como mínimo en el 7,75%.

Moderado crecimiento de los depósitos bancarios

En 2009 las remuneraciones de los depósitos bancarios tendieron a disminuir en línea con el tipo de interés oficial del Banco Central Europeo, situado en el 1,0% desde el mes de mayo. En diciembre el tipo de interés promedio de los depósitos bancarios se colocaba en el 1,28%, 1,44 puntos menos que doce meses antes, pero por encima de la inflación.

Dada la reducción de la retribución nominal de los depósitos, el crecimiento de

En 2009 suben los depósitos a la vista y de ahorro y caen las cuentas a plazo.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

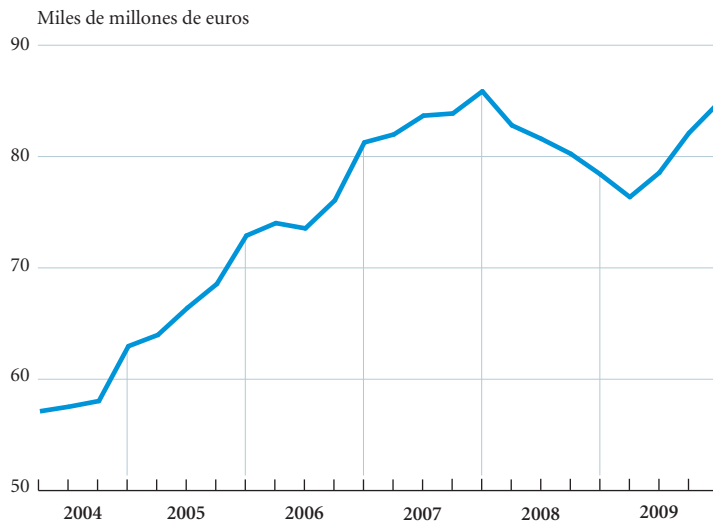
Diciembre 2009

	Saldo		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros		%	
A la vista	262.735	17.923	7,3	18,4	
De ahorro	207.791	28.014	15,6	14,6	
A plazo	720.012	-9.261	-1,3	50,5	
En moneda extranjera	22.015	-7.303	-24,9	1,5	
Total depósitos	1.212.553	29.374	2,5	85,1	
Resto del pasivo (*)	213.129	-35.500	-14,3	14,9	
TOTAL	1.425.682	-6.126	-0,4	100,0	

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

LOS FONDOS DE PENSIONES REPUNTAN EN 2009

Patrimonio total de los fondos de pensiones



FUENTE: Inverco.

su saldo se desaceleró hasta el 2,5%, si bien era superior al de los créditos. En 2009 es destacable el aumento del 7,3% de las cuentas a la vista y sobre todo el 15,6% de las cuentas de ahorro, debido a una mayor preferencia por la liquidez de los ahorradores en una situación de más incertidumbre económica. En cambio, el saldo de las cuentas a plazo bajó el 1,3% y los depósitos en moneda extranjera, afectados en general por diferenciales de tipos de interés desfavorables, cayeron el 24,9%.

En este segmento de mercado apenas se registraron variaciones de las cuotas de las distintas clases de entidades en 2009. Las cooperativas de crédito aumentaron su participación en 0,3 décimas a costa de los bancos, mientras que las cajas mantuvieron su peso en el 55,5%.

Una alternativa a los depósitos la constituyen los fondos de inversión. Su patrimonio bajó en 1.370 millones de euros en enero de 2010 hasta 161.184 millones

a causa de minusvalías por la desfavorable evolución en el mes de los mercados bursátiles en general y de unos reembolsos netos de 485 millones de euros. Sin embargo, el rendimiento neto anual era del 4,5%.

Otro producto favorito de los ahorradores, los fondos de pensiones, lograron situar su volumen en 84.789 millones de euros al final de 2009, con un aumento anual del 8,1%. El número de partícipes subió el 1,2%. La rentabilidad alcanzó el 7,7% en promedio. En los últimos diecinueve años el rendimiento medio fue del 5,6%, superior a la inflación del periodo.

Finalmente, otro instrumento de colocación del ahorro, los seguros, registró un volumen de primas de 59.884 millones de euros en su modalidad de seguro directo, con un alza anual del 1,2%. Este crecimiento fue debido a la categoría de vida, que subió el 5,8%, mientras que el resto disminuyó el 2,6%.

Los fondos de pensiones alcanzan una rentabilidad del 7,7% en 2009.

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"

4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer
5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández
6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres María Gutiérrez-Domènech
7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer
8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer
10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández
11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero María Gutiérrez-Domènech
12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons
13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual

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

16. ¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes Àlex Ruiz

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

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

- 01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals
 - 02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal
 - 03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta
 - 01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia María Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà
 - 02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal
- ### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS
35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
 36. El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

Consejo Asesor

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

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

Área de Estudios y Análisis Económico

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

INFORME MENSUAL

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2009

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

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

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



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

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

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

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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