

# Informe Mensual



## REFORMAS Y DESEQUILIBRIOS EN LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

*Tiempos de crisis, ¿oportunidad de reforma económica?* Pág. 18

¿Actuará la crisis como detonante de las reformas estructurales?

*No rescatarás a tu país vecino (¿o sí?)* Pág. 25

La crisis griega pone en cuestión el diseño de la unión monetaria europea

*El bono común europeo* Pág. 45

Los países miembros de la zona del euro podrían formar un solo emisor soberano de deuda pública

*Desequilibrios exteriores en el interior de la eurozona* Pág. 64

La pérdida de competitividad y una fuerte demanda interna explican los grandes déficits en la eurozona

# Previsiones

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

	2008	2009	2010	2009				2010	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
	Previsiones			Previsiones					
Producto interior bruto									
Estados Unidos	0,4	-2,4	3,0	-3,3	-3,8	-2,6	0,1	2,6	3,5
Japón	-1,2	-5,2	1,6	-8,4	-6,0	-4,9	-1,4	2,6	1,3
Reino Unido	0,5	-4,9	1,2	-5,3	-5,9	-5,3	-3,1	-0,3	1,0
Zona del euro	0,5	-4,1	1,0	-5,0	-4,9	-4,1	-2,2	0,5	1,0
Alemania	1,0	-4,9	1,3	-6,7	-5,8	-4,8	-2,4	1,3	1,5
Francia	0,3	-2,2	1,4	-3,4	-2,8	-2,3	-0,3	1,3	1,4
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,8	-0,3	2,1	-0,2	-1,0	-1,6	1,5	2,4	2,2
Japón	1,4	-1,4	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-2,0	-1,1	-0,5
Reino Unido	3,6	2,2	2,5	3,0	2,1	1,5	2,1	3,3	2,8
Zona del euro	3,3	0,3	1,2	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,1	1,3
Alemania	2,6	0,3	0,9	0,8	0,3	-0,2	0,4	0,8	0,8
Francia	2,8	0,1	1,5	0,7	-0,2	-0,4	0,4	1,4	1,6
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
	Previsiones			Previsiones					
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	-0,6	-5,0	-0,1	-5,5	-6,0	-5,0	-3,5	-0,8	0,8
Consumo de las AAPP	5,5	3,8	-0,2	6,0	4,7	4,1	0,8	-0,4	-0,4
Formación bruta de capital fijo	-4,4	-15,3	-5,7	-14,9	-17,0	-16,0	-12,9	-8,0	-6,3
Bienes de equipo	-1,8	-23,1	-0,7	-24,0	-28,3	-23,8	-15,3	-2,0	-1,0
Construcción	-5,5	-11,2	-7,6	-11,3	-11,6	-11,4	-10,2	-9,6	-7,9
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-0,5	-6,4	-1,5	-6,3	-7,4	-6,6	-5,3	-2,5	-1,2
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-11,5	2,2	-16,6	-14,7	-10,8	-2,9	-0,7	1,1
Importación de bienes y servicios	-4,9	-17,9	-2,3	-22,3	-21,7	-17,0	-9,6	-5,1	-2,3
Producto interior bruto	0,9	-3,6	-0,4	-3,3	-4,2	-4,0	-3,1	-1,4	-0,4
Otras variables									
Empleo	-0,6	-6,7	-2,3	-6,3	-7,2	-7,2	-6,1	-3,9	-2,4
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,0	19,5	17,4	17,9	17,9	18,8	20,0	19,4
Índice de precios de consumo	4,1	-0,3	1,5	0,5	-0,7	-1,1	0,1	1,1	1,5
Costes laborales unitarios	4,6	0,2	-0,9	0,9	0,9	-0,1	-0,1		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-9,5	-5,1	-3,8	-7,9	-4,5	-3,8	-4,2		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,1	-4,7	-3,4	-7,6	-4,0	-3,6	-3,7		
Saldo público (% PIB)	-4,1	-11,2	-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	0,3	0,3
Repo BCE	3,9	1,2	1,0	1,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Bonos EEUU 10 años	3,6	3,2	3,8	2,7	3,3	3,5	3,4	3,7	3,8
Bonos alemanes 10 años	4,0	3,3	3,2	3,1	3,4	3,3	3,2	3,2	3,1
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,48	1,39	1,36	1,30	1,36	1,43	1,48	1,38	1,38

## Índice

<b>1 Editorial</b>
<b>2 Resumen ejecutivo</b>
<b>6 Coyuntura internacional</b>
6 Previsiones FMI
8 Estados Unidos
11 Japón
13 China
15 Brasil
16 México
17 Materias primas
<b>18 Tiempos de crisis, ¿oportunidad de reforma económica?</b>
<b>22 Unión Europea</b>
22 Zona del euro
<b>25 No rescatarás a tu país vecino (¿o sí?)</b>
28 Alemania
29 Francia
31 Italia
32 Reino Unido
34 Europa emergente
<b>36 Mercados financieros</b>
36 Mercados monetarios y de capital
<b>45 El bono común europeo</b>
<b>48 Coyuntura española</b>
48 Actividad económica
53 Mercado de trabajo
57 Precios
61 Sector exterior
<b>64 Desequilibrios exteriores en el interior de la eurozona</b>
67 Sector público
69 Ahorro y financiación

## Reformas y desequilibrios en la Unión Monetaria Europea

La crisis griega ha desatado una grave tormenta financiera y política. La inesperada aparición de un déficit muy superior al previsto en un país con una situación fiscal casi al límite ha provocado una sacudida cuyo alcance, como la erupción del volcán islandés Eyjafjallajökull, va mucho más allá del propio país. Se ha llegado a poner en cuestión la misma viabilidad del proyecto de la Unión Monetaria, once años después de su nacimiento.

La cuestión radica en cómo gestionar y prevenir una situación de crisis en la zona del euro. El euro ha aportado estabilidad macroeconómica, baja inflación y una mayor integración de los mercados. También ha actuado de escudo protector ante las turbulencias de tipos de cambio y de tipos de interés en la crisis global. Pero la crisis ha puesto de manifiesto que la coordinación de las políticas económicas no funciona adecuadamente y ahora esto constituye un grave obstáculo. Lo reconocía hace dos semanas Olli Rehn, comisario de asuntos económicos y monetarios: «La supervisión multilateral ha fallado a la hora de poner en marcha a tiempo las actuaciones necesarias. Los estados miembros no aprovecharon los buenos tiempos para reducir la deuda pública. Los desequilibrios macroeconómicos fueron infravalorados». Fortalecer la coordinación de las políticas económicas es una tarea urgente. El comisario, acertadamente, apuntaba a tres puntos clave.

El primero es la disciplina presupuestaria. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que establece un límite de déficit del 3% del producto interior bruto en épocas normales y admite déficits superiores en caso de crisis, no ha conseguido sus objetivos. No se logró normalizar la situación fiscal en tiempos de bonanza, y una grave recesión ha hecho perder los avances de los diez años anteriores. La propia Alemania, supuesto guardián de la ortodoxia monetaria, forzó la relajación del Pacto en 2003, cuando cayó en el incumplimiento. La Comisión propone ahora que los presupuestos se sometan a las instancias comunitarias antes de que los parlamentos nacionales los aprueben, una iniciativa hoy por hoy ciertamente impensable, pero que expresa la imperiosa necesidad de encontrar una solución.

El segundo eje por reforzar es la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y las divergencias de competitividad. Durante la pasada etapa expansiva algunos países acumularon enormes déficits por cuenta corriente y elevadas pérdidas de competitividad. Las divergencias se han cerrado algo tras la recesión económica, pero el problema persiste. La endémica debilidad competitiva de algunas economías puede generar problemas tan graves como los desequilibrios de las finanzas públicas. Es necesaria una respuesta coordinada que afronte cuestiones como las políticas salariales, el mercado de trabajo, los mercados de productos y servicios y el sector financiero.

El tercer punto es la gestión de las crisis. ¿Qué hacer cuando no se dispone de un mecanismo político ágil para reaccionar? La asistencia financiera a Grecia se ha improvisado sobre la marcha, forzando la interpretación del Tratado ante la inexistencia de instrumentos adecuados. En estos momentos todavía se desconoce si será efectiva, pero no hay duda de que la crisis pone de relieve que hay que avanzar mucho en la gobernanza europea. Dentro de una Unión Monetaria no es posible devaluar para recuperar la competitividad perdida o para frenar los ataques de los mercados. Por tanto, los líderes políticos comunitarios deberán esforzarse por acordar un nuevo diseño institucional que proporcione la estabilidad y capacidad de reacción colectiva que a lo largo de esta crisis tanto se ha echado en falta.

## RESUMEN EJECUTIVO

**La crisis griega desata  
turbulencias en los  
mercados...**

### **La crisis de la deuda griega desplaza la recuperación a un segundo plano**

Apenas medio año después de que los indicadores certificaran el fin de la fase recesiva en la que la economía global se ha visto inmersa, el nerviosismo ha vuelto a los mercados. Esta vez el protagonista es Grecia o, más bien, la capacidad de su gobierno de ordenar sus finanzas. La economía helenica lleva meses protagonizando un serial que con el tiempo se parece cada vez más a anteriores crisis de países emergentes, como las de Rusia en 1998 o Argentina en 2001.

Las estimaciones del desequilibrio de las finanzas públicas griegas han sufrido continuas revisiones al alza, debido a la afloración de irregularidades en su contabilidad pública. Eurostat estima ahora un déficit público del 13,6% del producto interior bruto (PIB) en 2009 y una deuda nada menos que del 115,1%. Los esfuerzos del nuevo ejecutivo griego han sido numerosos, comprometiéndose a llevar a cabo un duro plan de ajuste para reducir el gasto público y aumentar la recaudación. Pero la introducción de un plan de ajuste fiscal tan severo hace temer que la economía vuelva a la recesión y, por lo tanto, entre en una espiral sin salida. Para el año 2010 ya se baraja una cifra de deuda del 120%-130% del PIB.

Los mercados han reaccionado exigiendo una elevada prima de riesgo a las emisiones de bonos helenos. El diferencial respecto al bono alemán a 10 años no ha hecho más que subir y ya supera con creces los 700 puntos básicos. El contagio al resto de países ha sido limitado, pero se ha

hecho notar. Portugal es el país más afectado, pero Irlanda, España e Italia también han sufrido alzas de la prima de riesgo. De momento, Grecia ya ha pedido formalmente al resto de países comunitarios y al Fondo Monetario Internacional (FMI) la activación de la ayuda financiera aprobada recientemente. A pesar de todo, la probabilidad de impago ha seguido aumentando y la deuda griega ha sido degradada a nivel de bono basura por la agencia de calificación S&P.

El serial griego ha restado audiencia a las buenas noticias acerca de la recuperación de la economía mundial que, en definitiva, reflejan una tendencia de fondo más positiva de lo inicialmente previsto. La mejora de las perspectivas del FMI en su informe semestral es un buen ejemplo de ello. Ha subido la previsión de crecimiento de la economía mundial en 2010 en tres décimas, hasta el 4,2%. Para 2011 la mantiene en el 4,3%. Según el FMI, los países emergentes seguirán siendo el motor de la recuperación y su tasa de crecimiento será superior al 6% en 2010 y 2011. Para China, que creció un espectacular 11,9% en el primer trimestre, se espera que en el conjunto del año el PIB avance un 10,0%. Las noticias para los países de la Europa central y del este también son muy positivas, pues para 2010 la previsión de crecimiento aumenta ocho décimas, y se sitúa en el 2,8%.

También son buenas las noticias sobre la economía estadounidense. Para el año 2010 el FMI ha subido cuatro décimas el crecimiento esperado del PIB, situándolo en el 3,1%, mientras que para 2011 la revisión ha sido menor, de dos décimas, y se

**...pese a la aprobación  
de una asistencia financiera  
al país.**

**El FMI revisa al alza  
el crecimiento mundial  
previsto para 2010.**

queda en el 2,4%. En general, se espera que el vigor que la economía estadounidense mostró en el cuarto trimestre de 2009 se mantenga a lo largo del año. El protagonista de estos primeros meses de 2010 ha sido el consumo privado, que podría estar creciendo a tasas en torno del 3%. La expectativa de crecimiento robusto se refuerza con el optimismo del sentimiento empresarial, que apunta al mantenimiento de los avances de la inversión en equipo. Sin embargo, los elementos de duda persisten. El repunte del consumo en los primeros meses del año se debe a la moderación de la tasa de ahorro, por la disminución de la aversión al riesgo, más que a un aumento de los ingresos, que están condicionados por un mercado de trabajo que navega hacia la recuperación con gran lentitud. Así, si bien pueden darse crecimientos vigorosos en 2010, las perspectivas a medio plazo siguen siendo de una expansión con ritmos de avance modestos.

El panorama en la eurozona es algo más débil. Eurostat revisó la tasa de crecimiento del PIB del cuarto trimestre a la baja y la dejó en un triste 0,0% intertrimestral. Además, los datos del primer trimestre tampoco nos depararán grandes alegrías. El principal culpable es el consumo privado. En el último trimestre de 2009 su evolución fue totalmente plana, y en el primer trimestre de 2010 podría anotar un leve retroceso. El sector exterior, impulsado por la depreciación del euro, se mantiene como el principal soporte de la recuperación. Para el conjunto de 2010 el FMI mantiene la previsión de crecimiento en el 1,0%, mientras que para el año próximo la ha bajado una décima, hasta el 1,5%.

La recuperación a distintas velocidades que presenta la economía mundial queda reflejada en la evolución de los mercados financieros y, especialmente, en las bolsas. Mientras en Estados Unidos y en los paí-

ses emergentes se cotiza la mejora del ciclo económico, las bolsas europeas siguen de cerca los avatares del caso heleno y cotizan con precaución sus efectos colaterales. A mediados de marzo comenzó en Estados Unidos la campaña de resultados trimestrales de las empresas listadas en el S&P 500. Hasta el momento, más del 80% de las compañías que han hecho públicas sus ganancias han batido las estimaciones del consenso de analistas. En Europa, la tendencia de los resultados está siguiendo la estela de las compañías norteamericanas, aunque a mayor distancia, debido al ritmo más pausado de la recuperación económica.

El proceso de recuperación de España continúa siendo más lento que el del conjunto de la eurozona y, según las previsiones del FMI y del Banco de España, así continuará siendo a lo largo del año. Ambas instituciones revisaron ligeramente la previsión de crecimiento para 2010 y la situaron en el -0,4%. Para 2011 se espera un avance algo superior. El FMI lo sitúa en el 0,9%, mientras que el Banco de España lo deja en el 0,8%. A medio plazo, las previsiones de crecimiento del FMI son sustancialmente inferiores a las contenidas en el Programa de Estabilidad elaborado por el Gobierno español.

De momento, en lo que llevamos de año los signos de recuperación empiezan a consolidarse. Por el lado de la demanda, los indicadores referentes al consumo sugieren un crecimiento discreto. Por una parte, las ventas de automóviles registraron el máximo incremento interanual de la serie histórica, el 63,1% en marzo, mientras que las ventas minoristas siguieron mejorando hasta presentar un incremento interanual del 3,8% en dicho mes, la primera tasa positiva desde noviembre de 2007. En cambio, el indicador de confianza de los consumidores en marzo continuó debilitándose y se colocó por debajo del nivel del cuarto trimestre.

**En Estados Unidos sorprende la recuperación del consumo y mejoran las previsiones.**

**En la eurozona, en cambio, el tono continúa muy débil.**

**El FMI mejora la previsión de crecimiento de la economía española, pero es más pesimista a medio plazo.**

**El Gobierno aprueba más actuaciones de política económica y un plan extraordinario de infraestructuras.**

Desde la óptica de la oferta, la industria presenta mejores perspectivas. Aunque la producción industrial seguía bajando en el primer bimestre, aumentaron tanto la confianza industrial como las entradas de pedidos, gracias al tirón exterior. En este entorno, el Gobierno aprobó un nuevo paquete de veintiséis medidas económicas para impulsar la recuperación económica y el empleo. Destacan el apoyo a la rehabilitación de viviendas con diversas medidas fiscales, el estímulo de la actividad empresarial y el fomento de empresas de servicios energéticos. Asimismo, el Gobierno también presentó el Plan extraordinario de infraestructuras, que movilizará 17.000 millones de euros en los próximos años. Gracias a la colaboración público-privada, se mantendrá la inversión en infraestructuras sin afectar a las cuentas públicas hasta 2014.

**El mercado laboral sigue siendo el talón de Aquiles de la recuperación.**

En el sector financiero también se empiezan a observar los primeros síntomas de lo que podría interpretarse como un cambio de tendencia, ya que después de seis meses de anotar tasas de variación anual negativas, los préstamos a las familias registraron un ligero aumento interanual en febrero del 0,1%. Este leve ascenso fue debido sobre todo a la vivienda, cuyos préstamos se elevaron el 0,4% en relación con el mismo mes del año anterior. El resto de préstamos a los particulares continuó disminuyendo, si bien se desaceleró el ritmo de descenso.

El mercado laboral sigue siendo el talón de Aquiles de la recuperación económica. A pesar de que la tasa de variación interanual del número de afiliados a la Seguridad Social ralentizó su caída en el mes de marzo, el freno del deterioro del empleo no acaba de materializarse. Además, cabe señalar que sólo la modalidad de contrato

temporal experimentó un aumento, mientras que los contratos indefinidos continuaban con su senda decreciente. La evolución dispar de ambos tipos de contrato se ajusta al modelo dual de contratación característico del mercado español. En ello hace hincapié el informe semestral del FMI, advirtiendo de los efectos negativos que un sistema dual de contratación tiene sobre el desempleo y la formación, y recomendando un contrato único con indemnización por despido creciente.

La debilidad de la demanda que genera un mercado laboral tan deteriorado sigue conteniendo la inflación en niveles relativamente bajos. El índice de precios al consumo subió hasta el 1,4% en marzo en relación con doce meses antes, seis décimas más que en febrero, algo más de lo esperado. De todas formas, la mitad del alza de la inflación en marzo es atribuible a los carburantes y lubricantes, cuyos precios continuaron la escalada hasta presentar un ascenso interanual del 24,0%. En cambio, el núcleo más estable de la inflación, la denominada inflación subyacente, que excluye a los productos energéticos y a los alimentos no elaborados, se situaba en el 0,2% interanual. El encarecimiento energético también ha contribuido a frenar la mejora del desequilibrio del comercio exterior.

La tesitura en la que se encuentra la economía española es ciertamente compleja. Aunque difícilmente la salida de la recesión será vigorosa, en general los distintos indicadores reflejan un cambio de tendencia que hace pensar que la economía ha vuelto al crecimiento. Una noticia que sin duda contribuirá a sosegar el enrarecido clima generado por las turbulencias griegas.

28 de abril de 2010



## CRONOLOGÍA

### 2009

- mayo**
- 7 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial hasta el 1,00% y anuncia medidas para facilitar liquidez al sistema bancario.
  - 12 El Gobierno anuncia **nuevas medidas de política económica**: eliminación parcial de la deducción fiscal por la compra de la vivienda habitual a partir de 2011, ayudas para la compra de automóvil, reducción de la fiscalidad para algunas pymes y autónomos, etc.
- junio**
- 12 El Gobierno **aumenta los impuestos** que gravan al tabaco, la gasolina y el gasóleo de automoción.
  - 26 El Gobierno crea el **Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria**.
- septiembre**
- 26 El Gobierno aprueba el proyecto de **Presupuestos Generales del Estado para 2010**, que elimina la deducción de 400 euros en el IRPF, sube el tipo de gravamen sobre las rentas de capital y eleva los tipos general y reducido del IVA a partir de julio de 2010.
- noviembre**
- 27 El Gobierno presenta el anteproyecto de **Ley de Economía Sostenible**.
- diciembre**
- 1 Entra en vigor el **Tratado de Lisboa**, que reforma determinados aspectos de la Unión Europea.

### 2010

- enero**
- 29 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de austeridad presupuestaria** y plantea alargar la **edad de jubilación** a los 67 años.
- febrero**
- 9 Acuerdo para el empleo y la **negociación colectiva 2010, 2011 y 2012** entre representantes de los empresarios y los sindicatos.
- abril**
- 7 El Gobierno presenta el **Plan extraordinario de Infraestructuras** que movilizará 17.000 millones de euros en los próximos dos años.
  - 9 El Gobierno aprueba un **nuevo paquete de medidas para impulsar la actividad económica**.
  - 10 Los ministros de finanzas de la eurozona anuncian las **condiciones de la ayuda a Grecia**.
  - 12 El Gobierno propone un **nuevo plan de reformas del mercado laboral** para su discusión en el marco del diálogo social.

## AGENDA

### Mayo

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- Índice de producción industrial de la UE (marzo).
- 5 Índice de producción industrial (marzo).
- 6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 12 Avance del PIB (primer trimestre).
- Avance del PIB de la UE (primer trimestre).
- 14 IPC (abril).
- 18 Comercio exterior (marzo).
- Inflación de la UE (abril).
- 19 Contabilidad Nacional Trimestral (primer trimestre).
- 25 Precios industriales (abril).
- Ingresos y gastos del Estado (abril).
- 27 Ventas minoristas (abril).
- 28 Avance del IPCA (mayo).
- 31 Balanza de pagos (marzo).

### Junio

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- Índice de producción industrial de la UE (marzo).
- 4 Índice de producción industrial (abril).
- PIB de la UE (primer trimestre).
- 10 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11 IPC (mayo).
- 16 Coste laboral (primer trimestre).
- Inflación de la UE (mayo).
- 22 Comercio exterior (abril).
- Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- Ingresos y gastos del Estado (mayo).
- 25 Precios industriales (mayo).
- 29 Ventas minoristas (mayo).
- Avance del IPCA (junio).
- 30 Balanza de pagos (abril).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**El FMI espera un crecimiento global del 4,2% para 2010, liderado por las economías emergentes y por mejores perspectivas en Estados Unidos...**

**...pero Europa y Japón esperan crecimientos modestos. Alemania empeora expectativas y España se recupera con retraso.**

### Previsiones del FMI: más recuperación de lo esperado

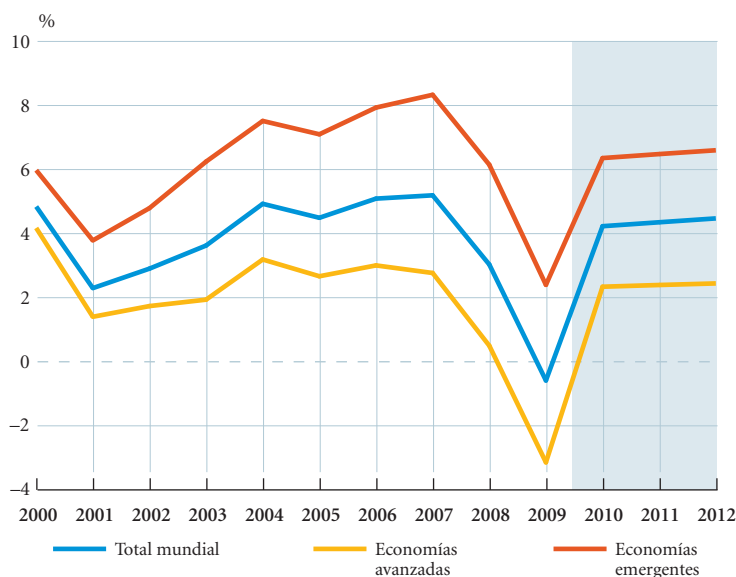
En su informe de perspectivas de la economía mundial de abril, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó al alza sus previsiones para 2010 y constata que la recuperación es más fuerte de lo esperado. La razón está en la mejora de las condiciones financieras que son, empero, peores que las que había antes de la crisis. Pero la recuperación tendrá distintas velocidades. Así, respecto a la previsión de enero, mejoran las perspectivas para Asia emergente, que ya en 2009 era el principal exponente del crecimiento global liderada por China. También hay mejoras para América Latina y para Estados Uni-

dos. Para la primera economía del planeta se esperan crecimientos del 3,1% en 2010 y del 2,6% en 2011, muy similares a nuestras propias previsiones.

En contraste con este tono más alcista, Europa y Japón parecen salir de la recesión con menos vigor. La economía del sol naciente mejora su crecimiento esperado para 2010 pero se le empeora el panorama para 2011. La zona del euro mantiene, con algún retoque a la baja, sus modestas expectativas de crecimiento para 2010 y 2011, 1,0% y 1,5%, respectivamente. Por países, la principal corrección a la baja de las previsiones la sufre Alemania que, según el Fondo, crecerá un 1,2% en 2010 y un 1,7% en 2011. Tam-

### LA SALIDA DE LA RECESIÓN

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: 2010, 2011 y 2012 son previsiones.  
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.



bién empeoran los pronósticos para Italia y, en menor medida, para el Reino Unido. Francia, una de las economías que menos ha sufrido las consecuencias de la crisis, ve cierta mejora en sus ritmos de avance previstos, pero sin llegar a sobrepasar el 2,0%. También hay mejores perspectivas del Fondo para España que, sin embargo, seguirá a la cola de la recuperación, con un retroceso esperado de 0,4% para 2010 y un magro avance del 0,9% para 2011.

En las economías avanzadas, la asignatura pendiente para 2010 y 2011 será la de la consolidación fiscal. Dados los elevados déficits de las arcas públicas, se necesitarán estrategias de ahorro creíbles a medio y a largo plazo. Ello no obsta para que, según el Fondo, se deban mantener los estímulos previstos para 2010 en las economías avanzadas, ya que la recuperación no está plenamente asentada. En este

sentido, la moderación de las tensiones inflacionistas deja margen para que los bancos centrales lleven a cabo políticas monetarias acomodaticias.

Los otros riesgos para la recuperación global son el elevado desempleo y los desequilibrios comerciales. La excesivamente alta proporción de desempleados de larga duración hace que exista el peligro de que, en una gran parte, del desempleo generado durante la crisis acabe convirtiéndose en permanente. Por otro lado, los elevados desequilibrios comerciales habían caracterizado los años previos a la crisis. En los países deficitarios, como Estados Unidos y España, la consolidación fiscal debe hacerse, según el FMI, de manera que el impacto en el crecimiento y la demanda interna sea limitado. En los superavitarios, como China, Japón y Alemania, el mayor reto es estimular la demanda interna.

**Los estímulos deben mantenerse en 2010, pero la consolidación fiscal es necesaria.**

**Los otros riesgos son el elevado desempleo y los desequilibrios comerciales.**

## PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje (\*)

	PIB		Precios al consumo		Tasa de paro (**)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Estados Unidos	3,1	2,6	2,1	1,7	9,4	8,3
Japón	1,9	2,0	-1,4	-0,5	5,1	4,9
China	10,0	9,9	3,1	2,4	...	...
Alemania	1,2	1,7	0,9	1,0	8,6	9,3
Francia	1,5	1,8	1,2	1,5	10,0	9,9
Italia	0,8	1,2	1,4	1,7	8,7	8,6
Reino Unido	1,3	2,5	2,7	1,6	8,3	7,9
España	-0,4	0,9	1,2	1,0	19,4	18,7
<b>Zona del euro</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>
<b>Países en desarrollo</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>4,7</b>	...	...
<i>América Latina</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>6,2</i>	<i>5,9</i>	...	...
<i>Europa del Este y Central</i>	<i>2,8</i>	<i>3,4</i>	<i>5,2</i>	<i>3,6</i>	...	...
<i>Asia emergente</i>	<i>8,7</i>	<i>8,7</i>	<i>5,9</i>	<i>3,7</i>	...	...
<b>Total mundial</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	...	...
<b>Comercio mundial en volumen (***)</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>				

NOTAS: (\*) Previsiones de abril 2010.

(\*\*) Porcentaje de población activa.

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

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

## Estados Unidos se recupera gracias al consumo y la inversión en equipo.

## Las ventas minoristas se aceleran.

### Estados Unidos: los consumidores dan un paso adelante

La economía estadounidense mostró una evolución vigorosa en el cuarto trimestre y se espera que mantenga el buen tono en este primer trimestre de 2010. El protagonista de estos primeros meses de 2010 es el consumo privado, que podría estar creciendo con tasas en torno al 3%. La expectativa de crecimiento robusto se refuerza con el optimismo del sentimiento empresarial, que apunta al mantenimiento de los avances de la inversión en equipo. Sin embargo, los elementos de duda persisten. El repunte del consumo de este inicio de año se debe a la moderación de la tasa de ahorro, por la disminución de la aversión al riesgo, más que a un aumento de los ingresos, que están condicionados por un mercado de trabajo que navega hacia la recuperación con gran lentitud. Tampoco el mercado inmobiliario ve cercana la salida del túnel, mientras que el proceso de desapalancamiento de las finanzas de los hogares debe continuar. La deuda

de los hogares estaba a finales de 2009 en el 122,7% de la renta disponible, siete puntos por debajo del máximo de diciembre de 2007, pero veinte por encima de su trayectoria a largo plazo. Así, si bien pueden darse crecimientos vigorosos en 2010, las perspectivas a medio plazo siguen siendo de una expansión con ritmos de avance modestos.

Los últimos indicadores de demanda son consistentes con la recuperación del consumo privado. Las ventas minoristas, sin coches ni gasolina, incrementaron su marcha en marzo, con un avance del 4,4% interanual, el mayor desde finales de 2007. Así, tras estos tres meses de repunte, descontado el efecto de las variaciones de precios, el consumo al por menor se acerca al nivel de diciembre de 2007, previo a la crisis. La confianza de los consumidores siguió relativamente ajena al repunte del consumo, acusando variables de fondo como el alto endeudamiento y la persistencia del elevado desempleo. Así, a pesar de su subida de marzo, el índice

### 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	Marzo
PIB real	0,4	-2,4	-3,3	-3,8	-2,6	0,1	-	...	-
Ventas al por menor	-0,8	-6,0	-9,2	-9,5	-6,7	2,0	4,5	4,4	7,6
Confianza del consumidor (1)	58,0	45,2	29,9	48,3	51,8	51,0	56,5	46,4	52,5
Producción industrial	-2,2	-9,7	-11,6	-12,9	-9,4	-4,7	1,1	2,2	4,0
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	35,9	43,0	51,4	54,6	58,4	56,5	59,6
Venta de viviendas unifamiliares	-37,4	-22,9	-40,0	-27,1	-11,7	-5,6	-4,3	-13,0	...
Tasa de paro (2)	5,8	9,3	8,2	9,3	9,6	10,0	9,7	9,7	9,7
Precios de consumo	3,8	-0,4	0,0	-1,2	-1,6	1,4	2,6	2,1	2,3
Balanza comercial (3)	-695,9	-378,6	-605,5	-503,7	-414,2	-378,6	-378,7	-391,9	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	2,8	0,7	1,2	0,8	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	74,4	77,8	82,7	79,4	75,4	73,6	74,5	76,2	75,9

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

## ESTADOS UNIDOS: EL CONSUMO SALE DEL POZO

Ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina, variación interanual (\*)



NOTA: (\*) Datos deflactados por el índice de precios de consumo sin energía ni alimentos.

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

del Conference Board, siguió en valores bajos, confirmando su papel de indicador retrasado en las recuperaciones.

El sentimiento empresarial sigue siendo netamente más positivo que el de los consumidores. Si en un principio, el hecho de que el sector no financiero afrontase la crisis con un endeudamiento más moderado que el de bancos y familias contribuyó al optimismo empresarial, los buenos resultados empresariales del primer trimestre del año vienen a reforzar esta percepción alcista. Así, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de manufacturas de marzo subió hasta los 59,6 puntos, un nivel propio de crecimientos superiores al 4% para el conjunto de la economía. La producción industrial, por su parte, mantuvo en marzo su recuperación, aunque mostrando cierta desaceleración respecto a los vigos de principios de año. Con una trayectoria parecida, la utilización de la capacidad productiva continuó algo por encima del 73%. A pesar del buen tono de este inicio de año, ambos indica-

dores siguen un 10% por debajo de los niveles de diciembre de 2007.

La debilidad seguirá siendo la tónica del mercado inmobiliario durante la mayor parte de 2010. La clave sigue estando en el gran número de hipotecas ejecutadas, que alimenta la sobreoferta de viviendas. El índice Case-Shiller de precios de la vivienda cayó más del 30% entre mediados de 2006 y abril de 2009. Desde entonces puede hablarse más de estabilización que de recuperación. Con los descensos, el precio de muchos inmuebles se ha situado por debajo del importe de la deuda pendiente, lo que constituye un incentivo para dejar de pagar las cuotas hipotecarias con la renuncia a la casa. Son los denominados *walkaways*, ya que, en Estados Unidos, la deuda pendiente de una hipoteca morosa se cancela en su totalidad con la entrega del inmueble a la entidad acreedora. Para evitar este fenómeno, la administración Obama trabaja en disposiciones legales que reduzcan el capital pendiente en las hipotecas donde éste supera el 120% del valor de mercado del in-

**Los empresarios fuerzan su visión alcista gracias a los buenos resultados corporativos.**

**La vivienda sigue débil a causa de una sobreoferta que se alimenta de las ejecuciones de hipotecas.**

**El mercado laboral toca fondo pero la recuperación se hará esperar.**

mueble, pero su aplicación y resultados siguen siendo inciertos. La consecuencia es que la actividad sigue bajo mínimos. Las viviendas iniciadas se incrementaron en marzo pero siguen ancladas en poco más de la tercera parte del promedio previo a la última burbuja inmobiliaria.

El mercado de trabajo mostró signos alentadores en marzo, con la creación de 162.000 empleos netos, el mejor dato de los últimos tres años. Sin embargo, la tasa de paro continuó en el 9,7% y no existen perspectivas de mejoras apreciables hasta el final de 2010. El problema es que la destrucción de empleo en esta recesión ha sido, con mucho, la mayor desde 1945. La disminución de la tasa de desempleo se presenta dificultosa por dos razones. Primero, la proporción de parados de larga duración, de más difícil recolocación, dobla a la de la recesión de 1983, cuando la tasa de desempleo estaba en niveles comparables a los actuales. La otra dificultad es el gran número de trabajadores desani-

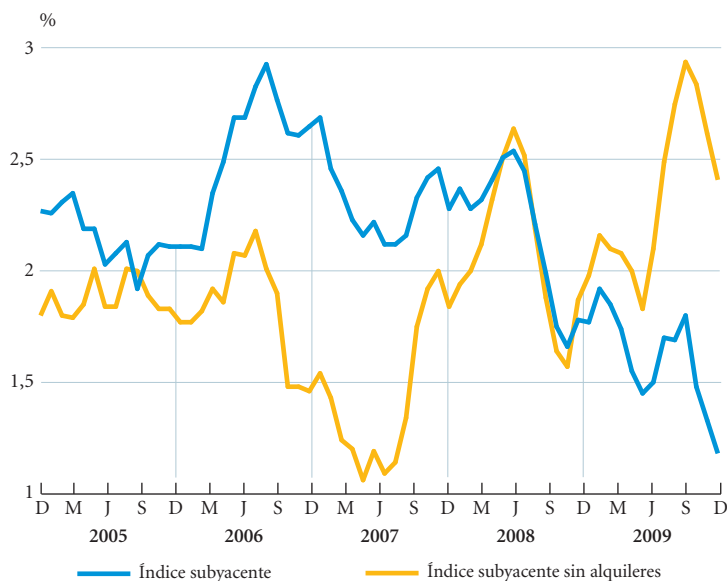
mados y de trabajadores a tiempo parcial de forma involuntaria que podrían ir absorbiendo el crecimiento de la demanda de trabajo a medida que la recuperación vaya avanzando.

La prolongación de la baja utilización de la capacidad de producción está ayudando a mantener la estabilidad de los precios, y es difícil que surjan tensiones inflacionistas apreciables en 2010. Esto deja cierto margen a los bancos centrales para mantener políticas expansivas, aun cuando estén drenando liquidez del sistema. Así, el índice general de precios al consumo (IPC) subió un 2,4% interanual en marzo, mientras que el más significativo IPC subyacente, el general sin los alimentos ni la energía, siguió moderando su avance hasta el 1,2% interanual. Sin embargo, esta ralentización se debe, en parte, al abaratamiento de los alquileres imputados a los propietarios de viviendas. Sin este componente, el índice subyacente se incrementó en un 2,4% interanual,

**El IPC sube un 2,4% y el IPC subyacente un moderado 1,2% gracias a la baja utilización de la capacidad y a los alquileres.**

#### ESTADOS UNIDOS: LOS ALQUILERES CONTRIBUYEN A LA MODERACIÓN DE LOS PRECIOS

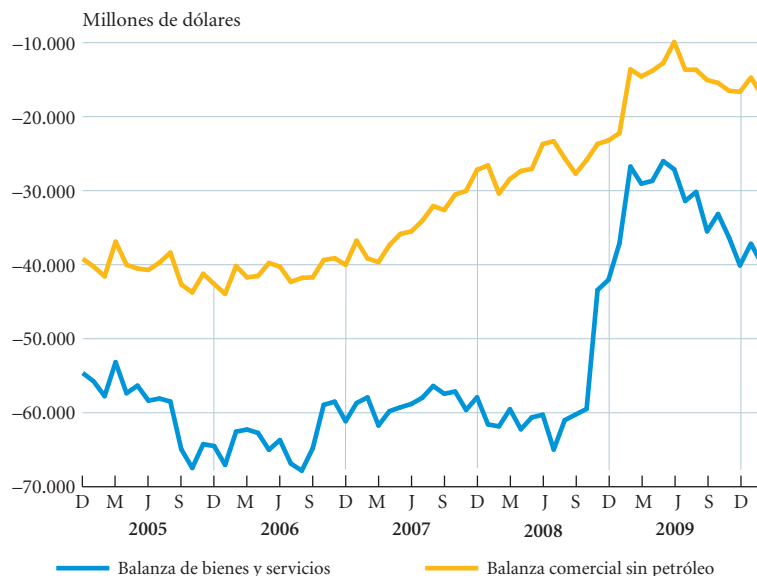
Variación interanual de componentes del índice de precios al consumo subyacente (\*)



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

## ESTADOS UNIDOS: SIN EL PETRÓLEO, LA TENDENCIA ES DE CORRECCIÓN

Saldo mensual de la balanza de bienes y servicios



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

algo más acorde con la tendencia de fondo de los precios.

El déficit comercial de bienes y servicios de febrero fue de 39.704 millones de dólares, 2.752 millones más que el mes anterior. El deterioro se produjo, en su práctica totalidad, en la balanza que excluye el petróleo y sus derivados. La recuperación de las exportaciones perdió fuerza mientras que las importaciones siguieron avanzando fruto de la vitalidad de la demanda interna. De seguir la expansión del consumo privado y de la inversión, el déficit debería continuar aumentando en los próximos meses, pero sin romper la suave tendencia de corrección del desequilibrio comercial iniciada a finales de 2006, que puede observarse si se excluyen los efectos del petróleo.

### Japón: coches y exportaciones

Las exportaciones han estado protagonizando la recuperación japonesa. El con-

sumo privado, en cambio, sigue dependiendo de los estímulos gubernamentales y sufre los efectos de la dinámica deflacionista. Por su parte, la inversión comienza a mostrar signos de una incipiente reactivación.

Los últimos indicadores de la oferta siguen confirmando que la mejoría se circunscribe al sector industrial y exportador. La producción industrial, que en Japón tiene una fuerte relación con la marcha del total de la economía, perdió en febrero parte del vigor de los tres meses previos, aunque la tónica siguió siendo de avances. Así, el índice general lleva recuperadas tres quintas partes del 34,7% que se perdió durante la crisis. Las perspectivas de la inversión siguieron mejorando en febrero, gracias al repunte de los pedidos de maquinaria destinados a la demanda exterior, aunque estos siguieron un 25% por debajo del nivel promedio de 2008. La otra mitad, los pedidos destinados a la demanda interna, continuaron estancados un 23% por debajo del nivel de 2008.

**Japón se recupera gracias a las exportaciones y las ayudas públicas.**

**La industria y la inversión avanzan.**

## 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	Febrero	Marzo
PIB real	-1,2	-5,2	-8,4	-6,0	-4,9	-1,4	-	...	-
Ventas al por menor	0,3	-2,3	-3,9	-2,8	-1,9	-0,7	2,3	4,2	...
Producción industrial	-3,4	-21,8	-32,2	-26,9	-20,5	-5,1	20,7	31,2	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-2,8	-40,8	-58,0	-48,0	-33,0	-24,0	-	-14,0	-
Viviendas iniciadas	2,5	-27,6	-21,5	-31,9	-35,9	-20,7	-8,2	-9,1	...
Tasa de paro (2)	4,0	5,1	4,5	5,1	5,4	5,2	4,9	4,9	...
Precios de consumo	1,4	-1,4	-0,1	-1,0	-2,2	-2,0	-1,3	-1,1	...
Balanza comercial (3)	4,1	4,0	1,2	0,9	1,7	4,0	5,3	5,8	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,8	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	86,6	98,6	102,1	95,7	97,0	99,6	99,3	102,1	101,8

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.

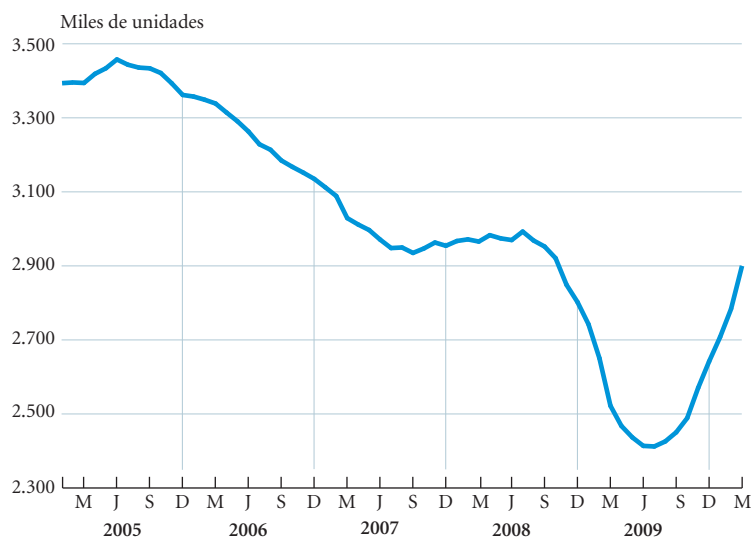
**La vivienda sigue débil pero el paro se mantiene en el 4,9%.**

Las ventas al por menor de febrero tuvieron un incremento del 4,2% interanual, un ritmo muy alto debido a efectos de

base, pero el nivel siguió cercano al de 2003. La mayor recuperación en el consumo siguió estando protagonizada por

## JAPÓN: LOS COCHES SALEN DEL AGUJERO

Ventas de automóviles. Suma de los últimos doce meses

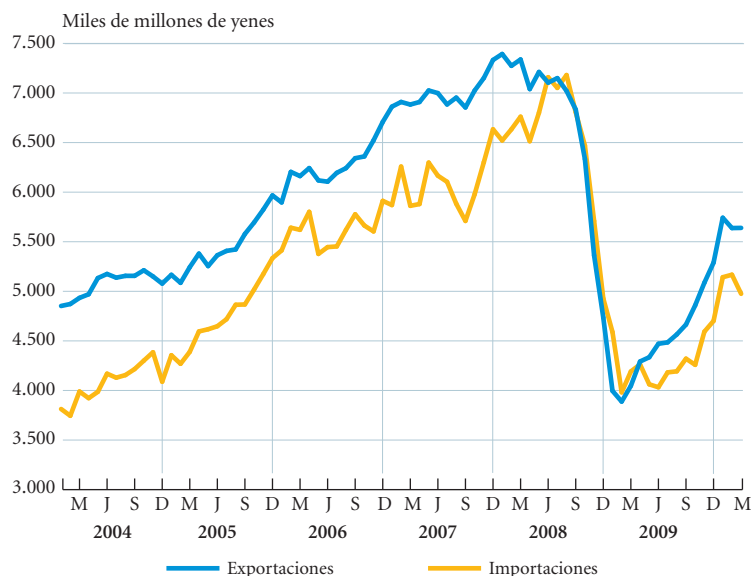


FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficial Nacional de Estadística y elaboración propia.



## JAPÓN: UNA RECUPERACIÓN CON MUCHO TRECHO POR DELANTE

### Exportaciones e importaciones mensuales



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

las ventas de automóviles gracias a las ayudas públicas. Por su parte, aunque el mercado de la vivienda de Tokio tuvo un repunte en marzo, las viviendas iniciadas de febrero siguieron estando un 36% por debajo del promedio de la última década, ya de por sí caracterizada por un perfil bajo. En el lado positivo, el mercado laboral mantuvo lo ganado con una tasa de paro que en febrero continuó inalterada en el 4,9%.

En el apartado de los precios, las debilidades subyacentes en la demanda interna harán que las tendencias deflacionistas se prolonguen durante 2010. El IPC de enero tuvo un descenso del 1,1% interanual, al igual que el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, que acumula ya catorce meses consecutivos de retrocesos. En el capítulo del sector exterior, el superávit comercial continuó en marzo. Las exportaciones mantuvieron el fuerte repunte del periodo octubre 2009-enero 2010, aunque llevan dos meses práctica-

mente estancadas. Por su parte, las importaciones cayeron acusando la debilidad de la demanda interna.

### China: rompiendo previsiones

China creció un espectacular 11,9% interanual en el primer trimestre de 2010, y aunque, en parte, fue consecuencia de los mínimos de hace un año, la cifra superó las previsiones más optimistas. A pesar de que la inflación se mantuvo en un modesto 2,2% interanual en el conjunto del trimestre, la velocidad de la expansión ha reavivado los riesgos de sobrecalentamiento de la economía. El aumento de precios de la vivienda, un 11,7% interanual en marzo, también hace emerger el riesgo de una burbuja inmobiliaria.

Con la finalidad de mitigar los resurgidos indicios de recalentamiento, la autoridad monetaria parece dispuesta a adoptar un régimen cambiario más flexible. Esto se

**El IPC subyacente retrocede un 1,1%.**

**China crece un 11,9% en el primer trimestre...**

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010
			II	III	IV	I
PIB real	9,6	8,7	7,9	9,1	10,7	11,9
Producción industrial	12,6	12,5	9,0	12,3	17,9	19,5
Producción eléctrica	6,7	6,7	-0,4	8,0	24,3	22,6
Precios de consumo (*)	5,9	-0,7	-1,5	-1,3	0,7	2,2
Balanza comercial (**)	298	198	296	251	198	150
Tipo de interés de referencia (***)	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	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.

### ...y reaparecen los riesgos de sobrecalentamiento.

añadiría a los varios aumentos del coeficiente de caja y a las limitaciones impuestas en la concesión de crédito. Las palabras pronunciadas por el gobernador del banco central durante la Asamblea Popular Nacional, enmarcando la política del tipo de cambio dentro de una política más amplia de carácter temporal destinada a combatir la crisis, sugieren una inminente apreciación del renminbi.

### Los indicadores de actividad siguen revelando una fuerte vitalidad.

La demanda interna siguió su tendencia ascendente, tanto en consumo como en inversión. En particular, las ventas minoristas crecieron un 15,5% interanual en el primer trimestre en términos reales. Asimismo, la inversión en activos fijos subió un sustancial 26,2% interanual en marzo, aunque algo menor que el 26,6% de enero y febrero. Pese a ello, las previsiones para los próximos meses apuntan a una ralentización del componente inversión una vez se implementen las medidas destinadas a restringir la aprobación de nuevos proyectos de inversión, y ante las limitaciones crediticias impuestas para 2010. De momento, la concesión de nuevos créditos en marzo ascendió a 508.000 millones de renminbi, frente a los 702.000 millones de febrero, en línea con la moderación anunciada.

### El saldo comercial chino de marzo revela un déficit después de seis años de superávits.

Por el lado de la oferta, la producción industrial de marzo avanzó un 18,1% interanual, por debajo del 20,7% de enero-febrero, y acercándose a los valores en torno al 15% típicos antes de la crisis. Mientras, el índice de gestores de compras (PMI) subió hasta los 55,1 puntos, nivel indicativo de fuerte expansión, después de haber flaqueado ligeramente un par de meses.

Finalmente, los datos de comercio exterior revelaron un déficit de 7.200 millones de dólares en marzo, el primer déficit mensual en seis años. El deterioro en el saldo comercial fue causado por el gran aumento en las importaciones, un 66% interanual, aunque las exportaciones continuaron fuertes, con un aumento del 24,3% interanual. Con todo, el primer trimestre ha concluido con un superávit comercial de 1.454 millones de dólares, que podría evolucionar al alza gracias al retomado vigor de la demanda externa y a pesar de la más que probable apreciación del renminbi.

De nuevo, China se nos presenta como una economía enérgica y que, por ahora, es capaz de controlar las tensiones inflacionistas. No obstante, no hay duda de que riesgos de sobrecalentamiento sobre-

vuelan al gigante asiático, y que una política monetaria más restrictiva que incluya la flexibilización del tipo de cambio debe formar parte de la agenda del banco central.

## Brasil: subida inminente

Tal como se esperaba, el Comité de Política Monetaria de Brasil subió el tipo de interés de referencia en su reunión de los días 27 y 28 de abril. Aunque la mayoría de analistas anticipaban un aumento de la tasa SELIC de 50 puntos básicos, la subida fue de 75 puntos. En cualquier caso, la reputación de ortodoxia económica del equipo de Henrique Meirelles, quien optó recientemente por seguir al mando del Banco Central, hacía presagiar una firme reacción de la máxima autoridad monetaria brasileña ante el marcado repunte de las presiones inflacionistas.

A lo largo de 2009, la inflación se contuvo gracias al amplio *output gap* y a la debilidad de los precios de las materias primas, pero el panorama en 2010 es muy distin-

to. Condiciones meteorológicas adversas, el incremento anual de las tarifas públicas y el arranque de la recuperación brasileña empujaron la tasa de inflación hasta el 5,2% en marzo. Parte del aumento se estima temporal: por un lado, la merma en cosechas por las fuertes lluvias es estacional; por otro, el incremento anual de las tarifas de transporte o educación se irá disipando con el tiempo. Sin embargo, aun descontando dichos efectos, las presiones inflacionistas en determinados sectores, como el de la construcción o el de bienes del hogar, son evidentes y, aunque la tasa de inflación se estabilice pronto, se espera que lo haga muy por encima de la meta establecida (4,5%).

Los últimos datos de actividad en Brasil respaldan dicha sospecha al esbozar una economía en expansión muy cercana a la plena utilización de su capacidad productiva. En marzo, la utilización de dicha capacidad alcanzó el 83,5% y los indicadores adelantados apuntan hacia la continuidad de la tendencia alcista. A pesar de un moderado retroceso, la confianza de los consumidores brasileños en su econo-

**El Banco Central de Brasil, mueve ficha a fin de atajar los repuntes inflacionistas.**

**Efectos temporales y la recuperación empujaron la tasa de inflación hasta el 5,2% en marzo, muy por encima de la meta establecida.**

## BRASIL: 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	Marzo
PIB real	5,1	-0,2	-1,9	-1,7	-1,4	4,3	-	...	-
Producción industrial	2,9	-7,2	-13,9	-11,3	-8,6	6,1	16,7	16,1	...
Confianza del consumidor (*)	140,4	138,3	128,5	128,4	141,9	154,2	158,7	159,0	156,7
Tasa de paro São Paulo (**)	13,0	12,8	12,6	13,9	13,1	11,8	11,7	...	...
Precios de consumo	5,7	4,9	5,8	5,2	4,4	4,2	4,6	4,8	5,2
Balanza comercial (***)	24,8	25,3	25,1	27,5	26,4	25,3	25,7	24,3	23,3
Tipo de interés SELIC (%)	11,25	11,25	11,25	9,25	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75
Reales por dólar (*)	1,8	2,3	2,3	2,0	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**La demanda interna sigue firme y se muestra resistente ante la retirada de estímulos fiscales.**

**La recuperación en México sigue beneficiándose del tirón estadounidense.**

**El desempleo y la debilidad de crédito y remesas siguen frenando el arranque interno.**

**El impulso de las reformas, clave para el crecimiento.**

mía se mantiene en niveles históricamente elevados, al igual que el crédito, que prosiguió su avance en febrero (un 1,5% interanual). Ello y el buen comportamiento del mercado laboral, con una tasa de paro que sigue en retroceso (11,7% en enero), explican el buen tono de las ventas minoristas que, en febrero, sorprendieron al alza, con un avance interanual del 12%, y reafirmaron una vez más la fortaleza del gasto interno. Una fortaleza que se traslada a la oferta, con nuevos avances interanuales en doble dígito tanto de la producción industrial (16% en febrero) como de la facturación automovilística (18% en marzo). El índice de gestores de compra (PMI), a pesar de retroceder levemente en marzo, sigue apuntando a una fuerte expansión.

Y mientras la demanda interna mantiene su arrojo, la demanda externa no consigue frenar el retroceso de la balanza comercial. El renovado empuje del real en las últimas semanas no ha facilitado la corrección. Con todo, prima la necesidad de evitar el excesivo sobrecalentamiento de una economía que, además, no contempla la posibilidad de un ajuste fiscal de calado, al menos, hasta después de las elecciones de octubre.

### **México: la estela de Estados Unidos, arma de doble filo**

A medida que avanza el 2010, la economía azteca va ganando ritmo y optimismo. Un optimismo que va calando en muchos analistas y que ha llevado a más de uno a reconsiderar sus previsiones de crecimiento para la economía mexicana. Entre los últimos en valorarla más favorablemente está la OCDE, cuya nueva estimación sitúa el crecimiento del PIB en 2010 en torno a nuestra previsión del 4,2% y por encima del crecimiento esperado para el resto de sus países miembros. Otros, como Miguel Messmacher, titular

de la Unidad de Planeación Económica de la Secretaría de Hacienda, incluso se atreven a pronosticar avances superiores si la recuperación externa se confirma más fuerte de lo esperado. Y ahí está la clave: «la recuperación externa». Léase: «la recuperación de Estados Unidos».

Aunque 2010 conmemora el bicentenario de la independencia y, por lo tanto, ya es, de entrada, un año de festejos en México, el origen del optimismo arriba mencionado no es otro que el sorprendente vigor de la economía estadounidense. La consolidación de la recuperación en Estados Unidos se instituye, una vez más, como la principal fuerza motriz de una recuperación mexicana cuyo renovado arranque emana, fundamentalmente, de unas exportaciones que, en febrero, aumentaron un 31% interanual y dieron alas a la industria, que prosiguió su avance con un crecimiento del 4,4% respecto al mismo mes en 2009.

En contrapartida, el todavía elevado desempleo (en términos históricos), la debilidad del crédito y la caída de las remesas siguen lastrando una demanda interna cuya recuperación se estima mucho más cauta. Aun así, los indicadores adelantados de actividad económica siguen apuntando a una progresiva, aunque lenta, mejoría. Tras el retroceso de las ventas minoristas en enero, del 1,8% interanual, síntomas de alivio en el empleo, han dado cierto impulso a la confianza de los consumidores mexicanos en su economía, lo que debería traducirse pronto en un tono más saludable del gasto interno.

Un gasto interno que, progresivamente, debería asumir el principal papel motriz de la economía mexicana y reducir, así, su excesiva dependencia del devenir económico al norte de Río Grande. En ese sentido, la reforma fiscal, la reciente propuesta del gobierno de Calderón para promover la competencia y reforzar las

## MÉXICO: 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	Marzo
PIB real	1,5	-6,6	-9,1	-8,5	-6,1	-2,4	-	...	-
Producción industrial	-0,9	-7,0	-9,6	-9,6	-6,5	-2,0	4,8	4,4	...
Confianza del consumidor (*)	92,2	80,5	80,1	80,5	83,0	78,4	82,1	80,6	81,8
Índice avanzado de actividad	118,0	0,0	109,2	108,4	111,0	112,8	112,9	...	...
Tasa de paro general (**)	4,0	5,5	5,0	5,2	6,3	5,3	5,9	5,4	...
Precios de consumo	-11,8	0,0	6,2	6,0	5,1	4,0	4,5	4,8	5,0
Balanza comercial (***)	-17,3	-4,7	-17,6	-15,9	-12,6	-4,7	-3,5	-2,7	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,50	6,75	6,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	10,6	14,2	14,2	13,2	13,5	13,1	13,0	12,8	12,3

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

leyes antimonopolio o cualquier otra medida encaminada a fortalecer los pilares internos del crecimiento, si se consuman, serán muy positivas y, en cualquier caso, del todo esenciales para garantizar la sostenibilidad del crecimiento a largo plazo.

### El petróleo sigue al alza y los metales se aceleran

El precio del petróleo mantiene su tendencia alcista y supera los 85 dólares, a pesar de que el billete verde mantiene su fuerza. Entre el 20 de marzo de 2010 y el 20 de abril de 2010 el crudo ganó un 6,9%, llegando a los 85,37 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes). Con ello, el crudo lleva ganado un 9,7% en el corriente mientras que el dólar lleva ganado un 7,7% respecto al euro.

Las expectativas de recuperación económica, en especial las de las economías emergentes, presionan al alza el precio del petróleo y en el corto plazo es probable que siga superando el límite de la banda de referencia de los 75-85 dólares por barril.

Las subidas pueden continuar pero no se esperan movimientos bruscos en los próximos meses, con una volatilidad que queda muy lejos de los niveles de 2008.

En lo concerniente al resto de materias primas, el índice *The Economist* subió un 4,2% entre el 20 de marzo y el 20 de abril, a causa de los metales, que siguieron su escalada. Las mayores subidas se dieron en los metales básicos, que se vieron influidos por el abandono del sistema de referencias anuales para la fijación del precio del hierro y por la supresión china de las importaciones de menas de hierro de baja calidad. Así, el hierro y el níquel se encarecieron un 25%, mientras que el aluminio y el cobre tuvieron alzas más moderadas, después de haber tenido fuertes repuntes en los meses anteriores. Entre los metales preciosos, el paladio ganó un 23,1% y el platino un 9,4% a causa de la recuperación de la industria automovilística. El oro se mantuvo estable pero apuntando al alza, cerca de la barra de los 1.150 dólares onza. La evolución de los alimentos fue más desigual, con caídas de precio del arroz y del azúcar y subidas en el del té.

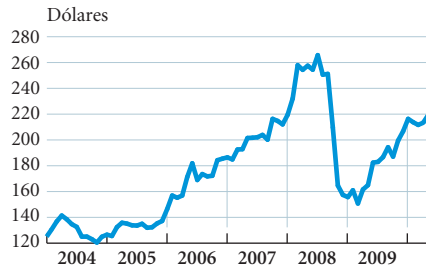
**El crudo supera la barrera de 85 dólares por barril aupado por los aires de recuperación.**

**La recuperación alimenta la apreciación del petróleo.**

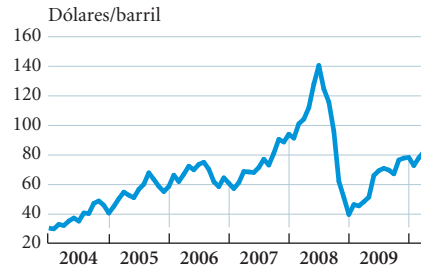
**Los metales siguen al alza a causa de los cambios en la fijación del precio del hierro.**

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

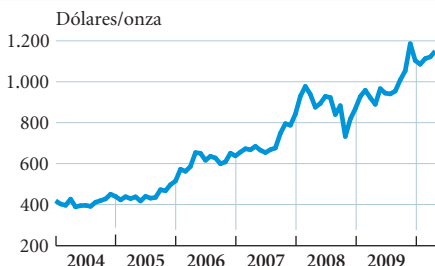
Índice «The Economist»



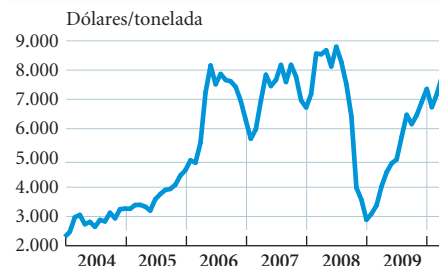
Petróleo Brent



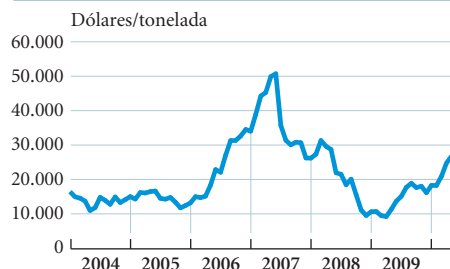
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 21 de abril).

FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

## Tiempos de crisis, ¿oportunidad de reforma económica?

¿Son los malos tiempos (las crisis económicas) oportunidades para impulsar las reformas estructurales? Parece que, efectivamente, cuanto más aguda fuese la crisis, más urgente sería reformar la economía. No obstante, esta asunción de que existe una relación directa entre la crisis económica y el llevar a cabo reformas no es tan inmediata como podría pensarse. La cuestión de la reforma estructural y los factores que la determinan parece depender también en gran medida del contexto político, social e incluso cultural en el que se realizan.

Por ello, a fin de mejorar la comprensión sobre los determinantes de éxito de estos procesos, nuestro punto de partida es el análisis de tres ejemplos de reformas estructurales realizadas en la eurozona: las reformas del mer-



cado laboral que Alemania emprendió entre 2002 y 2005, la reforma de las pensiones de Francia de 2003 y la reforma de los horarios comerciales de 1999-2007, de nuevo en Alemania.<sup>(1)</sup>

Las llamadas «reformas Hartz» condujeron a la adopción de cuatro leyes laborales en Alemania en 2002-2005. Aunque los contenidos de la reforma son muy amplios y diversos, la estrategia de fondo consistía en cambiar una cultura de protección al trabajador basada en las políticas pasivas hacia una cultura de políticas activas. Aspectos clave de la misma fueron el establecimiento de las llamadas «Agencias de Servicios Personales», con funciones propias de las empresas de trabajo temporal, junto con las más tradicionales de intermediación pública entre ofertantes y demandantes, la reforma de la Oficina Federal de Empleo a fin de mejorar la inserción laboral y el endurecimiento de las condiciones para recibir el subsidio de paro.

Por su parte, la reforma de las pensiones francesa de 2003 buscó satisfacer tres objetivos ambiciosos: aproximar los sistemas de pensiones de funcionarios y asalariados, mejorar la sostenibilidad financiera de ambos sistemas y reducir los generosos incentivos para jubilarse anticipadamente. La reforma suscitó una profunda oposición, pero el gobierno acabó imponiendo un conjunto de medidas que endurecían las condiciones de las pensiones de los empleados públicos, incrementaban el periodo de cotización que permitía acceder a la pensión máxima e incentivaban a seguir trabajando al alcanzar la edad legal de jubilación.

Finalmente, la reforma alemana de los horarios comerciales se desarrolló en dos etapas. En la primera, de impulso por parte del gobierno federal entre 1999 y 2003, se alumbró una reforma de mínimos, una de cuyas prin-

#### FACTORES QUE EXPLICAN LA ADOPCIÓN DE LA REFORMA

Caso	Ciclo político	Ciclo macroeconómico	Interacción con otras políticas	Proceso de adopción
<b>Alemania (laboral)</b>	Mandato electoral claro Aprovechamiento de los dos primeros años de legislatura	Se inicia la reforma en época de poco crecimiento		Compromiso gubernamental fuerte con la reforma (amenaza de acción unilateral)
<b>Francia (pensiones)</b>	Mandato electoral claro Aprovechamiento de los dos primeros años de legislatura			Cuidadoso proceso de análisis, consulta y comunicación Compromiso gubernamental fuerte con la reforma (amenaza de acción unilateral)
<b>Alemania (servicios, horarios comerciales)</b>		Se inicia la reforma en época de poco crecimiento	Presión internacional, que fuerza a hacer más competitivo el sector de comercio minorista	

FUENTES: OCDE y elaboración propia.

(1) Estos procesos de reforma han sido objeto de distintos estudios por parte de la OCDE, entre los cuales es especialmente aconsejable la consulta de las publicaciones *The Political Economy of Reform. Lessons from pensions, product markets and labour markets in ten OECD countries* de 2009 y *Going for Growth*, ediciones de 2009 y 2010.

cipales novedades era que se establecía la posibilidad de apertura hasta las 20 h los sábados. Tras una sentencia del tribunal constitucional, los *Länder* pudieron regular la cuestión, optando generalmente por un esquema de amplia liberalización que eliminaba prácticamente cualquier restricción de horarios comerciales de lunes a sábado.

¿Qué conclusiones de carácter general se pueden derivar de estos tres casos? Como se recopila en el cuadro anterior, una primera lección sobre cómo reformar con éxito es que exista un claro mandato electoral para hacer la reforma. Este hecho puede relacionarse con el aprovechamiento de los primeros ejercicios de la legislatura, para evitar posibles efectos negativos en contiendas electorales futuras. La importancia de dicho factor electoral varía, no obstante, con los temas. Mientras que parece crítico en lo que los ciudadanos perciben como aspectos centrales de su contrato social (pensiones y mercado de trabajo, por ejemplo), en aquellos aspectos percibidos como más técnicos o de carácter sectorial, como las reformas de los mercados de productos y servicios, el papel predominante lo ejercen los grupos de interés.

Otro aspecto relevante es el que se refiere al ciclo macroeconómico. En los casos de las reformas alemanas existe una relación entre posición cíclica y esfuerzo reformador, ya que ambas se lanzan en una coyuntura de debilidad económica. La reforma gala de las pensiones, en cambio, escapa a esta relación, seguramente porque dada su naturaleza el debate sobre beneficios y costes se proyecta a largo plazo.

Con todo, sería legítimo plantearse hasta qué punto son generalizables las anteriores conclusiones, basadas en sólo tres casos. La respuesta es que, cuando la OCDE estudia 20 casos de reforma en países avanzados en ámbitos diversos, se mantiene la lección general de que el mercado laboral y los mercados de productos o servicios son más proclives a ser reformados en contextos de crisis. Con todo, los matices trufan la cuestión de la reforma laboral. La OCDE, en línea con la literatura de economía política de la reforma laboral, constata que una elevada tasa de paro implica presión a favor de la reforma, aunque la parte del mercado más organizada se tiende a oponer a medidas que impliquen una rebaja de la protección. Ello implica que el resultado más frecuente de reformas laborales en tiempos difíciles son las centradas en liberalizar los segmentos menos organizados (nuevos entrantes en el mercado, parados, etc.).

Una tercera conclusión de interés se refiere a la relación de las reformas con otras iniciativas semejantes o con tendencias globales. La evidencia disponible sugiere que las reformas de los mercados de productos y servicios son más probables si se enmarcan en tendencias internacionales de liberalización (por ejemplo, vinculadas a la liberalización del mercado interior) o en mayor presión competitiva internacional. Entre los casos de estudio, el de la liberalización de horarios comerciales reflejaría esta influencia, ya que los *Länder* estaban preocupados por el creciente fenómeno de las compras transfronterizas.

Finalmente, un cuarto ámbito de interés para estudiar los determinantes de reforma es cómo se implementa la misma. En dicho ámbito, la conclusión principal que se deriva de los casos anteriores, y que se confirma en otros estudios de la OCDE dedicados a otras reformas, es que los procesos que llevan a la adopción de reformas estructurales son largos y requieren una importante preparación, incluyendo un notable esfuerzo de análisis, consulta y comunicación. Así, por ejemplo, la preparación de la reforma de las pensiones francesas superó el año, y en otros casos similares no son excepcionales dos años de trabajo previo al lanzamiento de la misma. Asimismo, la política de comunicación se diseñó con atención, incluyendo procesos de consulta a los agentes económicos. Esta estrategia permitió que, aunque la reforma fue socialmente contestada, no se pusiera en cuestión la necesidad de la misma.

Otro aspecto del proceso que lleva a una reforma exitosa es lo que la OCDE denomina «liderazgo gubernamental». Aunque la concertación es, como se ha comentado, clave, los casos estudiados apuntan a que un compromiso fuerte del gobierno con la reforma (cuyo exponente más habitual es el anuncio creíble de que el gobierno actuará unilateralmente en ausencia de acuerdo) es fundamental. Las reformas laboral alemana y de pensiones francesa entran en esta categoría.

Vista la experiencia de las anteriores reformas, ¿podemos esperar que la actual crisis actúe como detonante de nuevas iniciativas de cambio estructural en la eurozona? Los estudios de la OCDE, tanto los mencionados anteriormente como otros ejemplos similares, ponen de manifiesto que la dimensión política y de proceso es crítica, y que la coyuntura económica puede estar jugando un papel menos determinante de lo que a veces públicamente se asume. En particular, y retomando las conclusiones de la OCDE, sólo si los mandatos electorales son claramente favorables a afrontar reformas estructurales y si los gobiernos aplican su capital político a un proceso de lenta preparación, compleja concertación y fuerte liderazgo, probablemente asistiremos a una nueva generación de reformas estructurales.

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

## UNIÓN EUROPEA

**Eurostat vuelve a revisar el déficit público de Grecia al alza y se dispara la prima de riesgo.**

**Los próximos meses serán críticos para determinar el alcance real de la crisis.**

### Eurozona: la tragedia griega cobra protagonismo

El principal foco de atención de la eurozona en el mes de abril ha sido Grecia. La economía helena lleva meses protagonizando un serial que con el tiempo se parece cada vez más a los que ofrecieron Rusia en 1998 o Argentina en 2001. Todo empezó en otoño, cuando el recién elegido primer ministro griego Y. Papandreu se vio obligado a revisar sustancialmente al alza las previsiones de déficit público para 2009. Ello generó una enorme desconfianza en la calidad de las cifras macroeconómicas publicadas y se empezó a dudar de la capacidad de la economía griega de poder hacer frente al pago de la deuda. De hecho, en abril, Eurostat ha vuelto a revisar ligeramente al alza la esti-

mación del déficit público de 2009, del 12,7% del producto interior bruto (PIB) hasta el 13,6%, lo que ha vuelto a poner en alerta a todos los inversores.

Los esfuerzos del nuevo ejecutivo han sido numerosos. Ha mejorado la comunicación de la situación económica con los mercados y se ha comprometido a llevar a cabo un plan de ajuste para reducir el gasto público y aumentar la recaudación. Pero la necesidad de introducir un plan de ajuste fiscal tan duro ha generado un nuevo temor: que ello devuelva la economía a la recesión y, por lo tanto, la haga entrar en una espiral sin salida.

De momento, los distintos países de la eurozona y el Fondo Monetario Internacional (FMI) se han comprometido a ayu-

### 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	Febrero	Marzo
PIB	0,5	-4,0	-5,0	-4,9	-4,1	-2,2	-	...	-
Ventas al por menor	-0,7	-2,2	-3,3	-2,6	-2,2	-1,0	-0,6	-1,2	...
Confianza del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-32,5	-27,9	-21,4	-17,0	-15,8	-17,4	-17,3
Producción industrial	-1,7	...	-18,6	-18,8	-14,5	-7,6	1,0	4,2	...
Sentimiento económico (1)	93,5	80,8	71,5	75,6	84,1	91,9	96,0	95,9	97,7
Tasa de paro (2)	7,5	9,4	8,8	9,3	9,7	9,9	9,9	10,0	...
Precios de consumo	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,0	0,9	1,4
Balanza comercial (3)	-1,2	-13,5	-35,8	-30,1	-4,1	16,0	25,8	29,7	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,6	1,2	2,0	1,3	0,9	0,7	0,7	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	108,0	107,4

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.

dar a Grecia si al final acaba siendo necesario. Pero ello no ha sido suficiente para devolver la confianza a los mercados. La prima de riesgo de Grecia no ha dejado de aumentar y sigue marcando nuevos récords históricos. Los próximos meses, sino semanas, serán decisivos para ver si el plan de rescate orquestado es suficiente y, sobre todo, para determinar el riesgo de contagio al resto de países. Hasta la fecha, Portugal, Irlanda y España han sido los más afectados con un repunte significativo en las primas de riesgo soberano.

Este panorama ha dejado la recuperación del conjunto de la eurozona en segundo plano y, además, ha teñido la lectura de los nuevos indicadores de un tono algo más pesimista. A ello también contribuyó la revisión a la baja de la tasa de crecimiento del cuarto trimestre de 2009. Si el dato inicial ya no era muy bueno, inicialmente Eurostat publicó un crecimiento intertrimestral del 0,1%, pero en abril lo bajó una décima, con lo que se quedó en

un triste 0,0%. Además, el primer trimestre muy probablemente tampoco nos deparará grandes alegrías. El principal culpable: el consumo. En el último trimestre de 2009 su evolución fue totalmente plana y en el primer trimestre de 2010 podría anotar un leve retroceso. Así lo indican tanto las ventas al por menor como el índice de confianza del consumidor. Ambos indicadores han frenado su recuperación y, de hecho, las ventas minoristas volvieron a retroceder en el mes de febrero.

La evolución de los precios al consumo (IPC), aunque de una forma algo más indirecta, también apunta en la misma dirección. La variación interanual del IPC avanzó sustancialmente en el mes de marzo y pasó del 0,9% de febrero al 1,4%. Ello, sin embargo, fue debido al aumento del precio de los carburantes. El componente referido a la evolución del precio de los productos energéticos aumentó un 7,2%. En cambio, el componente subyacente del índice, que refleja mejor el esta-

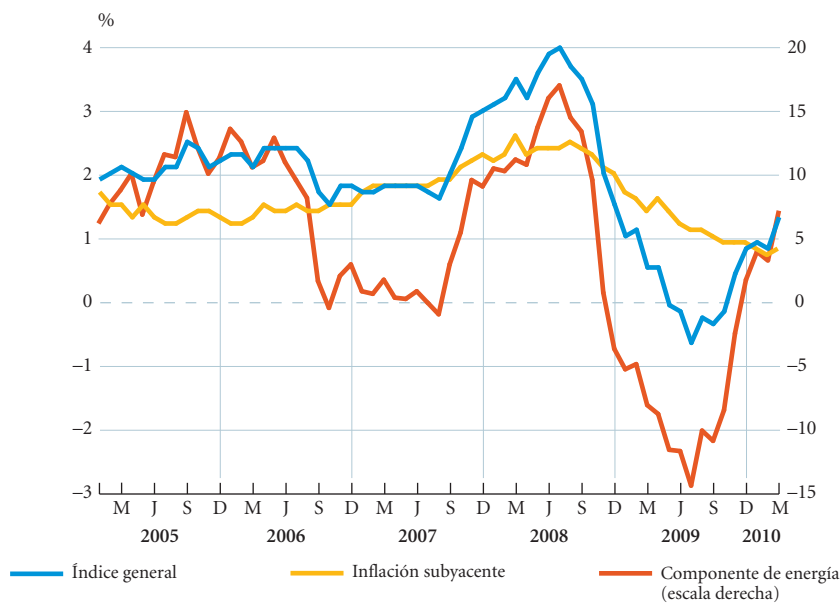
**El crecimiento de la eurozona del último trimestre de 2009 se revisa a la baja...**

**...y el primer trimestre de 2010 tampoco ofrecerá grandes alegrías.**

**La debilidad del consumo continúa siendo el principal responsable.**

## LA INFLACIÓN SUBE CON ENERGÍA

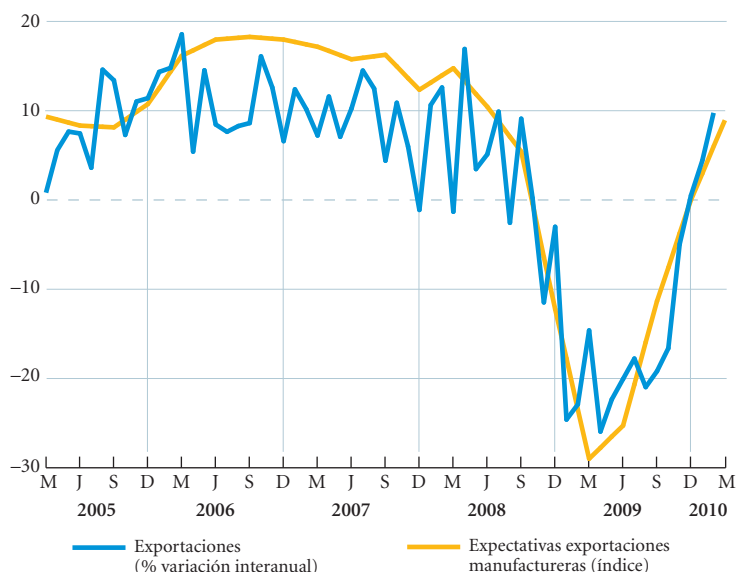
Variación interanual del IPC armonizado



FUENTE: Eurostat.

## LAS EXPORTACIONES TIRAN DEL CARRO

Indicadores de exportación de bienes



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

### La actividad y el sector exterior actúan de contrapeso y apuntalan la recuperación.

do de ánimo de la demanda, se mantuvo en niveles muy bajos, subiendo sólo una décima respecto al mes de febrero y situándose en el 0,9%.

Pero no todo son malas noticias. Como en meses anteriores, la actividad y el sector exterior están actuando de contrapeso. El máximo exponente de la recuperación de la actividad lo ofrece el índice de producción industrial, que lejos de debilitarse sigue avanzando con fuerza. En el mes de febrero aumentó la tasa de variación interanual en 3,2 puntos porcentuales y se situó en el 4,2%. Merece la pena recordar que este índice llegó a retroceder un 21,6% en el mes de abril del año pasado y, de hecho, en diciembre de 2009 aún registraba un descenso del 3,9%. Este indicador no es el único que presenta un buen ritmo de recuperación de la actividad. El índice PMI de los gestores de compras y los pedidos industriales, para los que ya se dispone de los datos de abril y

marzo respectivamente, también ofrecen una senda claramente positiva.

Dada la pobre evolución del consumo, todo hace pensar que la recuperación de la actividad responde a una mejora de las existencias, que se vaciaron a lo largo del año pasado, y a la mejora del sector exterior. En este sentido, las exportaciones continuaron con su buena marcha en el mes de febrero y avanzaron un 9,6% en términos interanuales. En tan sólo dos meses han aumentado 9,2 puntos porcentuales. Además, es de esperar que en los próximos meses esta tendencia se mantenga. Así lo indica la encuesta de expectativas de exportaciones manufactureras que elabora la Comisión Europea. Seguramente, parte de ello refleja los beneficios que conllevará la depreciación del euro para el sector. De momento, el tipo de cambio respecto al dólar se mantiene estable en torno al 1,35 y todo apunta a que su tendencia bajista podría proseguir.



La rapidez con la que lo acabe haciendo dependerá, en buena medida, de los próximos episodios de la crisis griega.

Por lo que se refiere a las importaciones, es cierto que éstas también se están recuperando con cierta celeridad, pues en el mes de febrero aumentaron un 5,7%, 4,8 puntos porcentuales más que en enero. De todas formas, gran parte de este aumento responde al efecto base y al proceso general de recuperación del comercio a nivel mundial. Dada la debilidad de la demanda, es poco probable que aumenten mucho más en el mes de marzo, con lo que la contribución del sector exterior al crecimiento volverá a ser claramente positiva en el primer trimestre de 2010. Esta tendencia seguramente continuará a

lo largo del año, aunque irá perdiendo fuerza a medida que la demanda empiece a remontar.

A pesar del pesimismo generado por el culebrón griego y los pobres datos de crecimiento del cuarto trimestre, hay motivos para pensar que la recuperación de la eurozona proseguirá a lo largo de 2010. Para el conjunto del año el crecimiento será algo débil, pues muy probablemente se situará en torno al 1%. De hecho, si lo comparamos con el dato de crecimiento de los Estados Unidos, para el que se espera un avance del 3%, el dato europeo parecerá algo corto. Pero no debemos olvidar que la tasa de crecimiento potencial de la eurozona es significativamente menor, entre el 1,5% y el 2%.

**La debilidad del euro ayudará al crecimiento de las exportaciones.**

## No rescatarás a tu país vecino (¿o sí?)

Durante la segunda mitad de la década de los ochenta, la construcción europea vivió el que probablemente ha sido el periodo más fecundo y dinámico de su historia. Una coyuntura económica favorable, la exitosa adopción del Acta Única –la primera gran profundización en la integración desde los tratados de los años cincuenta–, la ampliación al sur y la aparente estabilidad del Sistema Monetario Europeo se combinaron con la presencia en el puente de mando de la Comisión de Jacques Delors, un entusiasta del proyecto europeo. Delors, ex ministro de Economía y Finanzas francés, intuyó la oportunidad de dar un paso decisivo en la integración europea, complementando el ya casi consumado mercado interior con una moneda única. Se trataba de un proyecto ya intentado en los años setenta que la inestabilidad monetaria del momento desbarató. Esta vez parecía posible y en Madrid, en 1989, la idea fue formalmente aceptada por el Consejo. Así empezó la redacción del que se conocería como Tratado de Maastricht, que instituía la moneda única y que entró en vigor en 1993, no sin antes atravesar un complicado itinerario.

Los redactores del proyecto de la moneda única eran conscientes de su complejidad. Las experiencias históricas equiparables no eran muy esperanzadoras (la Unión Latina de 1865, la Unión Monetaria Escandinava de 1873, etc.) y venían a indicar que sin una auténtica unión política que la respalde, la esperanza de vida de una unión monetaria no es muy alta. Además, la academia tampoco ayudaba: la teoría de las áreas monetarias óptimas de Mundell revelaba que sin movilidad laboral, con escasa flexibilidad en precios y salarios y sin una hacienda común, el proyecto corría el riesgo de fracasar. Pero la decisión era política y había que dar con la fórmula adecuada. Se concibió una moneda nueva dotada de los máximos mecanismos de protección que garantizaran su solidez, una especie de siete mandamientos de la unión monetaria. A saber: un banco central de corte federal pero totalmente independiente de los gobiernos y de las instituciones comunitarias; unas restrictivas condiciones de

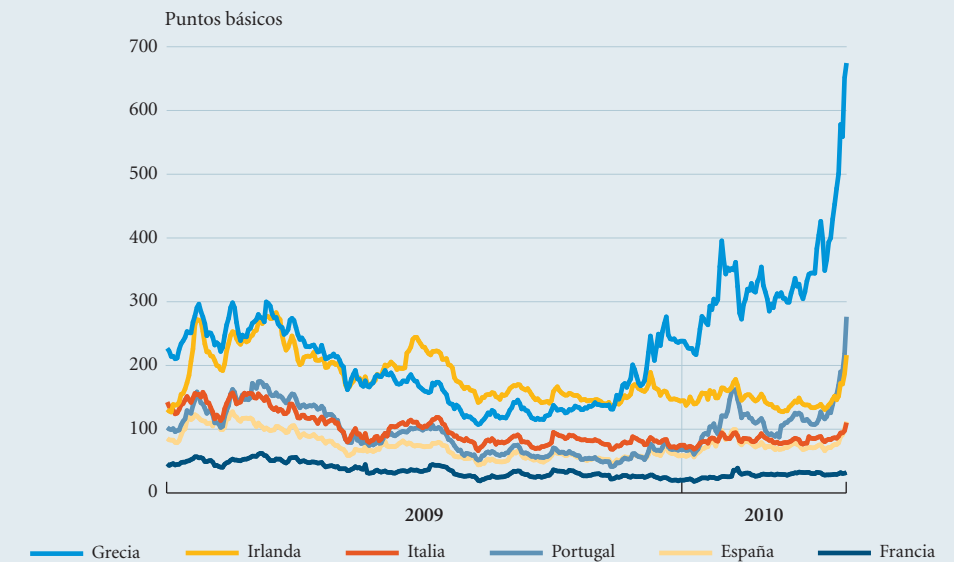
acceso a la unión monetaria; una política monetaria cuyo objetivo sería la estabilidad de los precios; un estricto control de las finanzas públicas de los miembros; la prohibición de que los bancos centrales financien a los gobiernos; la prohibición de que un estado miembro asuma la deuda de otro estado miembro, y una estrecha coordinación de las políticas económicas nacionales.

Pertrechado con este blindaje, el euro ha recorrido satisfactoriamente sus primeros once años. Incluso, en plena tormenta financiera, muchos países se arrepintieron de no estar dentro de una moneda que actuaba como refugio frente a las turbulencias exteriores y ahora trabajan para obtener luz verde a su acceso. En algunos aspectos, la zona del euro ha emergido de la crisis financiera global en mejor estado que el resto de grandes economías. Comparada con Estados Unidos o Reino Unido, su déficit público es mucho menor (6%-7% del PIB, frente a cifras de dos dígitos), la moneda se mantiene relativamente fuerte frente a dólar y a libra, si adoptamos una perspectiva histórica, y las cuentas exteriores se encuentran más equilibradas.

Sin embargo, la crisis griega ha trastocado súbitamente este entramado, dibujando un interrogante sobre la solidez del diseño del euro. Grecia se ha visto golpeada por la crisis como el resto de estados miembros. Pero previamente había falseado sus cuentas públicas, de manera que finalmente se ha visto obligada a reconocer un inesperado y enorme déficit público (alrededor del 13% del PIB) que deja una deuda pública que supera el 120% del PIB. Una carga muy penosa que se ha visto agravada por la desconfianza de los mercados financieros, que obligan al gobierno griego a pagar una elevada prima para financiar su derroche. Tras muchas vacilaciones, el gobierno griego puso en marcha una serie de medidas de ajuste dirigidas a sanear sus cuentas. Pero la desconfianza no se ha recuperado y la situación financiera es crítica. La suspensión de pagos de su deuda soberana se ha convertido en una posibilidad real.

#### GRECIA RECIBE EL CASTIGO DE LOS MERCADOS

Diferencial de los bonos soberanos respecto al bono alemán



FUENTE: Bloomberg.

El impago de la deuda de un estado que participa en la moneda única no estaba en las cartas de navegación del euro. La primera reacción de los responsables políticos fue de solidaridad: acudir al rescate del país vecino para ayudarle a salir del mal trance. Pero pronto se cayó en la cuenta de que ello chocaba con uno de los mandamientos del euro citados anteriormente. La prosa de Maastricht, reconvertida ahora en Tratado de Lisboa, lo deja claro: «Los estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de derecho público o empresas públicas de otro estado miembro» (artículo 125). Claro que, como reza el dicho, «hecha la ley, hecha la trampa». Alguien sugirió invocar el artículo 122, que permite que el Consejo apruebe ayudas financieras a un estado miembro «en caso de serio riesgo de dificultades graves (...) ocasionadas por catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales que dicho estado no pudiese controlar». Pero el uso de esta disposición contradecía claramente el espíritu del Tratado. Se planteó, además, la objeción alemana. La constitución germana prohíbe también que el estado cargue con las deudas de terceros. Además, la opinión pública alemana no ve con buenos ojos tener que pagar el despilfarro de sus vecinos del sur. El euro se veía contaminado por la crisis griega y retrocedía frente al dólar, mientras que otros países periféricos, entre ellos España, recibían un castigo inesperado. ¿Qué hacer?

Una opción era que Grecia llamara a la puerta del Fondo Monetario Internacional (FMI). Los sectores más cerradamente europeístas reaccionaron indignados ante esta posibilidad. El Banco Central Europeo y el Bundesbank la rechazaron de plano. Algunos economistas lanzaron la idea de un Fondo Monetario Europeo capaz de afrontar problemas como el planteado. Una propuesta plausible, pero no había tiempo de poner en funcionamiento una nueva institución que resolviera la crisis griega. Otros sugirieron la posibilidad o conveniencia de que Grecia abandonara el euro. Finalmente, los líderes comunitarios, en vísperas del Consejo Europeo de marzo, decidieron tirar por el camino de en medio y aprobaron poner a disposición de Grecia una financiación en parte del FMI y en parte –mayoritaria– de los estados miembros, en forma de «préstamos coordinados bilaterales», cuyo desembolso debería aprobarse por unanimidad a petición de Grecia. A mediados de abril, y a la vista de que las turbulencias alrededor de la deuda griega no cesaban, se acordó concretar la ayuda de los estados miembros en 30.000 millones de euros a un tipo de interés que se situaría alrededor del 5%, un nivel elevado pero inferior al 7% que en esos momentos los mercados exigían a la deuda helena. Grecia ya ha solicitado activar este mecanismo.

En definitiva, los líderes europeos han decidido eludir la cláusula de *no bail-out*, o prohibición de rescate, con la excusa de que se trata de préstamos bilaterales a un tipo de interés no bonificado. Ciertamente, dejar caer a Grecia es una solución excesivamente arriesgada. Y, con la decisión actual, los ataques al euro y a otras deudas soberanas en apuros se espera queden desactivados. Pero la crisis ha dejado en evidencia uno de los defectos de nacimiento de la moneda única; a saber, la dificultad de gestionar una unión monetaria sin una unión fiscal y política que la respalde. Ha fallado estrepitosamente la supervisión multilateral de las políticas económicas y se echa en falta un mayor rigor a la hora de establecer y respetar la disciplina presupuestaria. Avanzar en una mayor integración de las políticas presupuestarias nacionales sigue siendo tabú, pero probablemente es la única solución para evitar que algún estado caiga en la tentación de aprovechar la cobertura que le proporciona el euro para actuar de forma negligente o irresponsable.

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

## El PIB alemán sigue estancado en el primer trimestre de 2010.

### El buen tiempo anima Alemania

Las recientes previsiones publicadas por las principales instituciones sitúan el crecimiento de la economía alemana entre el 1,2% y el 1,5% en 2010, dejando atrás la mayor recesión en años. Esta recuperación no evitará que el crecimiento de la economía alemana sea cercano a cero, o incluso negativo, en el primer trimestre de 2010, iniciando el año de la misma forma como finalizó 2009. El frío invierno y la reducción paulatina de las medidas gubernamentales para estimular el crecimiento han sido las razones de este estancamiento. Sin embargo, se espera que los primeros rayos de primavera reactiven la actividad, anticipando un mayor dinamismo a partir del segundo trimestre.

Los indicadores de demanda apuntan hacia esta dirección. Así, las ventas al por menor de febrero superaron en un 1,1% a las del mes anterior. En este periodo, la tasa de paro alemana volvió a reducirse en una décima en marzo, situándose en el 8,0%. Asimismo, la confianza del consumidor mejoró ostensiblemente en este mismo mes, lo que permite prever que el consumo privado mantenga la tendencia a corto plazo. Ante este aumento, y el im-

portante incremento de los precios del petróleo, la tasa de inflación alemana aumentó en medio punto porcentual en marzo, situándose, después de un año por debajo del 1%, en el 1,1%.

A pesar de estos indicios de recuperación de la demanda, el consumo privado se mantendrá a niveles reducidos durante los próximos trimestres. Ello será fruto del deterioro de la tasa de desempleo que, a pesar de la prolongación de los esquemas de reducción de la jornada laboral hasta marzo de 2012, se espera que alcance su máximo en 2011, por encima del 9%. En esta misma dirección se posiciona el agotamiento de las medidas del Gobierno para estimular el consumo. Ésto último ya se observa en la matriculación de automóviles que, después de crecer un 23,2% a lo largo de 2009 gracias a las ayudas estatales, se contrajeron un 22,7% interanual en el primer trimestre de este año.

Ante la imposibilidad del consumo, público y privado, de tomar las riendas de la economía germana, el sector exterior vuelve a posicionarse como principal motor del crecimiento. Los datos de febrero respaldan esta afirmación, con un au-

## El consumo privado se mantendrá en niveles reducidos.

### 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	Febrero	Marzo
PIB	1,0	-4,9	-6,7	-5,8	-4,8	-2,4	-	-	
Ventas al por menor	0,0	-2,2	-2,9	-1,9	-2,4	-1,8	-1,6	-0,3	...
Producción industrial	-0,1	-15,9	-20,0	-19,2	-15,6	-8,5	2,1	5,4	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	82,6	84,8	89,9	93,5	95,8	95,2	98,1
Tasa de paro (**)	7,8	8,1	8,0	8,3	8,2	8,1	8,1	8,1	8,0
Precios de consumo	2,6	0,4	0,9	0,3	-0,3	0,4	0,8	0,6	1,1
Balanza comercial (***)	195,0	140,2	160,2	140,4	131,0	129,5	136,8	140,5	...

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.

mento intermensual de las exportaciones del 5,1%, muy superior al de las importaciones, del 0,2%, incrementando de nuevo el saldo comercial. La depreciación esperada del euro y la importante penetración en los mercados asiáticos, con un mayor potencial de desarrollo, consolidarán este repunte a lo largo del año.

Como consecuencia de esta recuperación de la demanda exterior, se espera una reactivación de la actividad productiva alemana en el corto plazo. Un contagio que no se produjo durante los dos primeros meses de 2010 debido a las duras condiciones climatológicas en este periodo, que afectaron sobremanera a los sectores del transporte y de la construcción. Así, la producción industrial no creció en febrero, después de aumentar un exiguo 0,1% intermensual en el mes anterior. De forma similar, los pedidos industriales sólo aumentaron un 0,4% intermensual en el segundo mes del año. Confirmando, todo ello, la estimación de un débil crecimiento económico en el primer trimestre.

Sin embargo, la llegada de la primavera ha coincidido con un fuerte repunte de los indicadores de confianza de los principales agentes económicos. Tanto el índice IFO de sentimiento empresarial como la confianza del consumidor registraron importantes incrementos en marzo, recuperando la mitad del terreno perdido desde el máximo alcanzado en mayo de 2007. Ello permite pronosticar una importante reactivación de la actividad económica a partir del segundo trimestre del año.

Por lo tanto, todo indica que el crecimiento a medio plazo de la economía germana se apoyará de nuevo sobre el sector exterior. Un pilar que, como ya se observó durante la última crisis, puede convertirse en un arma de doble filo si la demanda

interna del país no es suficientemente sólida para contrarrestar eventuales contracciones del flujo de comercio global. Es por ello que, ante un contexto de despalancamiento y reducción de los desequilibrios corrientes por parte de los principales socios comerciales, han surgido numerosas voces que exigen políticas dirigidas a fortalecer la demanda interna con el objetivo de evitar esta dependencia del comercio exterior.

No obstante, este requerimiento está alejado de las prioridades del ejecutivo alemán. Ante las expectativas de que el desequilibrio de las cuentas públicas supere el 5% del PIB en 2010, los esfuerzos del Gobierno se centran en la reducción del déficit público durante los próximos ejercicios. Ello requerirá una importante contención del gasto para situar el déficit por debajo del 3,0% en 2013, para cumplir con los compromisos europeos, y a niveles cercanos a cero en 2016, tal y como recoge la enmienda constitucional introducida en septiembre de 2009.

### **Se frena algo el ritmo de recuperación en Francia**

Los datos de la actividad real y los indicadores adelantados auguran un ligero estancamiento en el proceso de recuperación de la economía gala en el primer trimestre de 2010. Desde el punto de vista de la oferta, la producción industrial se mantuvo plana en febrero, tras seis meses de altibajos, debido principalmente al estancamiento de la construcción y, en menor medida, de los materiales de transporte y energéticos. Por contra, el componente manufacturero de la producción creció en el mes un 0,4%. Con todo, la tasa de crecimiento interanual de la producción industrial se situó en el 3,3% en febrero, por encima del 2,6% del mes an-

**El sector exterior se vuelve a convertir en el motor de la economía.**

**El Gobierno alemán debe contener el gasto a partir de 2011.**

**La producción industrial de febrero se mantiene plana en Francia.**

## FRANCIA: 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	Marzo
PIB	0,3	-2,2	-3,4	-2,8	-2,3	-0,3	—	...	—
Consumo de los hogares	-0,6	1,0	-0,8	0,6	-0,1	4,3	1,5	1,6	2,5
Producción industrial	-2,4	-11,8	-15,5	-15,2	-11,3	-4,6	2,6	3,3	...
Tasa de paro (*)	7,8	9,5	8,9	9,4	9,7	10,0	10,0	10,1	...
Precios de consumo	2,8	0,1	0,6	-0,2	-0,4	0,4	1,1	1,3	1,6
Balanza comercial (**)	-50,3	-48,8	-55,8	-52,9	-45,2	-41,4	-42,2	-41,8	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### El Banco de Francia estima un crecimiento del PIB del 0,4% para el primer trimestre de 2010.

terior, y muy superior a la caída del 15,7% registrada en febrero de 2009.

El resto de indicadores disponibles proporcionan una visión heterogénea de la evolución de la actividad económica francesa, siendo por lo general más favorables en marzo que en febrero. Tanto los indicadores del sentimiento económico como el índice de pedidos industriales del mes de marzo continuaron la senda ascendente iniciada hace unos meses, después del pequeño retroceso anotado en febrero, vinculado en gran parte a unas condiciones meteorológicas adversas. Asimismo, la creación de empresas fue positiva en marzo, con un incremento del 3,8% intermensual.

Según el informe de coyuntura del Banco de Francia publicado el pasado día 9 de abril, el índice del clima de negocio industrial aumentó ligeramente en marzo, situándose en los 103 puntos. El índice equivalente para el sector servicios también se incrementó un punto. Basándose en la evolución de su indicador de la actividad, el mismo informe prevé un progreso moderado de la actividad en los próximos meses y estima un crecimiento del PIB francés del 0,4% en el primer trimestre de 2010 respecto al periodo anterior.

Por el lado de la demanda, se estima que el gasto de las familias contribuirá en menor grado al avance del PIB galo este trimestre. Tanto en enero como en febrero el consumo de las familias retrocedió un 2,5% y un 1,4% intermensual. No obstante, en marzo, este indicador repuntó un 1,2%.

Por su parte, el deterioro del mercado de trabajo, con una tasa de paro del 10,1% en febrero frente al 8,9% del mismo mes del año anterior, volvió a provocar una caída de la confianza de los consumidores. Así, este índice retrocedió dos puntos y medio y se situó en los 19 puntos negativos.

Por otro lado, es poco probable que la demanda interna reciba un fuerte impulso de sus otros dos componentes, el consumo público y la inversión. Se espera que el Gobierno reduzca en los próximos meses el gasto público a fin de cumplir su plan de estabilidad, que estipula que el déficit no debe exceder el 3% del PIB en 2013. Para ello, es necesario que el Gobierno retire las ayudas de impulso a la actividad económica. Efectivamente, según datos del INSEE, el déficit público francés se duplicó en 2009, situándose en el 7,5% del PIB, tras el 3,3% de 2008. De



este modo, la deuda pública subió más de 10 puntos, hasta el 77,6% del PIB.

La escalada del déficit público se debió tanto a la intensa caída de los ingresos, en un 4,3%, como al incremento del gasto público, del 3,8%. Respecto al gasto, el plan de estímulo contribuyó significativamente al aumento del 5,1% de los consumos intermedios. Asimismo, la crisis también supuso una aceleración del pago de prestaciones sociales, del 5,7%, en gran parte por los subsidios al desempleo.

En cuanto a la inversión, el índice de utilización de la capacidad productiva publicado por el Banco de Francia aumentó seis décimas en marzo situándose en los 75,3 puntos. Si bien el valor no alcanzó los 80 puntos, nivel a partir del cual la inversión empieza a contribuir de forma positiva a la economía, se le va aproximando paulatinamente. De hecho, este indicador alcanzó su mínimo histórico el pasado mes de abril, con 69,6 puntos, y desde entonces ha llevado una senda creciente.

Por último, la demanda interna más floja puede ser parcialmente compensada por el sector exterior, favorecido por la depreciación del euro. Así, las exportaciones francesas registraron en febrero un incremento del 0,6% intermensual, acumu-

lando cuatro meses de subidas, y la tasa interanual se situó en el 6,5%. Sin embargo, las importaciones marcaron un crecimiento superior, un 0,8%, y ello amplió el déficit de la balanza comercial.

En definitiva, los indicadores de oferta y demanda de febrero pronostican un aumento del PIB francés muy moderado para el primer trimestre de 2010. No obstante, los datos de marzo dibujan un panorama más optimista y ello induce a pensar que las condiciones meteorológicas adversas de febrero hayan podido jugar un papel nada despreciable. Por ello, es posible que la recuperación de la actividad económica gala tome algo más de fuerza durante el segundo trimestre de 2010.

### Italia: más allá de la recuperación

Tras la contracción del producto interior bruto (PIB) italiano a finales de 2009, del 0,3% intertrimestral, las principales instituciones económicas esperan que la economía transalpina retome la senda de crecimiento a principios de año. Sin embargo, los datos disponibles del primer trimestre no muestran una mejoría significativa, especialmente en lo que respecta al consumo privado, que sigue mostrando signos de debilidad.

**El déficit público se duplica en 2009 y se sitúa en el 7,5% del PIB.**

**El PIB italiano vuelve a crecer en el primer trimestre.**

## ITALIA: 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	Marzo
PIB	-1,3	-5,1	-6,2	-6,1	-4,8	-3,0	-	-	-
Ventas al por menor	-0,3	-1,6	-3,1	-1,2	-2,3	-0,1	-2,6	...	...
Producción industrial	-3,8	-18,2	-22,1	-23,0	-17,4	-9,2	-0,6	2,8	...
Tasa de paro (*)	6,7	7,7	7,3	7,6	7,9	8,2	-	-	-
Precios de consumo	3,3	0,8	1,5	0,8	0,1	0,7	1,3	1,2	1,4
Balanza comercial (**)	-10,0	-9,1	-12,8	-11,2	-7,4	-4,9	-3,9	-5,3	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

## La producción industrial repunta en febrero.

## Las reformas estructurales son indispensables en Italia.

## El PIB británico crece un 0,2% intertrimestral.

Los principales indicadores de la demanda apuntan hacia esta dirección. El deterioro previsto del mercado laboral en el primer trimestre seguirá diezmando la renta disponible de las familias, que en 2009 se redujo un 2,8% interanual, debilitando el consumo privado. No es de extrañar que, en este contexto, la confianza del consumidor disminuyera en el primer trimestre de 2010, neutralizando las ligeras mejoras registradas en la segunda mitad del año pasado. Los datos de comercio exterior tampoco traen buenas noticias. Así, las exportaciones crecieron un 4,5% interanual durante los dos primeros meses del año, por debajo del aumento de las importaciones, del 6,6%. Ello evitó que el sector exterior contribuyera positivamente al crecimiento en el primer trimestre.

Por el lado de la oferta, la producción industrial repuntó en el mes de febrero, con un aumento del 2,8% interanual, el primer valor positivo desde principios de 2008. La mejora de la confianza industrial en marzo permite prever que esta tendencia se mantenga durante los próximos meses. Este repunte de la actividad

coincide con la mejora de las condiciones para la concesión de créditos a las empresas durante el primer trimestre del año. Como consecuencia, se espera que la reactivación de la inversión se lleve a cabo a medio plazo, una vez la utilización de la capacidad productiva se sitúe a niveles más cercanos a los históricos.

No obstante, la salida de la recesión italiana supondrá la aparición de los viejos problemas estructurales, entre los que destacan su baja competitividad y su elevado endeudamiento público. Es por lo tanto un buen momento para que el Gobierno de Berlusconi se plantee importantes reformas, aprovechando la lejanía de las próximas elecciones.

## Reino Unido: lenta, costosa, pero paulatina recuperación

Tras seis trimestres en profunda recesión en la que el PIB retrocedió un 6,2%, la economía británica inició la senda de recuperación en el último trimestre de 2009. La subida del PIB del 0,2% en el primer trimestre de 2010 con respecto al pe-

### 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	Febrero	Marzo
PIB	0,5	-4,9	-5,3	-5,9	-5,3	-3,1	-	-0,3	-
Ventas al por menor	2,2	1,4	-0,4	0,4	2,5	3,1	-1,3	3,2	2,2
Producción industrial	-3,1	-10,2	-12,4	-11,7	-10,7	-5,9	-1,6	-0,1	...
Tasa de paro (1)	2,8	4,7	4,2	4,7	4,9	5,0	5,0	4,9	4,8
Precios de consumo	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1	3,4	3,0	3,4
Balanza comercial (2)	-93,7	-86,7	-91,9	-88,7	-84,0	-82,2	-82,3	-81,8	...
Tipo de interés Líbor 3 meses (3)	5,5	1,2	2,1	1,4	0,8	0,6	0,6	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	80,5	76,9

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

riodo anterior confirma el cambio de tendencia.

El consumo de los hogares al final del año contribuyó en gran parte al retorno de tasas de crecimiento intertrimestral del PIB positivas. Sin embargo, la retirada de medidas importantes de estímulo fiscal en 2010 crea recelo sobre la fortaleza del proceso de estabilización británico. En particular, se teme que la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA) al 17,5% en enero, tras 13 meses al 15%, influya en el gasto de los consumidores, aunque por el momento los indicadores sugieren un impacto pequeño. En efecto, las ventas minoristas en enero cayeron un 1,3% interanual, pero repuntaron en febrero y marzo, situándose en el 3,2% y 2,2% interanual, respectivamente. Asimismo, otro elemento reductor del riesgo de caída del consumo privado son las señales de fortaleza que muestra el mercado laboral, ya que la tasa de paro se redujo una décima en marzo por segundo mes consecutivo.

Este mayor consumo posiblemente haya ejercido presión sobre los precios. De este modo, la tasa de inflación avanzó cuatro décimas hasta el 3,4% interanual en marzo, debido al petróleo, pero también a otras partidas como muestra la subida de una décima de la inflación subyacente. Se encadenan, así, tres meses de repuntes por encima del 3%. Ello sitúa la inflación en niveles algo incómodos para la gestión de política monetaria del Banco de Inglaterra, que debe calibrar entre ayudar a la recuperación de la economía y preservar la credibilidad de su objetivo de estabilidad de precios. Por el momento, el banco considera este rebrote inflacionista transitorio, pero si persiste podría verse obligado a subir los tipos de interés antes de lo previsto.

Por otro lado, no es muy probable que el consumo público y la inversión den un fuerte impulso a la demanda interna. Tras

años de niveles de gasto muy elevado, el gobierno que salga de las próximas elecciones tendrá que tomar medidas serias para contener el déficit público. Según el proyecto de presupuestos generales de 2010-2011, se prevé que el déficit alcance un máximo del 11,8% del PIB este ejercicio y después baje hasta alcanzar el 4,0% en 2014-2015. Las cuentas se han elaborado bajo el supuesto de que la actividad económica del Reino Unido crecerá un 1%-1,5%, 3%-3,5% y 3,25%-3,75% en 2010, 2011 y 2012, respectivamente. Sin embargo, cabe señalar que, si bien la tasa para 2010 es razonable, el crecimiento esperado para 2011 parece bastante optimista. Hasta ahora, la financiación de estos déficits no ha presentado problemas, si bien hay que tener en cuenta la acusada depreciación de la libra en los últimos meses.

Desde la óptica de la oferta, los indicadores apuntan a una cierta mejoría de la actividad, a pesar de su comportamiento bastante errático. Así, la producción industrial creció un 0,9% en febrero, reduciendo la caída hasta el 0,1% interanual. Semejante perfil muestran los índices de confianza industrial y de servicios, ya que ambos aumentaron en marzo.

Así pues, la economía británica continúa en su senda de recuperación, iniciada más tarde que otros países, algo débil y sobre todo muy costosa en términos de endeudamiento público. No obstante, el Reino Unido se caracteriza por un mercado de trabajo flexible con capacidad de ajuste salarial, un nivel general de impuestos relativamente bajo con posibilidad de aumentarlos en caso necesario y una política monetaria independiente. Estos factores contribuirán positivamente a la salida del bache. Si, además, el nuevo gobierno elegido en las urnas el próximo 6 de mayo gestiona con seriedad las finanzas públicas, se restablecerá la confianza, sentando así las bases para una salida definitiva de la crisis.

**El consumo mantiene el tono, a pesar del incremento del IVA y gracias al buen comportamiento del mercado de trabajo.**

**Los presupuestos generales prevén un déficit del 11,8% del PIB en 2009-2010.**

**En Europa emergente, la preocupación por la situación presupuestaria, la debilidad báltica y la situación bancaria han remitido.**

**Estonia podría adoptar el euro en 2011.**

## Europa emergente: un balance de riesgos más favorable

En los mapas renacentistas, las zonas del globo desconocidas se anunciaban con el tenebroso mensaje: *hic sunt dracones*, es decir: ¡aquí hay dragones! El dragón simbolizaba todo riesgo desconocido y por ello se aconsejaba claramente evitar dichas aguas procelosas. Cinco siglos después, la cartografía económica es más precisa. Con todo, los riesgos que pueden esconderse más allá del horizonte cercano siguen requiriendo de una continuada atención. Europa emergente, felizmente, ha visto como en los últimos meses algunos dragones han perdido parte de su capacidad intimidatoria aunque ciertamente otros siguen agazapados y preocupantes. Entre los dragones, es decir, los riesgos, que parecen haber perdido mordiente durante este inicio de 2010 cabe citar la situación de las finanzas públicas, la coyuntura económica de los países bálticos y el estado de forma de la banca.

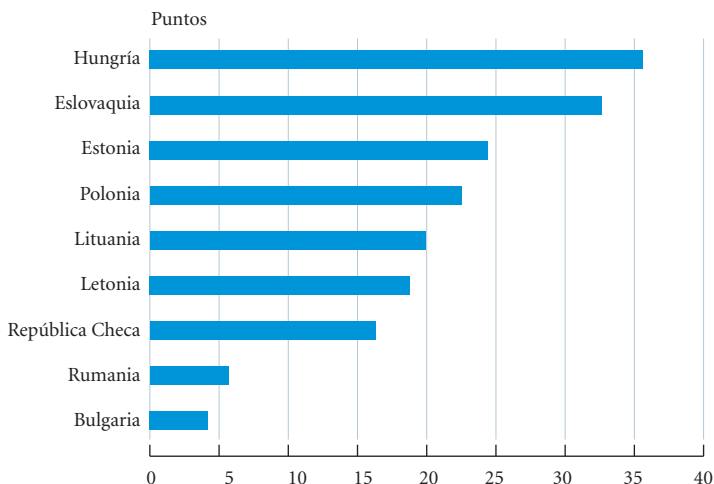
La preocupación presupuestaria revestía dos variantes distintas pero un fondo común: ¿podría la necesidad de sanear las

finanzas públicas afectar una recuperación todavía débil? La primera de dichas variantes afectaba a los países que estaban siendo objeto de la ayuda financiera del Fondo Monetario Internacional y otras instituciones. Aquí la atención se centraba en ver si el ajuste público pactado con el Fondo podría cumplirse en un contexto de fuerte recesión. Afortunadamente, el freno al deterioro económico ha permitido que ingresos y gastos públicos se moviesen en las coordenadas previstas, cumpliendo Hungría, Rumania y Letonia con los compromisos adquiridos.

Una segunda situación, distinta, era la referida a Polonia, un país cuyo mejor comportamiento económico ha facilitado, paradójicamente, que el ajuste fiscal haya sido hasta la fecha postergado. Aquí la preocupación se centraba en cuándo se llevaría a cabo la consolidación fiscal y qué efectos tendría sobre la actividad. Los planes fiscales anunciados en su Programa de Estabilidad y Crecimiento de febrero pasado han servido para tranquilizar los ánimos, ya que combinan de forma razonablemente equilibrada el

### LOS PAÍSES BÁLTICOS MEJORAN CLARAMENTE

Diferencial entre valores actuales y mínimo del índice de sentimiento económico



FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

aprovechamiento del crecimiento y una necesaria contención del gasto.

Mantenido bajo control el dragón del ajuste presupuestario, otro foco de preocupación que ha remitido ha sido el flanco báltico de la Unión Europea. Durante meses, el temor a una devaluación no deseada en Letonia ha sido objeto de extrema tensión debido a los efectos que podría haber tenido sobre otras divisas de la zona y, en términos más generales, sobre la aversión al riesgo regional. La clara mejoría del pulso de la actividad en Estonia, Letonia y Lituania, en línea con la experimentada por los países más avanzados de la región en la recuperación (véase el gráfico anterior), ha aminorado estos temores. La cercana revisión alcista del *rating* de la deuda pública del trío báltico por parte de Moody's y la probable decisión comunitaria en junio de que Estonia será el próximo miembro de la moneda única a partir de enero de 2011 certifican dicha mejoría.

Finalmente, la situación bancaria, aspecto crítico de la actual crisis económica, parece haberse alejado de los escenarios más pesimistas que se manejaban en ciertos momentos. Los datos de morosidad y los beneficios que el sector está registrando singularizan favorablemente a la crisis de 2009 frente a episodios precedentes registrados en la misma región. Aunque la evolución esperada no está exenta de incertidumbre, de mantenerse el recorrido alcista de la actividad previsto, a lo largo de 2010 el riesgo bancario quedaría notablemente reconducido.

Como se desprende de la explicación anterior, los tres riesgos mencionados (presupuestos públicos, desequilibrios bálticos y coyuntura bancaria) se perciben como menos amenazantes en gran medida porque la debilidad cíclica queda atrás y las economías están remontando posiciones (de nuevo, véase el gráfico anterior). Por ello, cualquier evento que ame-

nace directamente la recuperación será candidato a ser el «gran dragón» en el mapa económico de la región.

Los dos candidatos obvios proceden de los dominios económicos y políticos. Empezando por este último, cabe recordar que 2010 es un año de fuerte carga electoral. El calendario electoral se inició en abril, con las legislativas húngaras, y seguirá en mayo con elecciones parlamentarias en la República Checa, en junio con las sobrevenidas elecciones presidenciales de Polonia y en octubre con las elecciones legislativas de Letonia. Se trata de elecciones en un contexto económico complicado, pues la ciudadanía todavía no percibe con claridad la inflexión alcista del ciclo. Con todo, la mayoría de analistas considera que la política económica no se modificará de forma apreciable aunque se produzcan cambios en los Gobiernos de la región. En ese sentido, la radical victoria de la oposición magiar ha servido para confirmar que se mantiene el tono general de la política económica del país, siendo un probable ejemplo de movimientos que se pueden repetir en otros países en los meses venideros.

Si el futuro circula por los derroteros políticos esperados, el riesgo principal es el económico y, más concretamente, el que deriva de la propia naturaleza de la recuperación. Dicha reactivación económica se ha debido en gran medida a la mejoría del comercio internacional y, en particular, a la de los mercados de exportación claves (el principal, la eurozona). Ello comporta que el dinamismo interno ha tenido poco que ver con la recuperación (la salvedad, como es conocido, es Polonia, que sí se ha beneficiado del tirón de su consumo) y, por extensión, que si el impulso externo flaquea no se otea en el horizonte qué podría compensar el papel de la demanda externa. ¿Es éste un riesgo altamente probable? Ciertamente, no, pero por su importancia, todas las cartas de navegación deberían mencionarlo claramente.

**La cargada agenda electoral en 2010...**

**...no debería hacer variar excesivamente la política económica en la región.**

**El gran riesgo para Europa emergente sigue siendo que el entorno internacional empeore.**

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

**La economía marcará el ritmo de las estrategias de salida a la Fed y al BCE.**

**En Europa, la subida de tipos y el cambio en la política de colaterales quedan para 2011.**

**La Fed tiene una visión económica algo más positiva, pero recuerda que los desafíos del elevado desempleo persisten.**

### La situación económica marcará el ritmo de la Fed y el BCE

El Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de política monetaria celebrada el 8 de abril, decidió mantener, por undécimo mes consecutivo, el tipo oficial en el 1%. Del comunicado del BCE se desprende que las perspectivas económicas de la institución no han cambiado. Por el lado de la actividad, reitera que la evolución en los diferentes países del área será desigual. Por el lado de la inflación, prevé que en el corto y medio plazo se mantenga moderada. En cuanto a la situación fiscal, el presidente del BCE consideró esencial que los gobiernos logren reducir los desajustes presupuestarios –centrándose en el gasto– para corregir los déficits excesivos que se están produciendo en numerosos países.

En la rueda de prensa posterior al encuentro, la atención no se centró en el tipo oficial y sus perspectivas, sino que se focalizó en conocer detalles sobre cómo funcionaría la ayuda financiera a Grecia, si al final se solicitaba. A este respecto Jean-Claude Trichet, presidente del BCE, recalcó que la voluntad de ayuda manifestada por los diferentes líderes de la eurozona –en conjunto con el Fondo Monetario Internacional– era bienvenida. Además, enfatizó que dicha ayuda se llevará a cabo siempre bajo el principio de «no subsidio».

Otro punto que generó interés es el relacionado con la política monetaria no convencional, más específicamente con el anuncio sobre los cambios en la política de colaterales. En todo momento Trichet

quiso dejar claro que los nuevos criterios no guardan ninguna relación con la situación específica de Grecia. Sin embargo, no cabe la menor duda que los principales beneficiados son los bancos helenos y los compradores de la deuda soberana griega, entre los que destacan la banca alemana y francesa.

En concreto, el BCE anunció que se mantendría hasta finales de 2010 el umbral mínimo de los colaterales elegibles en el nivel de grado inversor (BBB–/Baa3), a excepción de los ABS (*Asset-Backed Securities*). Adicionalmente, a partir de enero de 2011 se aplicará una tabla graduada de valoración para los activos con *rating* crediticio comprendido en el rango BBB+ a BBB–. Esta tabla sustituirá el margen de garantía (*haircut*) uniforme del 5% que se aplica actualmente a dichos activos.

Siguiendo con la política monetaria no convencional, con toda seguridad el BCE estudiará con gran atención el desarrollo de las subastas de liquidez LTRO a 3 meses, ya que a partir del 28 de abril vuelven a ser a tipo variable y sin adjudicación total. Dado que se anunció que la cuantía de dinero puesta en el sistema por medio de estas operaciones sería generosa, se puede interpretar que el BCE las usará para guiar de forma gradual la evolución al alza del tipo EONIA. Alcanzado este objetivo, y con la situación normalizada, el BCE preparará la subida de tipos de las operaciones principales (semanales) para posiblemente el primer trimestre de 2011.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,25%, nivel que



fue fijado en diciembre de 2008. La visión económica del banco emisor presenta un tono más positivo, pero manteniendo la cautela ante los riesgos. La autoridad monetaria reitera una vez más que las condiciones económicas aconsejan que los tipos de interés excepcionalmente bajos se mantengan por un periodo prolongado. A este respecto, Elizabeth Duke, miembro del Comité de gobernadores, sostuvo a mediados de abril que la economía mejoró «considerablemente», aunque matizando que los desafíos generados por el elevado desempleo permanecían.

A pesar de las cautelas, la evolución de la actividad no sólo está dando muestras de mayor tracción, sino que lo hace en un entorno de inflación reducida y con las expectativas de inflación bien ancladas. Este

escenario se irá consolidando durante este año, lo que implica que el cambio de ciclo en la política monetaria convencional se podría producir a finales del tercer trimestre de 2010. A este respecto, James Bullard, presidente de la Fed de Saint Louis, indicó que la próxima fase restrictiva no será tan predecible como las anteriores, debido a que será dependiente de la secuencia de datos económicos que depare el atípico ciclo económico que atravesamos.

Respecto a la política monetaria no convencional no se han producido nuevos anuncios. La Fed dejó entrever que la evolución de la actividad y la inflación permiten a la institución mantener inalterada la hoja de ruta diseñada para retirar las reservas excedentarias a partir del tercer trimestre.

**Los tipos interbancarios reflejan la disparidad en la evolución económica entre Estados Unidos y la eurozona.**

## 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									
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	0,70	1,25	0,25	0,25	0,28	0,50	0,61	0,35
2010									
Enero	1,00	0,67	1,23	0,25	0,25	0,26	0,50	0,62	0,34
Febrero	1,00	0,66	1,22	0,25	0,25	0,25	0,50	0,64	0,36
Marzo	1,00	0,64	1,21	0,25	0,28	0,24	0,50	0,65	0,16
Abril (1)	1,00	0,64	1,22	0,25	0,31	0,24	0,50	0,66	0,28

NOTAS: (1) Día 22.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%), 4-12-08 (2,50%), 5-03-09 (1,50%), 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%).

(3) Últimas fechas de variación: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%), 8-10-08 (1,5%), 29-10-08 (1%), 16-12-08 (0%-0,25%).

(4) Últimas fechas de variación: 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 4-12-08 (2,0%), 7-01-09 (1,5%), 5-02-09 (1,0%), 5-03-09 (0,50%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.



**El FMI y la Unión Europea advierten sobre el riesgo de elevados déficits fiscales para consolidar la recuperación económica.**

La disparidad en las perspectivas económicas entre Estados Unidos y la eurozona se empieza a reflejar en los tipos de interés del mercado interbancario. Mientras que en la eurozona los tipos interbancarios no registran movimientos –dejando ver que se ha alcanzado el fondo– en Estados Unidos la curva muestra una suave tendencia alcista. La parte larga de la curva (6-12 meses) de Estados Unidos volvió a incrementarse en 4 puntos básicos. Esta suave tendencia alcista en el mercado estadounidense se mantendrá a lo largo de 2010.

del mes de abril se catalogaba a los excesivos déficits fiscales y aumento del endeudamiento público como uno de los riesgos principales que podría desestabilizar y prolongar la debilidad económica. El 22 de abril, la Unión Europea, a través de la oficina de estadística, Eurostat, publicó un informe sobre los niveles de déficit y de *stock* de deuda pública de los países miembros a cierre del año fiscal 2009. En el mismo se pone de manifiesto el incremento del 69,4% al 78,7% sobre el PIB de la deuda en la eurozona en el periodo 2008-2009.

**La deuda pública sigue siendo un foco de atención**

Las previsiones sobre las trayectorias de la deuda pública siguen siendo uno de los focos de atención en los mercados financieros. Dos informes, uno del FMI y otro de la Unión Europea, centraron el interés de los inversores sobre este tema. En la Revista de Estabilidad Financiera del FMI

A pesar de que tanto Estados Unidos como la eurozona se enfrentan al problema de los elevados déficits fiscales, dos factores han permitido el mantenimiento de los tipos de interés de la deuda pública en estas regiones. En primer lugar la fortaleza de la demanda de deuda pública, con un papel destacado de los inversores de países emergentes así como de los bancos. De hecho se ha superado con buena

**Se mantienen los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y la eurozona.**

**TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES**

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
<b>2009</b>								
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
<b>2010</b>								
Enero	3,20	3,46	4,12	4,12	3,58	1,33	3,91	2,00
Febrero	3,10	3,40	3,86	4,00	3,61	1,31	4,03	1,90
Marzo	3,09	3,42	3,82	3,98	3,83	1,40	3,94	1,88
Abril (*)	3,09	3,40	3,92	3,99	3,78	1,32	4,03	1,86

NOTA: (\*) Día 23.

FUENTE: Bloomberg.

nota el test derivado de la finalización del programa de compra de *treasuries* por parte de la Fed, que sólo provocó tensiones pasajeras en el mercado, al menos por ahora. Así por ejemplo, el bono con vencimiento a 10 años en los Estados Unidos llegó a cotizar una rentabilidad que rozó el 4%. Aunque con posterioridad se redujo hasta niveles cercanos al 3,80%.

Es probable que se produzcan nuevos episodios de turbulencias en la deuda de los Estados Unidos, pero a medio plazo las previsiones de crecimiento e inflación propiciarán una tendencia al alza de las rentabilidades ofrecidas por los bonos públicos, que será suave.

Por otra parte, se han ampliado ligeramente los diferenciales de la deuda soberana entre Alemania y los países periféricos de la eurozona, principalmente porque la rentabilidad de los bonos alemanes se ha visto presionada a la baja por dos motivos. El primer elemento es la revisión a la baja del crecimiento económico esperado por el consenso de analistas. El segundo factor ha sido la huida hacia la calidad motivada por la crisis griega. Es decir, ante la incertidumbre, los inversores han preferido refugiarse en deuda alemana. Este movimiento ha sido más significativo en el bono alemán con vencimiento a 2 años, que alcanzó una *yield* mínima del 0,865% el 22 de abril.

Respecto a la crisis griega, ésta se agravó y los diferenciales de su deuda con la deuda alemana de vencimiento a 10 años alcanzaron máximos de 365 puntos básicos. En nivel absoluto, la rentabilidad exigida al bono griego a 10 años alcanzó el 8,84%. Presionado por esta situación, el 23 de abril, el primer ministro griego, Georgios Papandreou, solicitó formalmente la activación del mecanismo de ayuda diseñado por la Unión Europea y el FMI. Esta decisión debería favorecer una reducción de los diferenciales no sólo de Grecia sino,

además, de la deuda pública del resto de países periféricos.

### El dólar actúa como refugio

Desde mediados de marzo la cotización del euro-dólar se ha movido en un rango estrecho entre el 1,33 y el 1,37 dólares por euro. Hacia finales de abril el euro se debilitó y volvió a la parte baja de este rango presionado por la crisis griega. A medio plazo, la disparidad de crecimiento entre la eurozona y Estados Unidos, junto con la evolución del diferencial de tipos de interés, debilitará el euro frente al dólar. Así, la tendencia de depreciación del euro iniciada en diciembre del año pasado debería mantenerse.

A corto plazo no puede descartarse una ligera recuperación del euro fruto de la mejora que esperamos en la situación griega y, además, por la excesiva velocidad de la apreciación de los últimos meses, pues desde el 25 de noviembre de 2009 el dólar se ha apreciado un 12,3%.

Por otra parte continúan cerniéndose sobre la libra esterlina las mismas incertidumbres que el mes pasado. En primer lugar, el dato de crecimiento económico publicado para el primer trimestre ha sido peor de lo esperado por el consenso. Además, el resultado de las elecciones del 6 de mayo y la previsible composición sin mayorías del parlamento en el Reino Unido podría dificultar la capacidad de cualquiera de los partidos para gobernar en solitario y, por tanto, de tomar decisiones.

Otro elemento que cabe destacar en el mercado de divisas es el movimiento de apreciación contra el dólar de la mayoría de las divisas asiáticas. Esta tendencia iniciada a principios de este año se debe al elevado crecimiento de los países de la zona y a la perentoria necesidad de controlar la inflación. La única excepción ha

**La revisión a la baja del crecimiento en la UE y la huida hacia la calidad amplían los diferenciales entre Alemania y los países periféricos.**

**A medio plazo debería mantenerse la tendencia de apreciación del dólar.**

**La incertidumbre sobre el crecimiento y el nuevo gobierno en el Reino Unido afectan a la libra esterlina.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

23-04-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2009	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	93,4	3,2	0,4	-4,8
Libra esterlina	0,651	-2,0	5,0	-4,3
Franco suizo	1,076	1,7	3,8	-6,9
Dólar canadiense	0,998	-1,8	-5,5	-22,5
Peso mexicano	12,206	-2,2	-7,3	-8,0
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,333	-1,3	-7,5	1,4
Yen japonés	124,5	2,0	-7,0	-3,4
Franco suizo	1,434	0,5	-3,5	-5,5
Libra esterlina	0,868	-3,4	-2,2	-2,9
Corona sueca	9,603	-1,0	-6,8	-13,2
Corona danesa	7,442	0,0	0,0	-0,1
Zloty polaco	3,883	0,0	-5,6	-15,4
Corona checa	25,39	-0,3	-4,2	-6,2
Forint húngaro	265,1	0,3	-2,0	-12,5

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

FUENTE: Bloomberg.

**Se aprecian las divisas asiáticas contra el dólar, con la excepción del renminbi chino.**

sido China, aunque existe un fuerte consenso en el mercado de que el renminbi retomará pronto una senda de apreciación gradual frente al dólar.

### Se mantiene la elevada demanda de renta fija corporativa

En enero y durante los primeros días del mes de febrero tuvo lugar el primer susto provocado por la crisis de la deuda griega. Este episodio dio lugar a un aumento de los diferenciales de crédito, una caída de los precios de los bonos corporativos –especialmente los financieros– y una reducción drástica del volumen negociado en los mercados. Así, las emisiones primarias se frenaron, pues las empresas decidieron aparcar las nuevas operaciones hasta que la incertidumbre disminuyera.

En las últimas semanas ha tenido lugar un segundo episodio, en el que los inversores cotizan un mayor riesgo de impago de la deuda griega. En esta ocasión, el mercado de renta fija corporativa parece estar manteniendo un tono general más sosegado, al menos de momento, si bien en diferentes sectores, empresas y países se perciben riesgos de contagio.

Los factores fundamentales de esta estabilidad son la continuada mejora de las expectativas de crecimiento a nivel global y la expansión de la actividad en casi todos los sectores productivos.

La recuperación de la actividad trae aparejada una fuerte recuperación de los beneficios empresariales y un cambio en la tendencia en el mercado laboral. A su vez, esta mejora de la situación se traduce en una sensible caída de los riesgos de impa-

**La crisis griega impone prudencia, aunque se mantiene la estabilidad en la renta fija corporativa.**

go. En Estados Unidos, donde la recuperación está más avanzada, estos efectos ya se han observado en los dos últimos trimestres. Para la eurozona se espera una mejora gradual a lo largo de los próximos trimestres. En consonancia con este entorno, las agencias de *rating* están elevando sustancialmente la calificación de la deuda de las empresas, sobre todo en el sector de pequeñas y medianas.

En este entorno macroeconómico, los inversores están aumentando su apetito por los activos con mayor riesgo, en particular por los de renta fija privada, que todavía ofrecen rentabilidades elevadas. Por este motivo, los gestores incrementan las compras de bonos de pequeñas y medianas empresas, que poseen algo más de riesgo pero que pagan intereses más altos.

Por otra parte, la escasa rentabilidad de los fondos de inversión monetarios constituye una fuente constante de recursos hacia los fondos de renta fija privada. Los gestores de estos fondos, ante el elevado flujo

de entradas, se ven obligados a aprovechar las oportunidades de inversión que ofrecen los bonos corporativos de alto riesgo.

Esta situación permite mejorar la financiación de las empresas en general y, muy particularmente, de las pequeñas y medianas, que están aprovechando las condiciones favorables de los mercados financieros para emitir bonos en grandes cantidades. Así, en lo que llevamos de año, las empresas pequeñas y medianas han emitido un récord histórico de bonos *high yield*.

Aunque la mejora de los volúmenes de emisión está centrada en los Estados Unidos, la bonanza también se ha extendido a la eurozona y al sudeste asiático. Con los datos más recientes se observa que la expansión de este mercado alcanza a países emergentes como China y Brasil.

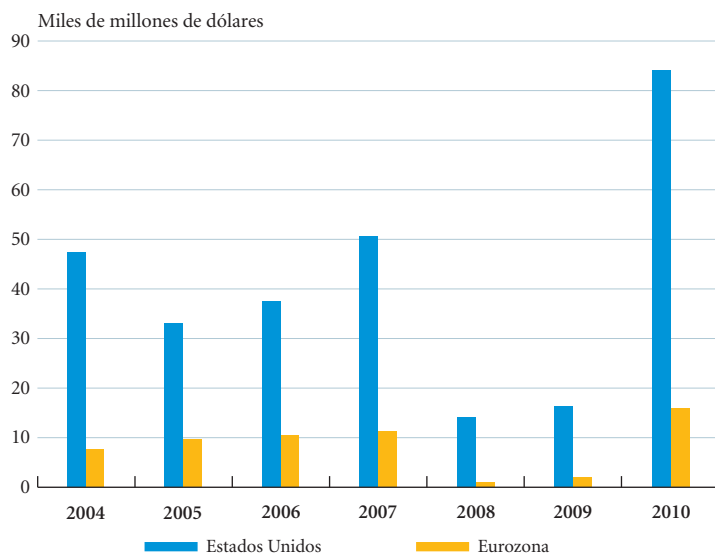
No obstante, este entorno tan benigno en los mercados de renta fija corporativa cuenta con algunas excepciones reseña-

**La recuperación económica mantiene el apetito inversor a costa de los activos monetarios con bajas rentabilidades.**

**Aumenta espectacularmente el flujo de fondos a activos de mayor riesgo en la renta fija privada.**

## LOS VOLUMENES DE EMISIÓN DE BONOS PRIVADOS SE RECUPERAN

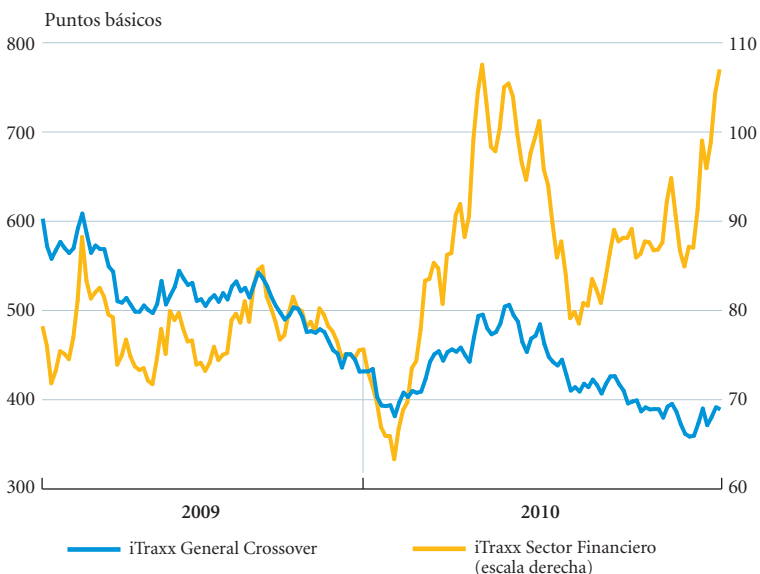
Emisiones de bonos corporativos *High Yield* (\*)



NOTA: (\*) Los datos, para todos los años, corresponden al periodo enero-abril.  
FUENTE: Bloomberg.

## TENSIONES EN LOS BONOS DEL SECTOR FINANCIERO

Spreads de crédito en la eurozona



FUENTE: Bloomberg.

**No obstante, el mercado penaliza el papel de las entidades financieras por su exposición a Grecia.**

bles que están relacionadas con la crisis de la deuda griega. Es el caso de los bonos de entidades financieras, que se están viendo muy afectados por las tensiones en la deuda pública de los países periféricos, sobre todo los que tienen una elevada exposición directa a Grecia. En las últimas sesiones se está produciendo un contagio a otros países, como por ejemplo Portugal, España e Irlanda. El sector financiero y el de las empresas con riesgo regulatorio están siendo los más afectados.

Dentro de la cautela que impone el desarrollo de la crisis de deuda soberana griega, las perspectivas para los mercados de renta fija privada siguen siendo positivas. En primer lugar, por la consolidación de la recuperación económica y, adicionalmente, por el cambio estructural en la financiación de las empresas. Éstas se ven obligadas a buscar fuentes de financiación alternativas a los créditos bancarios, al menos mientras tiene lugar el periodo de ajuste del balance de los bancos a la nueva regulación del sistema financiero.

**Recuperación generalizada de los índices bursátiles internacionales.**

### Los buenos resultados empresariales dan soporte a las bolsas

En abril, los mercados de renta variable han seguido recuperando parte de las pérdidas registradas en enero-febrero como consecuencia de la crisis en algunos países de la eurozona. Precisamente, ésta es la razón principal que está provocando la diferenciación en el ritmo de las subidas de las bolsas entre Estados Unidos y las economías emergentes por un lado, y a los índices europeos por otro. Mientras el comportamiento de las primeras está vinculado a la mejora del ciclo económico, las segundas están asociadas a la resolución del caso heleno y cotizan con precaución sus efectos directos e indirectos.

A pesar de los acontecimientos registrados en Grecia, durante el mes de abril los indicadores de volatilidad y de primas de riesgo han registrado variaciones tenues, situación que se ha traducido en un aumento de la propensión a invertir en renta variable por parte de los gestores de carteras.

## EVOLUCIÓN DISPAR DE LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

Entre los factores que han dado soporte a la continuidad de las revalorizaciones bursátiles destacan, entre otros, la favorable evolución de los datos económicos a nivel global, así como la buena marcha de la campaña de publicación de resultados empresariales del primer trimestre del año en Estados Unidos y Europa.

A mediados de abril comenzó en Estados Unidos la campaña de presentación de resultados trimestrales de las empresas cotizadas en el S&P 500 y, hasta el momento, más del 80% de las compañías que han publicado sus ganancias han batido las estimaciones del consenso de analistas. Un factor importante que, ayuda a medir la solidez de la recuperación, es la paulatina mejora de los ingresos por ventas. Se estima que de las 500 compañías cotizadas en este índice bursátil, aproximadamente una tercera parte habrían logrado incrementar sus ventas en más del 10% durante el primer trimestre. Además, el beneficio por acción de las compañías que ya han publicado sus

resultados se sitúa en la cota de 19,50 dólares, por encima del estimado por el consenso de analistas que era de 18,26 dólares, y a gran distancia del marcado en el primer trimestre de 2009 (que fue de 12,83 dólares por acción).

Por su parte, si bien en Europa la tendencia de los resultados está siguiendo la estela de las compañías norteamericanas, lo hace a cierta distancia debido al ritmo más lento de la recuperación económica.

Otro tema que ha ocupado la atención de los inversores ha sido el de las propuestas de regulación del sistema financiero. Con motivo de su reunión semestral, el FMI reiteró la necesidad de establecer una nueva regulación en el conjunto del sistema financiero mundial a fin de evitar futuras crisis. En el marco de las tareas de impulso y coordinación de la reforma que realizan el FMI, el BIS y el G-20, se están produciendo significativos avances sobre esta materia en Estados Unidos y en la Unión Europea. Entre las propues-

**Los inversores siguen atentos a la evolución de la resolución del déficit griego.**

**Balance positivo de la campaña de resultados empresariales del primer trimestre.**

**La reforma financiera se presenta como uno de los principales focos de atención para los mercados de renta variable.**

tas realizadas destacan el incremento de los requisitos de capital y liquidez a las entidades financieras, la separación de las actividades de banca de inversión y banca minorista y la imposición de nuevas tasas para limitar la exposición de la banca a activos de riesgo elevado.

Con respecto a las perspectivas de los mercados bursátiles para el medio plazo, parece confirmarse que cada vez son más

sólidos los factores que apoyan la continuidad del proceso de mejora de la economía a nivel global, destacando la recuperación de los resultados empresariales y la dinamización de los flujos inversores hacia los activos de mayor riesgo. Pero en el corto plazo, los posibles riesgos derivados del caso griego, así como la posibilidad de una regulación financiera demasiado estricta podrían propiciar procesos de ajuste en las bolsas.

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

28-04-2010

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	11.204,3	3,3	7,4	38,7
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.217,3	4,3	9,2	40,5
<i>Nasdaq</i>	2.530,2	5,6	11,5	49,3
Tokio	11.165,8	1,5	5,9	28,2
Londres	5.778,8	1,3	6,8	39,0
Zona del euro	2.958,1	0,6	-0,2	27,5
<i>Francfort</i>	6.321,1	3,3	6,1	35,2
<i>París</i>	4.011,4	0,6	1,9	29,3
<i>Amsterdam</i>	357,4	3,9	6,6	49,3
<i>Milán</i>	22.994,8	-0,3	-1,1	23,3
<i>Madrid</i>	11.068,6	0,0	-7,3	24,5
Zurich	6.815,8	-0,3	4,1	33,3
Hong Kong	21.603,0	2,6	-1,2	41,6
Buenos Aires	2.447,0	1,9	5,4	94,3
São Paulo	69.509,5	1,2	1,3	48,6

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

FUENTE: Bloomberg.



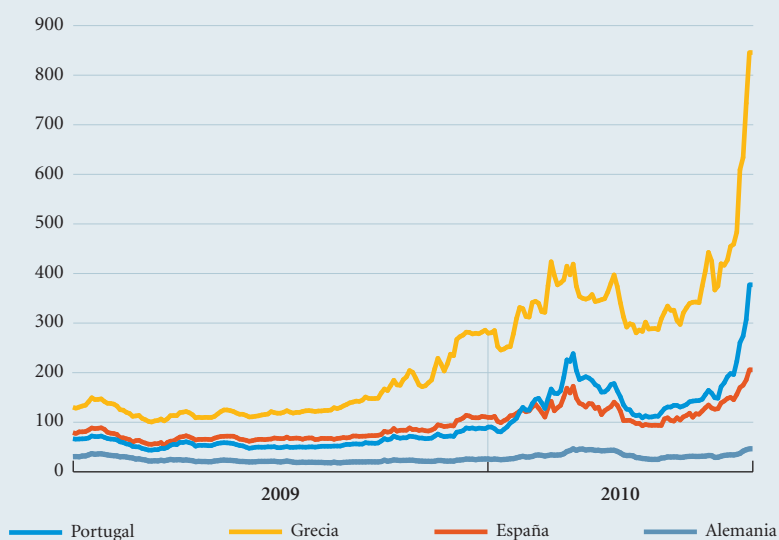
## El bono común europeo

La Unión Europea se encuentra en una encrucijada histórica a resultas de la aguda crisis fiscal de Grecia. El origen de esta situación se remite fundamentalmente a las debilidades del actual esquema de coordinación de la política fiscal entre los Estados miembros. Si bien la decisión de modificar dicho esquema es, en última instancia, una cuestión política ligada al proyecto de integración europea, hay desde el punto de vista técnico algunos elementos importantes en el debate. Entre los mismos cabe destacar los relativos a la creación de un Fondo Monetario Europeo y de un bono común europeo. Nos centraremos en éste último.

Políticos, economistas, expertos en temas fiscales e instituciones supranacionales han realizado diversas propuestas para mejorar la coordinación fiscal. Todas coinciden en un primer objetivo, que es el de mantener en cada país la disciplina presupuestaria a medio y largo plazo, con la flexibilidad suficiente para gestionar los ajustes cíclicos del corto plazo. En el caso de que este propósito no se alcanzara, o fallara por cualquier motivo, muchos consideran que sería conveniente disponer de antemano de los mecanismos adecuados para la resolución de la crisis correspondiente. Entre las diferentes propuestas formuladas con esta doble finalidad de prevenir y resolver crisis fiscales, hay un elemento que aparece con frecuencia bajo una u otra forma: la creación de un instrumento de deuda pública común o centralizado –el bono común europeo–. Quienes propugnan la implantación de esta herramienta argumentan que, además de contribuir a la estabilidad fiscal si su diseño es el adecuado, proporciona importantes ventajas en términos de eficiencia a los participantes en los mercados de deuda pública, especialmente a los gobiernos emisores, pero también a los intermediarios y a los inversores finales.

### EVOLUCIÓN DE CDS DE PAÍSES DE LA EUROZONA

En puntos básicos



FUENTE: Bloomberg.

Actualmente, cada país miembro de la eurozona cubre sus necesidades de financiación apelando por su cuenta a los mercados de capitales con plena autonomía. Pero el reducido tamaño de algunos países impide que sus mercados de deuda pública gocen de liquidez y profundidad elevadas. Esta fragmentación en varios emisores soberanos con pequeña escala es un factor que, en el caso de un *shock* negativo que afecte a un país y le dificulte la refinanciación, contribuye a la generación de situaciones de fragilidad financiera extrema. A menudo, estos casos dan pie al polémico debate sobre la hipotética actuación especulativa de algunos agentes. Menos discutible es la incidencia del comportamiento gregario del grueso de inversores, que suele generar movimientos de sobre-reacción en los precios de los activos financieros, de manera que se puede dar el caso en el que un Estado inicialmente solvente acabe en bancarrota.

¿Cuáles son las posibles soluciones para evitar una situación de incapacidad de financiación por parte de un Estado? No parecen significativas, y tal vez fueran contraindicadas, propuestas parciales y de emergencia como por ejemplo la de restringir el uso especulativo de instrumentos derivados como los *Credit Default Swaps* (CDS). Otro tipo de enfoques<sup>(1)</sup> más globales plantean reformas de notable calado en el marco institucional para mejorar en la prevención (a través de modificaciones en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) y en la resolución de crisis (por ejemplo mediante la creación de un Fondo Monetario Europeo). Un aspecto crucial en estos planteamientos es la interpretación o incluso el grado de respeto de la actual prohibición de rescatar o subsidiar a otro Estado miembro, que parece ir en función de la posición política que subyace a las distintas propuestas.<sup>(2)</sup> En este sentido, la creación del bono común aparece como una pieza clave en las que proceden de los ámbitos más partidarios de avanzar en la integración política europea.<sup>(3)</sup> Al fin y al cabo, la implementación plena de los cambios necesarios para que los países miembros de la eurozona constituyeran un único emisor soberano de deuda pública sería un punto culminante en la coordinación de la política fiscal. Evidentemente, en el diseño de este nuevo esquema institucional y operativo se deberían crear los incentivos adecuados para evitar que cualquier país se desviara, bajo el paraguas de la eurozona, por una senda fiscal insostenible; éste es posiblemente el principal reto técnico que afronta el diseño de un mecanismo común de emisión.

Si finalmente el proyecto de un bono común se pusiera en marcha, ¿cuáles serían los beneficios –y también los costes– para los países miembros de la eurozona y para el resto de participantes en los mercados? A mediados de 2008 (es decir, antes del inicio de las actuales tensiones), la European Primary Dealers Association (EPDA) confeccionó un estudio<sup>(4)</sup> sobre esta cuestión en base a encuestas a intermediarios en los mercados de deuda, agencias de *rating*, inversores institucionales y especialistas académicos.

La conclusión más destacada es la relativa a la disminución que cabría esperar en los costes de financiación para los Estados miembros considerados en su conjunto. Esto sería posible gracias al fenomenal aumento que tendría lugar en el volumen de las emisiones, que daría espacio a un significativo descenso de las primas de liquidez. Como es lógico, la mayor ventaja sería para los países de pequeño o mediano tamaño, pero también los grandes podrían resultar beneficiados. El mercado de deuda pública de la eurozona llegaría a competir con el de los Estados Unidos, que ahora es indiscutiblemente el de mayor profundidad y liquidez del mundo. Además, ayudaría al desarrollo del euro como divisa de reserva internacional.

(1) Por ejemplo la propuesta de D. Gros y T. Mayer, «How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund», VoxEU.Org (2010), o la del ministro de finanzas alemán, W. Schäuble, en un artículo publicado en el periódico *Financial Times* del día 11-03-10.

(2) Véase el recuadro «No rescatarás a tu país vecino (¿o sí?)» en la página 25.

(3) Nótese, por ejemplo, el contraste entre las posiciones de Romano Prodi («Why a Common Eurozone Bond isn't Such a Good Idea», Center for Financial Studies. 2009) y de Otmar Issing («Fight the crisis with the eurozone bond market», *Financial Times* del día 25-02-09).

(4) «A Common European Government Bond», septiembre de 2008.

Una cuestión más abierta es la incidencia sobre las primas de riesgo. En principio, cabría esperar que se redujeran significativamente las de los países con peores perfiles crediticios, y aumentarían ligeramente las de los países centrales como Francia y Alemania. Sin embargo, si la puesta en marcha del bono común formase parte de un conjunto de reformas institucionales creíbles para asegurar la rectitud fiscal de la Unión, bien podría tener lugar una reducción generalizada de la prima de riesgo.

Por ejemplo,<sup>(5)</sup> y según el informe citado de EPDA, un primer cambio que sería aconsejable es la creación de una agencia independiente para gestionar la emisión de la deuda pública. De acuerdo con el Tratado de Lisboa, cada país participante sería responsable del porcentaje de deuda emitida que le correspondiese. Pero para aumentar la calificación crediticia del bono común europeo sería deseable la creación de un Fondo de Garantía que asegurara el pago de la deuda en caso de insolvencia de alguno de los miembros que participaran en el esquema.

Las agencias de *rating* internacionales se fijarían en diferentes aspectos para calificar al nuevo bono común europeo. En primer lugar la existencia del máximo grado de prelación del bono común europeo. Es decir, la obligación legal de repagar al bono común europeo por delante de cualquier otra deuda emitida a título individual por parte de alguno de los Estados miembros. En segundo lugar, la existencia de una agencia de emisión independiente de interferencias políticas. En tercer lugar sería importante que todos los países miembros fueran responsables de una cuota proporcional de la deuda por cada vencimiento. Y finalmente, la existencia de un posible Fondo de Garantía que contribuya con suficiente liquidez para los pagos periódicos de cupones y amortizaciones previstas de la deuda vigente.

En cuanto a las consecuencias para los intermediarios financieros, habría en principio una serie de costes. En primer lugar perderían algunas opciones de inversión y posibilidades de arbitraje tras la creación de un bono común europeo. Al mismo tiempo, los bancos que distribuyen la deuda pública reducirían su negocio de sindicación de emisiones de bonos y consultoría a los tesoros públicos nacionales. Pero a medio plazo aumentarían los volúmenes de negocio. Un buen ejemplo histórico es la desaparición de las divisas nacionales con la creación del euro. Aunque a corto plazo se redimensionaron a la baja las mesas de contratación de divisas en los intermediarios financieros, hoy puede afirmarse que el volumen de negocio en el mercado de divisas es sensiblemente superior al que había antes de la introducción del euro. En cualquier caso, el bono común europeo abriría nuevas posibilidades de negocio a estos agentes. No sólo por el incremento de los mercados de derivados –futuros y opciones– sobre el bono común europeo, sino además por la posibilidad de crear un mercado de repo más profundo y líquido, ampliando la posibilidad de tomar posiciones cortas e incrementado la liquidez de los mercados monetarios. En definitiva los mercados de futuros, repo y monetario crearían un círculo virtuoso aumentando cada uno la liquidez del resto, con lo que se rebajaría el coste de financiarse.

En definitiva, si existe la suficiente voluntad política pueden encontrarse opciones técnicas viables y eficientes, como por ejemplo el bono común europeo, para mejorar el marco operativo de coordinación fiscal actualmente vigente en la eurozona.

(5) Como se ha indicado, las propuestas presentadas en torno al bono común son variadas y consideran diferentes marcos institucionales. Así, otra alternativa se decantaría por el fortalecimiento del presupuesto de la Comisión Europea y su capacidad de endeudamiento.

*Este recuadro ha sido elaborado por Alejandro Gisbert Mir  
Departamento de Mercados Financieros, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

# COYUNTURA ESPAÑOLA

## Actividad económica

**El Banco de España revisa al alza su previsión de crecimiento de la economía española para 2010 hasta el -0,4%.**

**Signos de avivamiento del consumo...**

### Luces y sombras al principio de 2010

Los indicadores económicos disponibles para el primer trimestre apuntan en conjunto a una evolución coyuntural similar a la del trimestre anterior, aunque con una clara mejora de la actividad en tasas interanuales. En este contexto, hacia mediados de marzo, el Banco de España revisó ligeramente al alza su proyección de crecimiento económico para este año hasta el -0,4%, en relación con la que efectuó en marzo de 2009, una previsión que coincide con la del Fondo Monetario Internacional y con la nuestra.

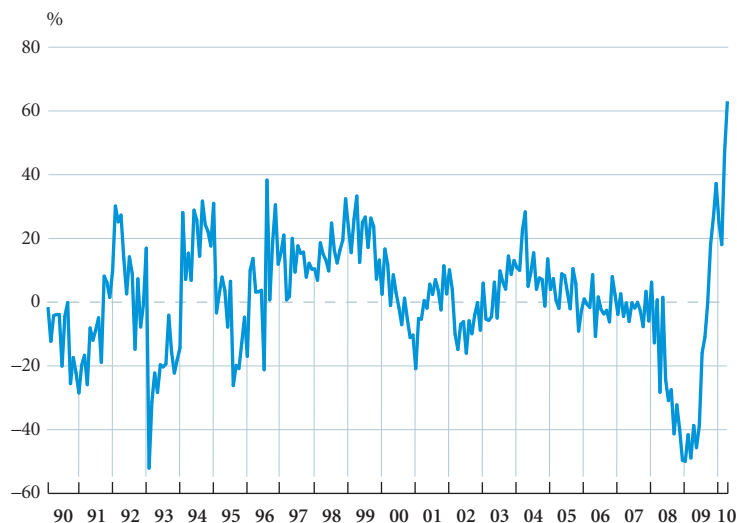
Por el lado de la demanda, los indicadores referentes al consumo en conjunto sugieren un crecimiento moderado, si bien

son dispares. Por una parte, las ventas de automóviles registraron el máximo incremento interanual de la serie histórica, el 63,1% en marzo. No obstante, esto se debe en parte a la comparación con un nivel muy bajo doce meses antes y a la anticipación para acogerse a unas ayudas del plan 2000-E limitadas y ante la prevista subida del tipo del impuesto sobre el valor añadido en julio, así como a una Semana Santa más avanzada en 2010. Las ventas minoristas siguieron mejorando hasta presentar un descenso interanual del 0,2% en febrero, frente a una baja del 2,7% en el cuarto trimestre.

Pero, por otra parte, la producción de bienes de consumo en el primer bimestre cayó el 2,7% anual, un punto más que en

### LAS VENTAS DE COCHES REGISTRAN UNA SUBIDA FULGURANTE

Variación interanual de las matriculaciones de automóviles



FUENTES: ANFAC y elaboración propia.

el cuarto trimestre. Además, las ventas interiores en las grandes empresas de servicios, después de haber repuntado con un alza interanual del 1,5% en enero, bajaron el 2,3% en febrero en relación con el mismo mes del año anterior. Por otro lado, el indicador de confianza de los consumidores en marzo continuó debilitándose y se colocó por debajo del nivel del cuarto trimestre.

El reverso de la moderación de los gastos de consumo la constituye el ahorro. Las últimas cifras publicadas del ahorro de los hogares, referentes a 2009, muestran que en el pasado ejercicio su tasa de ahorro en relación con su renta disponible bruta ascendió hasta el 18,8%, 5,9 puntos más que en el año previo y registrando la mayor cota de las últimas décadas. El alza del ahorro responde al motivo de precaución frente al elevado nivel de paro, a las mayores incertidumbres económicas y a la corrección del alto endeudamiento que se había alcanzado. No obstante, conside-

ramos que la tasa de ahorro de los hogares probablemente tenderá a la baja en el transcurso de 2010.

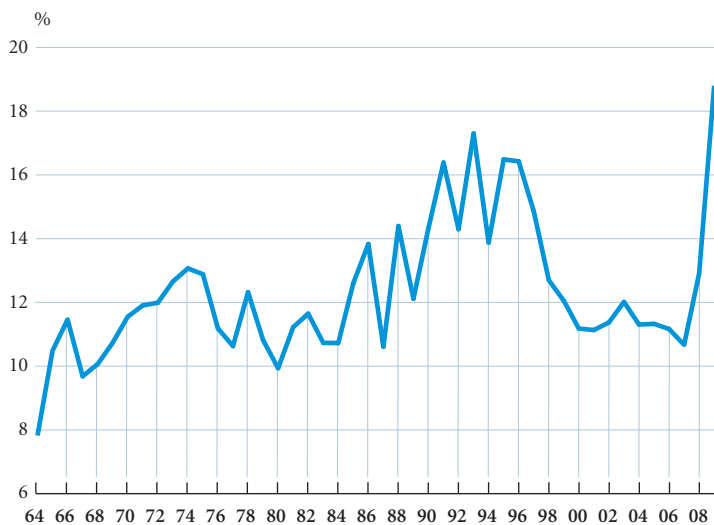
En cuanto a la inversión, prosigue la mejora dentro de los bajos niveles alcanzados. La producción de bienes de equipo descendió el 4,1% en febrero en relación con el mismo mes del año anterior, pero se compara favorablemente con la caída interanual del 10,3% del cuarto trimestre. También se desaceleró el desplome de las importaciones de bienes de equipo en el primer bimestre. Asimismo, las matriculaciones de vehículos de carga continuaron pulsando con vigor en marzo. Además, las ventas interiores en las grandes empresas de bienes de equipo y *software* crecieron el 1,6% interanual en el primer bimestre frente a un decremento anual del 17,0% en el cuarto trimestre. Por lo referente a la inversión en construcción, un indicador adelantado como el consumo aparente de cemento sufrió una bajada interanual del 20,2% en el

**...pero baja la confianza de los consumidores.**

**La tasa de ahorro probablemente tenderá un poco a la baja en 2010.**

#### LA TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS ALCANZA EL MÁXIMO DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Ahorro bruto sobre la renta disponible de las familias e instituciones sin ánimo de lucro al servicio de los hogares (\*)



NOTA: (\*) Media de los últimos cuatro trimestres móviles.

FUENTES: Ministerio de Economía, INE y elaboración propia.

## Mejores perspectivas en la industria gracias al tirón exterior.

primer bimestre, 3,5 puntos más que en el cuarto trimestre de 2009.

Desde la óptica de la oferta, la industria presenta mejores perspectivas. Aunque la producción industrial seguía bajando en el primer bimestre, aumentaron tanto la confianza industrial como las entradas de pedidos, gracias al tirón exterior. También subió el índice de confianza de la construcción en marzo después de un bache en enero y febrero. Por su parte, la tasa interanual de la cifra de negocios del sector servicios de mercado resultó del -0,9% en febrero, más de 3 puntos que en enero.

En este entorno, el día 9 de abril el Gobierno aprobó un nuevo paquete de veintiséis medidas económicas para impulsar la recuperación económica y el empleo. Así, se apoya la rehabilitación de vivienda con diversas medidas fiscales. Entre otras reformas para el estímulo de la actividad empresarial se prorroga la libertad de amortización de inversiones en el Impuesto sobre Sociedades para 2011 y

2012, si se mantiene el empleo. Asimismo, se fomentarán las empresas de servicios energéticos.

Asimismo, en la segunda semana de abril fue presentado el Plan extraordinario de infraestructuras, que movilizará 17.000 millones de euros en los dos próximos años. Gracias a la colaboración público-privada se mantendrá la inversión en infraestructuras y no afectará a las cuentas públicas hasta 2014. De este modo, el Plan no compromete el objetivo del Gobierno de reducción del déficit público para 2013.

## El resultado ordinario neto de las empresas modera su contracción en 2009

Los últimos datos publicados de la Central de Balances del Banco de España del cuarto trimestre de 2009, permiten obtener una visión del conjunto del pasado ejercicio. Estas cifras confirman una fuerte contracción generalizada de la activi-

## Nuevo paquete de medidas del Gobierno para impulsar la recuperación económica y el empleo.

### CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual en porcentaje

	2007	2008	2009
Valor de la producción	6,4	0,7	-14,2
Consumos intermedios	7,1	2,7	-16,6
<b>Valor añadido bruto (VAB)</b>	<b>5,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-9,5</b>
Gastos de personal	4,7	3,5	-1,6
<b>Resultado económico bruto de explotación</b>	<b>5,2</b>	<b>-7,9</b>	<b>-15,9</b>
Ingresos financieros	34,6	11,7	-10,4
Gastos financieros	37,8	18,7	-28,7
Amortizaciones y provisiones	-0,9	16,6	-5,4
<b>Resultado ordinario neto</b>	<b>9,0</b>	<b>-24,2</b>	<b>-10,3</b>
Enajenaciones y deterioro	-5,9	-	-
Variaciones del valor razonable y resto de resultados	-15,9	-	-
Impuestos sobre beneficios	-29,0	-88,8	-2,6
<b>Resultado neto</b>	<b>12,3</b>	<b>-50,8</b>	<b>11,9</b>

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

dad, cifrada en una variación anual del -9,5% del valor añadido de las empresas de la muestra.

Las sociedades hicieron frente a la caída de la demanda con un ajuste de los costes. De esta manera, los gastos de personal bajaron el 1,6% en 2009. Este descenso se produjo sobre todo por una reducción de las plantillas, ya que las remuneraciones medias aumentaron el 1,1%. Con todo, el resultado bruto de explotación sufrió la mayor caída anual de la serie histórica, del -15,9%.

El ajuste también alcanzó a los gastos financieros, al contenerse el endeudamiento. De este modo, y gracias también a las bajadas de los tipos de interés, los gastos financieros cayeron el 28,7%. Los ingresos financieros disminuyeron en menor medida. Por su parte, las amortizaciones y provisiones netas de la explotación se redujeron un 5,4%. Así, la contracción del resultado ordinario neto se moderó hasta el 10,3%, frente al 24,2% de 2008. Cabe señalar que en el cuarto trimestre de 2009 el resultado ordinario neto alcanzó tasas de variación positivas en buena parte de los sectores analizados.

Finalmente, tanto la reducción de los gastos atípicos, debido a depreciaciones de activos financieros, como el alza de las plusvalías motivaron un vuelco en el resultado del ejercicio, que subió el 11,9%. Sin embargo, cabe subrayar que a pesar de este aumento se colocó significativamente por debajo del máximo histórico de 2007 en relación con el valor añadido bruto, y además el incremento se concentró en algunas grandes empresas de la muestra. En cuanto a las rentabilidades, el rendimiento del activo neto resultó del 6,1%, más de un punto inferior a un año antes. La rentabilidad de los recursos

propios fue del 8,4%, 7 décimas menos que en 2008.

### **El producto interior bruto cayó en todas las comunidades autónomas en 2009**

La recesión afectó a todas las comunidades autónomas en el pasado ejercicio y se produjo una mayor dispersión de las tasas de variación del producto interior bruto (PIB). En general, las que más sufrieron el retroceso del PIB fueron aquellas con más peso de la economía de mercado. Así, las mayores caídas del PIB correspondieron a Aragón (-4,4%), Comunidad Valenciana (-4,3%) y Canarias (-4,2%). Estas tres fueron las únicas con un mayor decremento anual del PIB que la media de los veintisiete países de la Unión Europea (-4,2%). Los menores descensos del PIB ocurrieron en Extremadura (-2,0%) y Navarra (-2,5%).

Si consideramos la evolución en el periodo 2000-2009, las comunidades autónomas con una mayor expansión fueron Extremadura y Murcia, con un crecimiento medio anual del 2,8%, casi medio punto más que la media nacional (2,3%). En el polo opuesto, Baleares (1,7%), Asturias (2,0%) y Cataluña (2,1%) registraron los menores aumentos de la actividad global.

Por otra parte, el País Vasco fue la comunidad autónoma con un mayor PIB por habitante en 2009, con 30.703 euros, seguida por Madrid, con 30.029 euros. Otras cinco comunidades presentaron un registro superior a la media de la Unión Europea (23.600 euros): Navarra, Cataluña, La Rioja, Aragón y Baleares. Por el contrario, Extremadura, Castilla-La Mancha y Andalucía cerraban la lista.

**El ajuste de costes y los resultados atípicos salvan el resultado de las empresas de la Central de Balances.**

**Siete comunidades autónomas presentan un PIB por habitante superior a la media de la Unión Europea en 2009.**



## PRODUCTO INTERIOR BRUTO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Año 2009

	Producto interior bruto (*)		% variación real		PIB por habitante
	Millones de euros corrientes	% sobre total	2009	2000-2009 (en promedio anual)	Euros corrientes
Andalucía	142.874	13,6	-3,6	2,5	17.485
Aragón	32.473	3,1	-4,4	2,3	24.639
Asturias	22.736	2,2	-3,7	2,0	21.523
Baleares	26.327	2,5	-3,8	1,7	24.510
Canarias	41.411	3,9	-4,2	2,2	19.867
Cantabria	13.480	1,3	-3,5	2,4	23.343
Castilla-La Mancha	35.040	3,3	-3,3	2,5	17.208
Castilla y León	55.982	5,3	-3,4	2,2	22.314
Cataluña	195.403	18,6	-4,1	2,1	26.831
Comunidad Valenciana	101.608	9,7	-4,3	2,2	20.259
Extremadura	17.609	1,7	-2,0	2,8	16.301
Galicia	54.686	5,2	-3,0	2,4	19.995
Madrid	189.060	18,0	-3,2	2,5	30.029
Murcia	27.018	2,6	-3,4	2,8	18.619
Navarra	18.246	1,7	-2,5	2,5	29.598
País Vasco	65.493	6,2	-3,5	2,3	30.703
La Rioja	7.825	0,7	-3,6	2,2	24.754
Ceuta	1.611	0,2	-1,7	2,5	22.208
Melilla	1.496	0,1	-1,4	2,7	21.250
<b>Total</b>	<b>1.051.151</b>	<b>100,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>2,3</b>	<b>22.886</b>

NOTA: (\*) El total no coincide con la suma de comunidades autónomas por incluir PIB no regionalizable.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## Mercado de trabajo

### La destrucción de empleo se ralentiza pero no cesa

En marzo, el número medio mensual de afiliados en alta laboral a la Seguridad Social aumentó en 22.457, situándose en 17.594.808. No obstante, la cifra corregida de estacionalidad muestra un descenso de casi 30.000 personas, un nivel muy similar al experimentado en los dos meses precedentes. Por tanto, a pesar de que la tasa interanual en marzo ralentiza su caída hasta el 2,6%, frente al 6,5% que se registraba en el mismo mes de 2009, el freno del deterioro del empleo no acaba de materializarse.

Por sectores de actividad, tan sólo el sector servicios generó empleo en marzo,

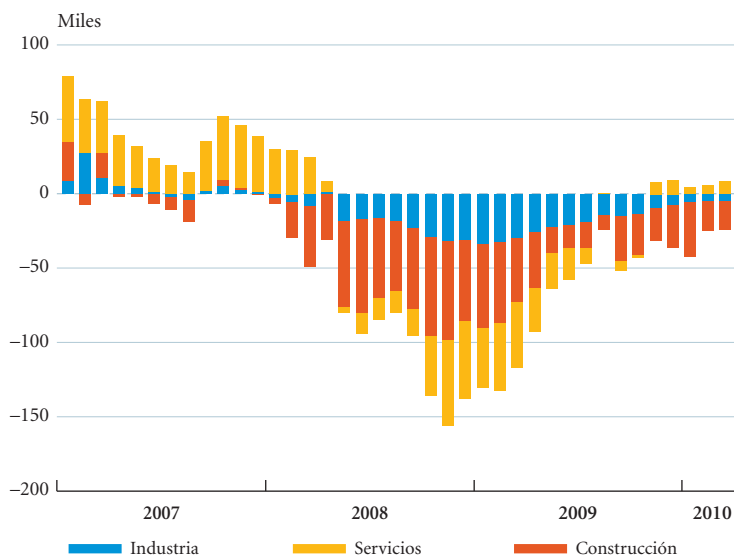
con un incremento de 54.272. Sin embargo, esta subida es bastante inferior cuando se tiene en cuenta que este mes incluye el periodo vacacional de Semana Santa. Así, una vez corregida la estacionalidad, los afiliados en el sector servicios aumentaron en cerca de 9.000. Con todo, cabe señalar que únicamente el sector servicios muestra una leve recuperación, ya que lleva cinco meses creando empleo. Por el contrario, tanto la construcción como la industria han anotado descensos en el número total de ocupados.

Por género, la cifra de mujeres ocupadas aumentó en 30.306 en el mes de marzo y situó la tasa de caída en el 0,7% interanual, próxima a valores positivos. Los afiliados varones descendieron en 7.849

**El proceso de pérdida de puestos de trabajo se detiene en el sector servicios.**

### ÚNICAMENTE EL SECTOR SERVICIOS CREA EMPLEO

Variación mensual del número de afiliados a la Seguridad Social



NOTA: Series corregidas de estacionalidad.

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

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009				2010		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
Afiliados a la Seguridad Social (1)									
Sectores de actividad									
Industria	-2,1	-10,6	-9,3	-11,5	-11,5	-10,0	-8,2	-7,2	-6,3
Construcción	-10,3	-23,1	-25,2	-25,4	-22,0	-18,9	-17,6	-16,2	-15,4
Servicios	1,7	-2,6	-2,1	-3,1	-3,0	-2,1	-1,2	-0,8	-0,4
Situación profesional									
Asalariados	-0,7	-6,0	-6,3	-7,0	-6,2	-4,6	-3,3	-2,8	-2,3
No asalariados	0,4	-4,8	-3,9	-5,0	-5,3	-4,9	-4,3	-4,0	-3,6
Total	-0,5	-5,8	-5,9	-6,7	-6,0	-4,6	-3,5	-3,0	-2,6
Población ocupada (2)	-0,5	-6,8	-6,4	-7,2	-7,3	-6,1	-	-	-
Puestos de trabajo (3)	-0,6	-6,7	-6,3	-7,2	-7,2	-6,1	-	-	-
Contratos registrados (4)									
Indefinidos	-14,3	-31,0	-35,4	-35,3	-28,6	-22,5	-20,6	-12,5	-2,7
Temporales	-10,4	-13,5	-23,9	-17,8	-9,4	-2,1	-5,1	2,9	14,0
Total	-10,9	-15,5	-25,4	-19,9	-11,4	-4,3	-6,7	1,1	12,1

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el INEM.

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

### Únicamente crecen los contratos temporales, de acuerdo con el modelo dual de contratación.

ocupados con respecto al pasado mes y ello ralentizó el declive de la tasa interanual hasta el 4,0%.

Por otro lado, cabe destacar que, por primera vez en casi dos años, el empleo por cuenta propia se mantuvo en marzo y moderó así su tasa de caída interanual hasta el 3,6%. Por su parte, el total de asalariados se incrementó en 22.000 este mes, y situó la tasa de descenso en el 2,3% interanual, por debajo del 2,8% anotado el mes anterior.

En marzo, el número de contratos registrados aumentó un 12,1% interanual, una tasa superior al incremento del 1,1% de febrero. Esta subida sugiere cierta desaceleración en la intensidad de la recesión. No obstante, cabe señalar que tan sólo la modalidad de contrato temporal experi-

mentó un incremento, del 14,0% interanual. Por su parte, los contratos indefinidos continuaron su senda decreciente, aunque de forma sustancialmente más moderada, con una tasa negativa del 2,7% en marzo, tras la caída interanual del 12,5% en febrero.

La evolución dispar de ambos tipos de contrato se ajusta con el modelo dual de contratación característico del mercado laboral español. Precisamente sobre ello hace hincapié el informe de Perspectivas Económicas Mundiales del Fondo Monetario Internacional del mes de abril de 2010. En particular, se advierte del efecto negativo que un sistema dual de contratación tiene sobre el desempleo y la formación, aconsejando un contrato único con indemnización por despido creciente. En este contexto, en el docu-

mento «Diálogo Social sobre actuaciones en el mercado de trabajo» del 12 de abril de 2010, el Gobierno reconoce la necesidad de actuar para reducir la dualidad y la temporalidad del mercado laboral.

### **Continúa atenuándose la subida del paro**

Tal y como se esperaba, el número de desempleados inscritos en las oficinas de los servicios públicos de empleo continuó aumentando en el mes de marzo, casi 36.000 más, y se situó en 4.166.613 personas. Así, la tasa de variación interanual se situó en el 15,6% en marzo, inferior al 18,6% anotado el mes anterior. En términos desestacionalizados, la subida del paro fue mayor, alrededor de 55.000 personas, y ello apunta a que la cifra de parados todavía dista de alcanzar su valor máximo. Estos datos manifiestan cierta ralentización en el ritmo de mejora del mercado laboral.

Por sectores, el desempleo aumentó en todos excepto en la construcción, que experimentó un ligero descenso de 1.103 personas. El sector donde más subió el paro fue el del colectivo sin empleo anterior, 16.761 inscritos más, aunque este grupo representa únicamente el 7,8% del total de los parados.

Por sexos, en el último mes, el número de parados creció más entre las mujeres. Así, aunque el inicio de la recesión fue marcado por una pérdida de trabajo más pronunciada entre los hombres, en los últimos meses, las féminas han experimentado incrementos de paro relativamente más elevados. Ello ha situado a la

par las tasas de crecimiento interanual del desempleo entre hombres y mujeres, en el 16,1% y el 15,1%, respectivamente.

Por otro lado, el paro ha aumentado de forma generalizada en casi todas las comunidades autónomas, encabezadas por Cataluña y la Comunidad Valenciana. Cabe señalar la caída del número de parados en las Baleares, gracias al efecto vacacional de Semana Santa.

Por su parte, destaca el ascenso del número de extranjeros inscritos en las oficinas públicas de empleo. Así, el paro registrado extranjero aumentó el 24,1% en los doce últimos meses hasta marzo, frente a la tasa del 14,2 % interanual de los nacionales. De este modo, el número de desempleados extranjeros ya representa el 14,8% del total. Ante esta tesitura, el Gobierno, a través de la Dirección General de Integración de Inmigrantes, ha aprobado en el mes de marzo un nuevo reglamento de ayudas para compensar económicamente a los ciudadanos extranjeros que decidan voluntariamente abandonar España.

Finalmente, cabe señalar que la escalada del paro registrado ha sido equiparable al incremento del número de beneficiarios de prestaciones. De hecho, la tasa de cobertura no sólo no ha retrocedido desde que se inició la recesión económica, sino que ha aumentado. Así, la tasa de cobertura en febrero de 2007 era del 68,5% y ésta se situó en el 77,5% en febrero de 2010. El aumento de beneficiarios ha comportado que los gastos por esta partida se hayan incrementado un 10,9% en los últimos doce meses, alcanzando en febrero 2.894 millones de euros.

**El Gobierno reconoce la necesidad de actuar para reducir la dualidad del mercado laboral.**

**En marzo el paro registrado alcanza los 4,2 millones de personas.**

**Los extranjeros representan el 14,8% del paro total.**

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

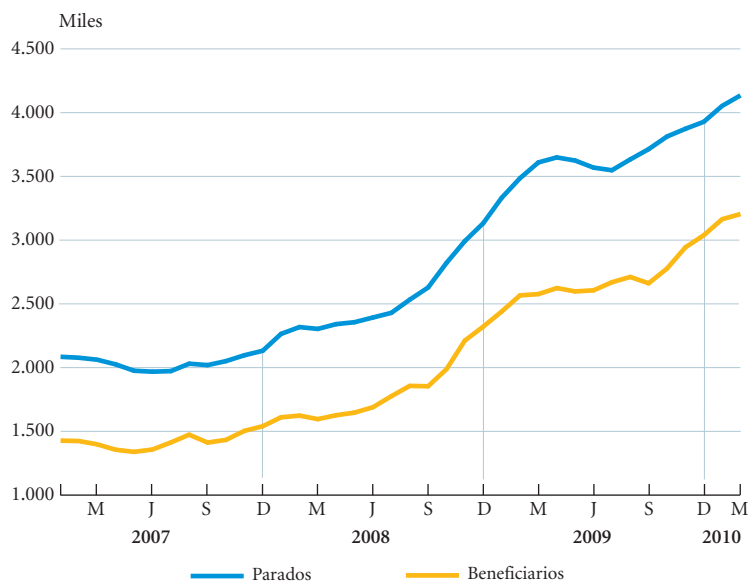
Marzo 2010

	Parados	Variación sobre diciembre 2009		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	120.679	14.546	13,7	26.964	28,8	2,9
Industria	525.886	17.084	3,4	36.991	7,6	12,6
Construcción	797.572	15.848	2,0	74.225	10,3	19,1
Servicios	2.398.741	157.676	7,0	323.706	15,6	57,6
Primer empleo	323.735	37.856	13,2	99.325	44,3	7,8
Por sexos						
Hombres	2.113.565	101.029	5,0	292.415	16,1	50,7
Mujeres	2.053.048	141.981	7,4	268.796	15,1	49,3
Por edades						
Menores de 25 años	483.040	36.271	8,1	40.537	9,2	11,6
Resto de edades	3.683.573	206.739	5,9	520.674	16,5	88,4
TOTAL	4.166.613	243.010	6,2	561.211	15,6	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

## LOS BENEFICIARIOS DE PRESTACIONES SIGUEN LA ESCALADA DEL PARO

Parados registrados y beneficiarios de prestaciones



FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

## Precios

### La inflación sube en marzo hasta el 1,4%

El índice general de precios de consumo (IPC) subió hasta el 1,4% en marzo en relación con doce meses antes, 6 décimas más que en febrero, un poco más de lo esperado. Este notable incremento fue debido sobre todo a los productos energéticos a consecuencia de la evolución de los precios del petróleo. Con todo, la inflación se sitúa en un nivel muy bajo, si bien supone un aumento de 1,5 puntos con respecto a marzo de 2009, cuando era negativa en plena recesión.

La mitad del alza de la inflación en marzo es atribuible a los carburantes y lubricantes, cuyos precios continuaron la escalada

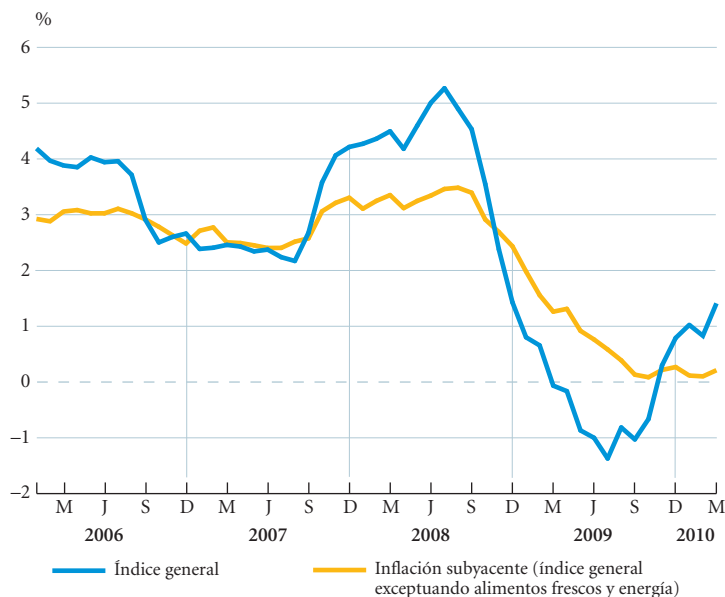
hasta presentar un ascenso interanual del 24,0%. Los combustibles aportaron media décima al incremento de la inflación y el otro componente volátil, los alimentos frescos, contribuyeron con otra décima. Los precios de éstos se elevaron 4 décimas en el mes, si bien su tasa de variación interanual continuaba siendo negativa, del -2,2%, pero se colocaba 1,6 puntos más que un mes antes. Son destacables los repuntes de los precios del pescado fresco y del pollo.

El aumento de la inflación en marzo no supone un cambio sustancial en la tendencia de los precios. El núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye a los productos energéticos y a los alimentos no elabora-

**La tasa de inflación sube 6 décimas en marzo por los productos energéticos y los alimentos no elaborados.**

### SE AMPLÍA LA BRECHA ENTRE LA INFLACIÓN GENERAL Y LA SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2009			2010		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2008	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2009	% variación anual
Enero	-1,2	-1,2	0,8	-1,0	-1,0	1,0
Febrero	0,0	-1,2	0,7	-0,2	-1,2	0,8
Marzo	0,2	-1,1	-0,1	0,7	-0,5	1,4
Abril	1,0	-0,1	-0,2			
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.

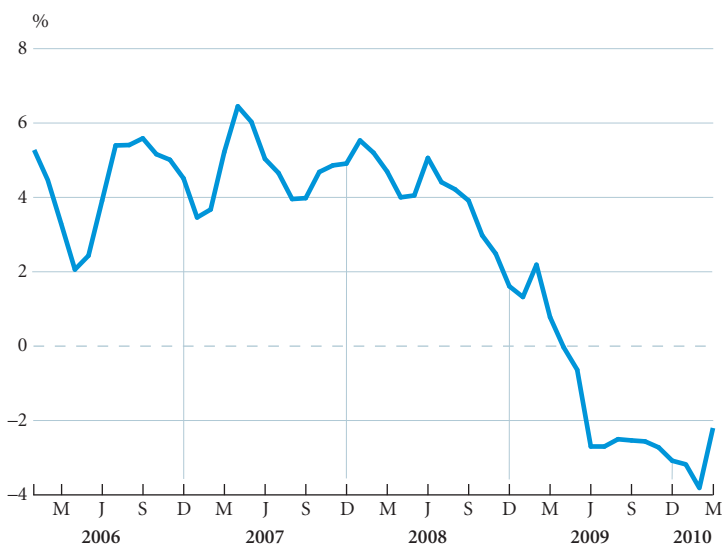
### La inflación subyacente aumenta una décima hasta el 0,2% debido al efecto Semana Santa...

dos, se situaba sólo en el 0,2% interanual. Si bien es cierto que aumentó una décima, este incremento es atribuible casi enteramente al viaje organizado, que se encareció mayormente por estar más avanzada la Semana Santa este año que en 2009.

En efecto, los bienes industriales no energéticos mantuvieron su caída interanual en el 1,5% en un marco de fuerte competencia en los mercados internacionales. Por su parte, la tasa de variación anual de los alimentos elaborados ascendió muy livianamente hasta el 0,6%.

## REBOTE DE LOS ALIMENTOS FRESCOS

Variación interanual del índice de precios de los alimentos no elaborados



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



Los servicios rebotaron desde el mínimo de las últimas décadas y se elevaron en 2 décimas hasta el 1,3% interanual. Sin embargo, este repunte no parece reflejar un tirón de la demanda, sino que se explica por la subida del viaje organizado debido a la distinta situación en el calendario de la Semana Santa. Así, la tasa anual de los restaurantes, bares y cafeterías siguió bajando y se situó en el 1,0%, la menor desde agosto de 1986.

La tasa de inflación del índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea se colocó en el 1,5%, también 6 décimas por encima de febrero. De este modo, el diferencial con la eurozona volvió a cambiar de signo al anotarse una inflación del área del euro en el 1,4% y situarse muy livianamente en terreno positivo. Sin embargo, el diferencial de la inflación subyacente seguía siendo favorable a España en más de medio punto.

**...pero sigue siendo inferior a la registrada en la eurozona.**

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Marzo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	107,2	-0,7	0,0	-1,1	-0,8	0,6	-2,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	129,7	0,1	0,0	3,5	2,9	4,1	12,1
Vestido y calzado	94,7	3,4	3,6	-12,2	-12,3	-1,8	-1,0
Vivienda	114,0	0,0	0,4	0,9	1,3	4,0	1,2
Menaje	106,8	0,3	0,3	-0,2	-0,6	2,0	0,4
Medicina	97,7	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,9	-1,4
Transporte	106,8	-0,5	1,7	-0,7	3,4	-8,2	8,1
Comunicaciones	99,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,5	-0,5
Ocio y cultura	97,6	0,2	1,2	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0
Enseñanza	114,5	0,1	0,0	0,2	0,1	4,0	2,6
Hoteles, cafés y restaurantes	112,3	0,2	0,2	0,6	0,4	2,4	1,0
Otros	111,3	0,3	0,4	1,5	1,3	3,0	1,9
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	111,7	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	1,2	0,6
Alimentos sin elaboración	105,9	-1,3	0,4	-1,7	-0,8	0,8	-2,2
Conjunto no alimentario	106,3	0,4	0,9	-1,2	-0,5	-0,4	1,9
Bienes industriales	101,7	0,5	1,4	-3,1	-1,5	-3,4	2,4
Productos energéticos	113,0	-1,1	2,5	-0,6	5,3	-11,6	13,9
Carburantes y combustibles	109,2	-1,4	3,4	-2,0	6,7	-18,4	17,4
Bienes industriales sin productos energéticos	97,6	1,0	1,1	-4,0	-3,8	-0,6	-1,5
Servicios	111,3	0,3	0,4	0,8	0,5	2,7	1,3
Inflación subyacente (**)	106,5	0,4	0,5	-1,1	-1,1	1,3	0,2
ÍNDICE GENERAL	107,3	0,2	0,7	-1,1	-0,5	-0,1	1,4

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## La debilidad del consumo tenderá a mantener contenidos los precios.

Esta diferencia se explica fundamentalmente por la gran subida de los precios de los carburantes a causa del petróleo y su mayor peso en la cesta de la compra española.

En abril la inflación se colocará probablemente en torno al nivel actual. Aunque la prevista subida en 2 puntos del tipo de gravamen general del impuesto sobre el valor añadido (IVA) desde el 16% al 18% y del tipo reducido del 7% al 8% en julio tendrá un impacto apreciable en la inflación, la debilidad del consumo tenderá a contener los precios. De esta forma, al final del ejercicio la inflación probablemente se situará cerca del objetivo del Banco Central Europeo, que tiene como límite el 2%.

## Las materias primas impulsan el alza de los precios mayoristas.

## Los precios mayoristas continúan el giro alcista

Los precios industriales siguieron ascendiendo en el mes de febrero empujados básicamente por la escalada de las materias primas en los últimos meses. Así, el índice general de precios industriales se elevó el 1,1% en los doce últimos meses hasta febrero, 2 décimas más que en enero. El impulso alcista provino sobre todo de los bienes intermedios, como productos químicos, y de los energéticos, que anotaron un alza interanual del 6,8%, 5 décimas más que en enero. Mayor fue el incremento de los precios de importación, a lo que contribuyó la depreciación del euro. El índice general de precios de importación subió el 4,7% en febrero con relación al mismo mes del año anterior.

### INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación				Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios (**)	
2008											
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	-9,3	-1,8	-0,6	0,2	-4,6	-0,7	-3,1	-3,1	0,5	-5,4	-0,2
Diciembre	-5,5	0,4	-0,5	0,1	-2,7	6,3	1,9	-1,1	0,8	-1,9	-
2010											
Enero	...	0,9	-0,5	-0,3	-0,9	6,3	3,4	-0,9	0,2	0,2	-
Febrero	...	1,1	-0,7	0,0	-0,4	6,8	4,7	-0,4	-0,2	1,4	...

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

(\*\*) Excepto energía.

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

## Sector exterior

### El déficit comercial retoma la senda de ajuste

El déficit comercial de enero registró, tras dieciocho meses de reducciones consecutivas, un incremento del 0,4% interanual que abría la posibilidad de un cambio de tendencia en su ajuste. No obstante, el dato de febrero despejó momentáneamente esta sospecha, con una nueva reducción del déficit del 39,3% respecto al mismo mes de 2009. El análisis de los datos acumulados durante los últimos doce meses, que permite aislar la volatilidad mensual, situó el déficit de febrero en 47.888 millones de euros, un 45,1% inferior al del mismo periodo del año pasado.

Esta reducción, sin embargo, no fue homogénea para los diferentes componen-

tes del saldo comercial. Como se observa en el gráfico siguiente, desde junio de 2009 el componente energético representa la mayor parte del déficit comercial (cerca del 60%), con un ritmo de ajuste mucho menor que el resto de productos. La forma que presenta esta serie muestra la clara influencia del precio del petróleo sobre el valor del déficit energético. Como consecuencia, el incremento continuado del coste del crudo constituye una importante resistencia a futuras correcciones del déficit comercial, lo que suavizará su ritmo de ajuste.

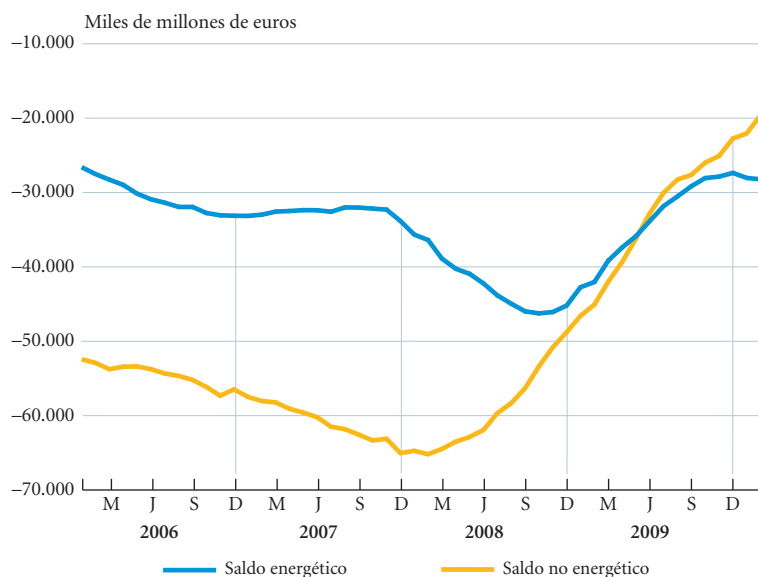
Por lo que se refiere al conjunto de flujos comerciales, el análisis de su comportamiento en los últimos meses muestra diferencias significativas. Así, la corrección del desequilibrio comercial durante

**El déficit comercial se reduce un 39% en febrero.**

**El déficit energético disminuye su contracción.**

### EL COMPONENTE ENERGÉTICO EXPLICA LA MAYOR PARTE DEL DÉFICIT COMERCIAL

Saldo comercial acumulado últimos doce meses



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-febrero 2010

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	6.291	11,2	18,4	878	-19,9	3,4	-5.413	14,0
Bienes de consumo	8.645	-23,6	25,3	9.875	3,6	37,9	1.230	114,2
Alimenticios	2.030	-8,4	5,9	3.740	2,2	14,3	1.710	184,2
No alimenticios	6.615	-27,3	19,4	6.135	4,5	23,5	-480	92,8
Bienes de capital	2.501	-7,8	7,3	2.099	3,0	8,0	-402	83,9
Bienes intermedios no energéticos	16.713	17,9	48,9	13.227	22,1	50,7	-3.487	79,1
Por áreas geográficas								
Unión Europea	19.089	-1,4	55,9	18.206	10,3	69,8	-882	95,4
Zona del euro	15.338	-7,1	44,9	15.031	10,1	57,6	-306	98,0
Otros países	15.061	3,8	44,1	7.872	12,7	30,2	-7.189	52,3
Rusia	880	33,0	2,6	203	-5,1	0,8	-677	23,1
EEUU	1.289	-23,0	3,8	801	-14,2	3,1	-488	62,2
Japón	561	19,3	1,6	217	21,1	0,8	-344	38,7
América Latina	1.627	4,5	4,8	1.232	11,9	4,7	-395	75,7
OPEP	3.294	17,7	9,6	816	-16,5	3,1	-2.478	24,8
Resto	7.410	0,9	21,7	4.602	28,5	17,6	-2.808	62,1
TOTAL	34.149	0,9	100,0	26.078	11,0	100,0	-8.071	76,4

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

### Aumenta la demanda de los principales socios comerciales.

los dos primeros meses del año se produjo en un contexto de crecimiento del comercio internacional. El valor de las exportaciones creció un 11,0% respecto al mismo periodo de 2009, mientras que el de las importaciones lo hizo un 0,9%. La contracción de los precios en enero y febrero provocó que el crecimiento de los volúmenes comercializados fuera aún superior, con aumentos del 13,6% y el 2,0% respectivamente.

El desglose por áreas geográficas muestra que este importante repunte de las exportaciones españolas tuvo al mercado europeo y al asiático como principales responsables. Destaca el incremento de las ventas de productos españoles a Francia e Italia, del 14,6% y del 17,1% respectivamente los dos primeros meses del año.

### El déficit corriente aumenta un 6% en enero.

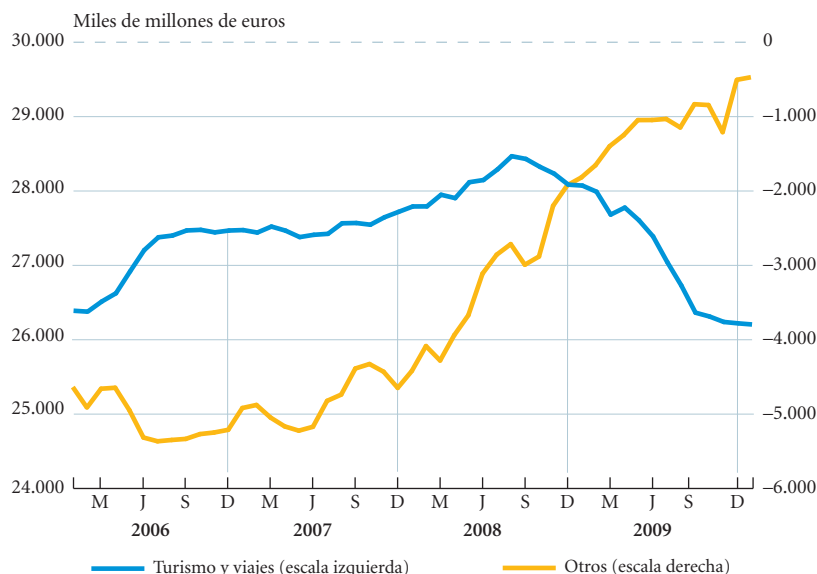
Por otro lado, las exportaciones a China aumentaron un 44,1% en el mismo periodo. La recuperación de los principales socios comerciales españoles, la depreciación del euro y el bajo nivel del que parten las exportaciones después de la contracción vivida en 2009 apuntan hacia el mantenimiento de esta tendencia en los próximos meses.

### El déficit corriente suaviza su contracción

Los últimos datos disponibles de la cuenta corriente muestran, en enero, un incremento interanual del déficit del 6,0%, el primero en los últimos diez meses. El aumento del déficit comercial mencionado anteriormente y la ampliación del déficit

## EL SUPERÁVIT DE SERVICIOS MUESTRA SIGNOS DE RECUPERACIÓN

Saldo acumulado últimos doce meses



FUENTE: Banco de España y elaboración propia.

de la balanza de transferencias corrientes en 1.287 millones de euros fueron las causas fundamentales de este deterioro. Éste no pudo ser contrarrestado por la nueva reducción del déficit de la balanza de rentas y el ligero incremento del superávit de la balanza de servicios.

En el caso de esta última, en el gráfico anterior el componente turístico muestra signos de suavización de la reducción de su superávit, después de un año con reducciones continuadas. Éstas fueron contrarrestadas parcialmente por la mejora de los otros servicios, que vieron reducido su déficit. Ello parece indicar que la contracción del superávit de la balanza de servicios está llegando a su fin, fruto de la importante reducción de los pagos al exterior.

El incremento del déficit en enero supuso un ligero aumento del déficit por cuenta corriente acumulado desde febrero de 2009, que alcanzó los 57.520 millones de

euros, un 42,3% inferior al mismo periodo del año anterior. Sin embargo, el aumento del superávit de la cuenta de capital en enero provocó una reducción de la necesidad de financiación del 44,8% en el mismo periodo.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, las principales fuentes de captación de fondos extranjeros en los últimos doce meses fueron la inversión directa y en cartera. Ambas representaron una entrada neta de 50.633 millones de euros en este periodo, frente a las salidas registradas un año atrás, de 5.893 millones de euros. Destaca el caso de la inversión directa que, debido a las desinversiones realizadas en el último año, puso fin a seis años de salidas netas de fondos hacia el exterior. En contraposición, la financiación a corto plazo se redujo en su totalidad, con una salida neta de fondos de 3.686 millones de euros en los últimos doce meses, la primera en más de dos años.

**La necesidad de financiación se reduce en febrero.**

**La inversión directa y en cartera son las principales fuentes de entrada de fondos.**

## BALANZA DE PAGOS

Enero 2010

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-4.133	1,3	-45.090	36.878	-45,0
Servicios					
<i>Turismo</i>	1.616	-0,9	26.185	-1.869	-6,7
<i>Otros servicios</i>	-112	-23,9	-468	1.349	-74,3
<b>Total</b>	1.504	1,3	25.717	-520	-2,0
Rentas	-2.196	-30,3	-28.889	6.610	-18,6
Transferencias	-1.701	310,3	-9.258	-769	9,1
<b>Total</b>	<b>-6.526</b>	<b>6,0</b>	<b>-57.520</b>	<b>42.199</b>	<b>-42,3</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.295</b>	<b>273,0</b>	<b>5.016</b>	<b>434</b>	<b>9,5</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	2.776	-	6.583	23.191	-
Inversiones de cartera	8.870	-4,9	44.050	37.303	-
Otras inversiones	-2.751	-	-3.686	-80.895	-
<b>Total</b>	<b>8.895</b>	<b>-2,2</b>	<b>46.947</b>	<b>-20.400</b>	<b>-30,3</b>
Errores y omisiones	-345	-13,9	-3.818	1.260	-24,8
Variación de activos del Banco de España	-3.319	15,1	10.029	-21.235	-67,9

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

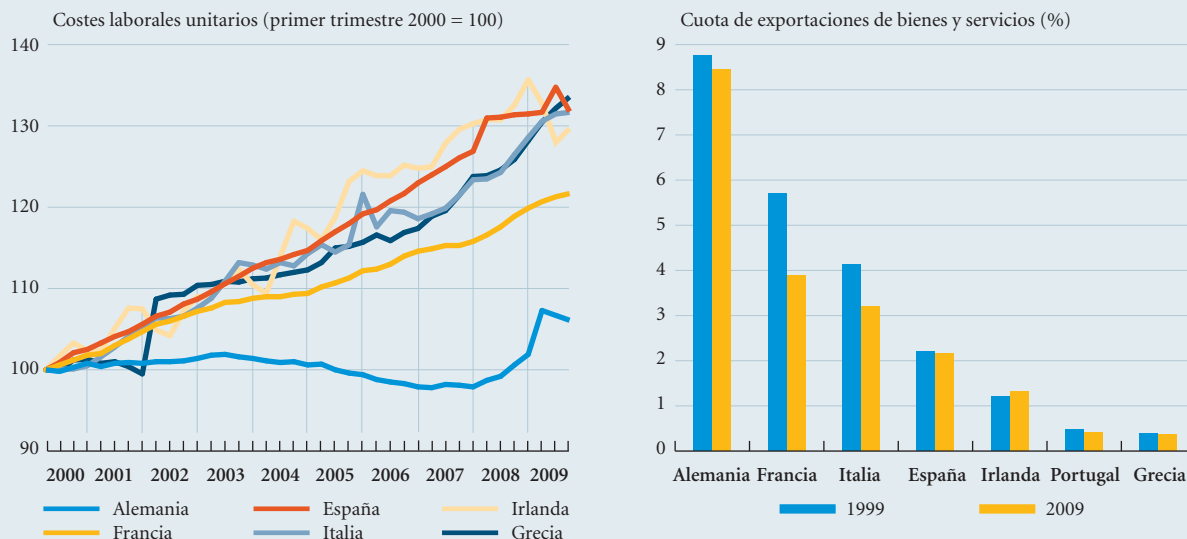
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## Desequilibrios exteriores en el interior de la eurozona

El aumento de los desequilibrios globales por cuenta corriente durante buena parte de la primera década de los 2000 ha copado numerosos titulares. Aunque la eurozona en su conjunto se mantuvo cercana al equilibrio, algunos países del área también han sido protagonistas de este fenómeno. Así, mientras Alemania registró saldos positivos superiores al 5% del PIB durante varios ejercicios, cuatro países –Irlanda, España, Portugal y Grecia– alcanzaron déficits por encima del 5% del PIB. Dos son las hipótesis que se barajan como detonantes de estos desequilibrios: la pérdida de competitividad-precio en los países que han sufrido los mayores deterioros por cuenta corriente y el fuerte crecimiento de la demanda interna en las economías deficitarias causado, en buena parte, por la vigencia de tipos de interés reales demasiado bajos.

Invariablemente, el desgaste de la competitividad-precio se ha postulado como uno de los determinantes de los desequilibrios dentro del área. Los costes laborales unitarios (CLU) –un indicador de competitividad-precio– han crecido a un ritmo mayor en los países mediterráneos e Irlanda que en otros países de la zona euro. En concreto, mientras en Alemania los CLU subieron un 6% en la última década, el incremento fue 5 veces superior en los países más deficitarios (véase gráfico siguiente). Un indicador basado en el IPC de los distintos países da resultados muy similares –reflejando las importantes diferencias en los niveles de inflación entre países–. Muy

## LOS PAÍSES CON MAYORES PÉRDIDAS DE COMPETITIVIDAD-PRECIO NO HAN SUFRIDO LOS MAYORES DETERIOROS EN LA CUOTA DE EXPORTACIONES



FUENTES: OCDE, OMC y elaboración propia.

probablemente, este deterioro de la competitividad-precio ha dificultado el crecimiento de las exportaciones y ha estimulado el de las importaciones.

Sin embargo, a pesar de la pérdida de competitividad-precio de los países deficitarios, la evolución de sus cuotas de exportaciones mundiales matiza la relevancia de este desgaste. Irlanda, por ejemplo, es uno de los países que vio empeorar los indicadores de competitividad-precio, pero también el único de la eurozona que mejoró su cuota de exportaciones durante los 2000 (en su caso porque el aumento de los precios internos estuvo acompañado de importantes mejoras de productividad en el sector exportador). Por su parte, la pérdida de cuota de España no fue muy distinta a la sufrida por Alemania (véase gráfico anterior). En resumen, la pérdida de competitividad seguramente explica parte de los deterioros por cuenta corriente, pero no del todo y no para todos los países en igual medida.

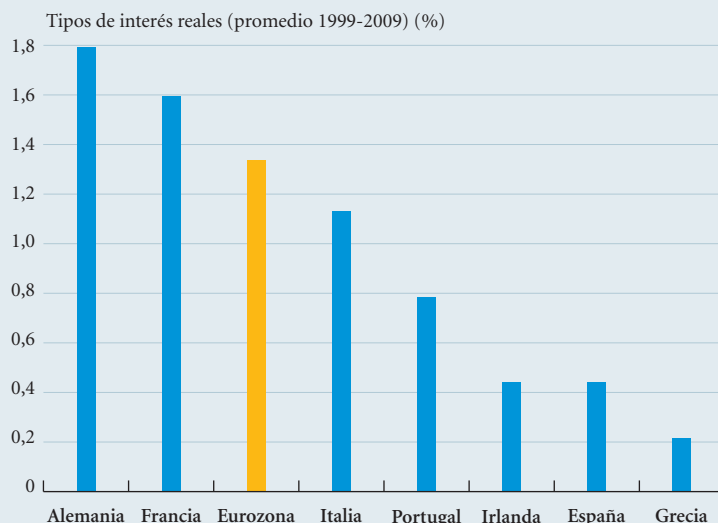
Un factor claramente común en todos los países donde los déficits se dispararon fue la pujanza de la demanda interna. Alemania, en cambio, destacó precisamente por todo lo contrario. Varios estudios señalan como causa principal de la fortaleza de la demanda interna a los bajos tipos de interés reales, aunque factores de tipo fiscal o idiosincrático también han podido tener cierta relevancia.<sup>(1)</sup>

El proceso de convergencia previo a la introducción del euro propició una notable disminución de los tipos de interés nominales y reales en los países que luego tuvieron grandes déficits. Asimismo, tras la formación de la eurozona, los diferenciales de inflación conllevaron una fuerte heterogeneidad en los tipos de interés reales entre países (véase gráfico siguiente). A mayor inflación, más probable era la pérdida de competitividad y más probable, también, que el bajo tipo de interés real impulsara la demanda interna. Los bajos tipos de interés promovieron la demanda a través de distintos canales: de manera directa, estimularon el consumo y la inversión en

(1) Charles Wyplosz, «Ten Years of EMU: Successes and Puzzles», *Working paper* presentado en la «Conferencia 10º Aniversario del Ingreso de España en la UEM» realizada en febrero de 2009 en el Banco de España.



## UN MISMO TIPO NOMINAL, DISTINTOS REALES



NOTA: El tipo de interés real se ha calculado restando la inflación anual promedio del promedio anual del euríbor a 12 meses.  
FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

detrimiento del ahorro. El dinero barato también pudo favorecer la formación de burbujas inmobiliarias, y atraer importantes flujos de inversión en este mismo sector. La revalorización del precio de la vivienda también contribuyó, a través del denominado efecto riqueza, a un mayor consumo y a un menor ahorro. En un contexto de fuerte crecimiento de la demanda interna, los diferenciales de inflación existentes en el momento de la formación de la Unión, lejos de corregirse, persistieron e incluso aumentaron a lo largo de la década de los 2000.

Una segunda posible causa del dinamismo de la demanda interna pudo ser una política fiscal expansiva. Éste no parece haber sido el caso de Irlanda y España, que registraron superávits fiscales, aunque hay quien argumenta que no se generó un suficiente superávit estructural durante esos años. La experiencia de Grecia, en cambio, encaja mejor con esta hipótesis, pues incurrió en déficits fiscales de manera recurrente a pesar de las altas tasas de crecimiento económico. Otros factores idiosincráticos, como el crecimiento de la población en España, también pudieron contribuir al vigor de la demanda interna en determinados países, pero parece que estos motivos jugaron un papel secundario en comparación con el nivel de los tipos de interés reales.

En definitiva, cierta pérdida de competitividad-precio en las economías deficitarias y, en especial, una enérgica demanda interna parecen explicar el aumento de los desequilibrios por cuenta corriente dentro de la eurozona. Unos desequilibrios que, vistos los vaivenes a los que están sujetos los flujos de financiación internacional, suponen un importante riesgo macroeconómico. ¿Cómo evitarlos? Una de las claves radica en reducir los diferenciales de inflación entre países, lo que requiere cambios institucionales, profundos en algunos casos. De esta manera, una misma política monetaria no sería excesivamente laxa en algunos países y demasiado restrictiva en otros, con los riesgos que ello comporta. Al propio tiempo, esos cambios institucionales redundarían en una mejora de la competitividad-precio, y permitirían a los países de la UEM continuar en el seno de la misma sin generar excesivos desequilibrios exteriores.

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

## Sector público

### Más esfuerzos para reducir el déficit público

El déficit público se situó en el 11,2% del producto interior bruto (PIB) en 2009, según las últimas cifras oficiales publicadas. Esta tasa es inferior en 2 décimas al anterior avance. No obstante, se trata igualmente de un récord y el Gobierno está empeñado, de acuerdo con el Programa de Estabilidad y Crecimiento 2010-2013 que presentó a la Comisión Europea, en reducirlo hasta el 3% del PIB en 2013.

En este contexto, el día 22 de marzo de 2010, en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera, el Estado y los gobiernos autonómicos aprobaron el Acuerdo

Marco para la sostenibilidad de las finanzas públicas para el periodo 2010-2013. Las comunidades autónomas se comprometieron a elaborar planes de racionalización y eficiencia del gasto público en el plazo de tres meses. El acuerdo incluye el compromiso de ejecución de una política de contención de los gastos de personal, que se concretará en la austeridad de las retribuciones y en una estrategia restrictiva en la configuración de las ofertas de empleo público.

Asimismo, el día 7 de abril la administración del Estado y la Federación Española de Municipios y Provincias aprobaron, en la reunión de la Comisión Nacional de Administración Local, el Acuerdo Marco para la sostenibilidad de las finan-

**Las comunidades autónomas y las entidades locales se comprometen a elaborar, en el plazo de tres meses, planes de racionalización del gasto público.**

### EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Febrero 2010

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>16.804</b>	<b>-8,1</b>	<b>27.529</b>	<b>-3,9</b>
<b>Ingresos no financieros corregidos (*)</b>				
IRPF	4.426	0,0	14.797	-0,3
Impuesto de sociedades	846	7,0	1.238	-7,8
IVA	12.354	-7,3	12.838	-8,9
Impuestos especiales	1.602	9,4	3.277	1,7
Resto	1.551	-48,9	3.329	-28,7
<b>Total</b>	<b>20.779</b>	<b>-9,8</b>	<b>35.479</b>	<b>-7,1</b>
<b>Pagos no financieros</b>	<b>20.973</b>	<b>31,1</b>	<b>35.288</b>	<b>22,8</b>
<b>Saldo de caja</b>	<b>-4.169</b>	<b>-</b>	<b>-7.759</b>	<b>-</b>
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)</b>	<b>3.983</b>	<b>-8,5</b>	<b>3.277</b>	<b>-35,4</b>

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

(\*\*) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

**La eliminación parcial de la deducción de los 400 euros contribuye a la estabilización de los ingresos del impuesto sobre la renta de las personas físicas.**

**El alza de los tipos de gravamen del tabaco y los hidrocarburos de junio de 2009 propicia un aumento de la recaudación de los impuestos especiales.**

**El Plan extraordinario de infraestructuras no afectará a las cuentas públicas hasta el 2014.**

zas públicas para el periodo 2010-2013. De esta forma, el déficit agregado de las entidades locales pasará desde el 0,5% del PIB registrado en 2009 hasta el 0,2% previsto para 2013.

En cuanto a la evolución en este ejercicio, los datos referentes al Estado hasta febrero muestran que la debilidad de la coyuntura económica continúa impactando desfavorablemente, si bien es cierto que los resultados del primer bimestre no son representativos de la tendencia. Hasta febrero, los ingresos no financieros acumulados del Estado antes de las cesiones a las administraciones territoriales según el sistema de financiación vigente se cifraron en 35.479 millones de euros, lo que supuso un descenso del 7,1% en relación con el mismo periodo del año anterior. No obstante, esta caída se modera hasta el 5,8% si se ajusta por los desfases temporales en devoluciones de impuestos.

La recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) bajó el 0,3% interanual en el primer bimestre. Las retenciones del trabajo anotaron un alza anual del 1,5%, a lo que contribuyó la eliminación parcial de la deducción de hasta 400 euros. Por su parte, el impuesto de sociedades cayó el 7,8%.

El impuesto sobre el valor añadido (IVA) se redujo el 8,9% con relación al mismo periodo del año anterior, afectado por el impacto de la extensión del derecho a la devolución mensual, sin efecto en los primeros meses del año pasado. En cambio, los impuestos especiales subieron el 1,7% gracias mayormente a las labores del tabaco, las cuales, a su vez, reflejan el incremento de tipos de gravamen a partir de junio de 2009. Por otro lado, cabe recordar que en julio está previsto un aumen-

to del tipo general y del reducido del IVA. Este último incremento afectará a las viviendas nuevas. Por otra parte, en el paquete de medidas económicas del 9 de abril se decidió la aplicación de un tipo reducido de IVA para todo tipo de obras de renovación y reparación de vivienda hasta el 31 de diciembre de 2012 para impulsar la rehabilitación. Asimismo, se estableció un tipo superreducido de IVA del 4% para servicios de atención a la dependencia.

En el otro lado del balance, los pagos no financieros del Estado ascendieron a 35.288 millones de euros en el periodo enero-febrero de 2010. Este importe representa un aumento anual del 22,8%. Aunque todos los capítulos de gastos subieron con relación al primer bimestre de 2009, destaca el crecimiento del 26,3% de las transferencias corrientes, que suponen casi la mitad del presupuesto.

La expansión de los pagos de capital fue considerable, del 11,4%, si bien menor que los corrientes. Cabe señalar que en otro esfuerzo para no comprometer la estabilidad presupuestaria el Plan extraordinario de infraestructuras presentado el 7 de abril, y que supondrá una licitación de obras públicas por 17.000 millones de euros entre 2010 y 2011, no afectará a las cuentas públicas hasta 2014.

A resultas de la evolución de los ingresos y los pagos, se originó una capacidad de financiación en términos de contabilidad nacional de 3.277 millones de euros. Sin embargo, ésta era inferior en un 35,4% a la del primer bimestre de 2009.

Finalmente, cabe destacar que España participa en el plan de la zona euro para ofrecer a Grecia préstamos para atajar su crisis de las finanzas públicas.

## Ahorro y financiación

### Se frena el ajuste del endeudamiento del sector privado

La financiación al sector privado registró un descenso interanual del 1,0% en febrero, la misma tasa que en el mes anterior. De este modo, parece que el proceso de corrección de un excesivo endeudamiento, que llevó de tasas de crecimiento anual superiores al 24% en 2006 hasta ligeros descensos al final de 2009, está perdiendo fuerza. El continuo deslizamiento a la baja de los tipos de interés crediticios, que se colocaron en el 3,29% en promedio en febrero, 121 puntos básicos por debajo de un año antes, así como una cierta mejoría de la demanda, pudieron haber contri-

buido a atenuar la caída de la financiación.

Sin embargo, la financiación a las empresas no financieras retrocedió el 1,8% en los doce últimos meses hasta febrero, 3 décimas más que en enero. Esta diferencia se debió a la desaceleración de las emisiones de renta fija realizadas por las grandes empresas, que anotaron un aumento interanual del 29,4%, 3,8 puntos menos que en enero, y de los préstamos del exterior, que subieron el 1,3%, 6 décimas menos que en el mes precedente.

Los préstamos y créditos de las entidades financieras residentes mantuvieron su

**El excesivo apalancamiento del sector privado alcanzado en la fase alcista del ciclo se va corrigiendo.**

#### FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Febrero 2010

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.205.596	-9.382	-12.007	-1,0	79,7
Empresas no financieras	1.304.853	-7.102	-7.904	-1,8	47,2
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	908.043	-8.338	-45.365	-4,3	32,8
<i>Valores distintos de acciones</i>	57.815	1.560	13.135	29,4	2,1
<i>Préstamos del exterior</i>	338.995	-324	24.327	1,3	12,3
Hogares (4)	900.743	-2.280	-4.103	0,1	32,6
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	678.997	1.090	1.252	0,4	24,5
<i>Otros (3)</i>	219.067	-3.413	-5.512	-0,8	7,9
<i>Préstamos del exterior</i>	2.680	43	157	6,2	0,1
Administraciones públicas (5)	560.519	869	110.233	24,5	20,3
<b>TOTAL</b>	<b>2.766.114</b>	<b>-8.513</b>	<b>98.226</b>	<b>3,3</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

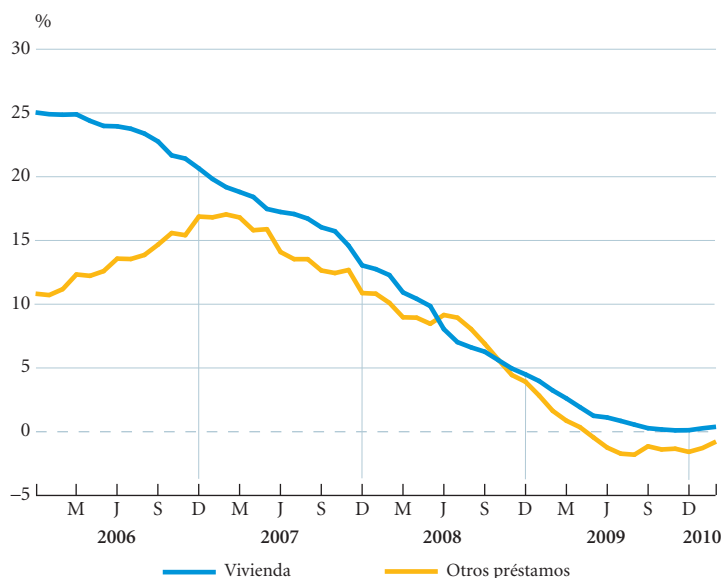
(4) Incluyen las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## SE FRENA EL RETROCESO DE LA FINANCIACIÓN A LAS FAMILIAS PARA LA VIVIENDA

Variación interanual de la financiación a los hogares (\*)



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

FUENTE: Banco de España.

### Se ralentiza la caída del crédito comercial.

El ritmo de descenso interanual en el 4,3%. El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante, continuó ralentizando su caída, pero presentaba un decremento anual del 22,7%. Los arrendamientos financieros, ligados a la inversión, también mostraron una suave aminoración de su ritmo de descenso anual, que se colocaba en el 15,7%. No obstante, las nuevas operaciones crediticias a las sociedades no financieras totalizaron más de 57.000 millones de euros en febrero.

Después de seis meses de anotar tasas de variación anual negativas, los préstamos a las familias registraron un ligero aumento interanual en febrero del 0,1%. Este leve ascenso fue debido sobre todo a la vivienda, cuyos préstamos se elevaron el 0,4% en relación con el mismo mes del año anterior, 3 décimas más que en diciembre. Los niveles mínimos históricos del euríbor a un año, al que están referen-

ciados la mayoría de los préstamos hipotecarios, contribuyeron a esta inflexión. En marzo, el euríbor a doce meses marcó un nuevo récord al bajar hasta el 1,215% en promedio mensual, un punto básico menos que el mínimo histórico de febrero. En las primeras semanas de abril el euríbor a un año ha oscilado cerca del nivel mínimo.

El resto de préstamos a los particulares continuó disminuyendo, si bien se deceleró el ritmo del descenso. Así, su saldo se redujo el 0,8% respecto a doce meses antes, medio punto menos que en el mes previo.

Por otro lado, la morosidad, que suele evolucionar con retraso en relación con el ciclo económico, siguió ascendiendo ligeramente en el mes de febrero. De esta forma, al final del mes se situaba en el 5,4%, una décima más que en enero y 1,2 puntos más que en febrero de 2009.

### El euríbor a doce meses marca un nuevo mínimo.

En cuanto a la financiación del sector público, en los últimos meses se ha ralentizado considerablemente, aunque continúa avanzando a un fuerte ritmo. Así, en febrero su saldo crecía el 24,5% en relación con el mismo mes del año anterior, pero 10,7 puntos menos que en octubre de 2009.

En febrero, la variación mensual de la deuda pública, de 5.845 millones de euros, fue debida mayormente a emisiones netas a medio y a largo plazo por valor de 7.852 millones de euros, y el saldo de los bonos y obligaciones se elevó el 23,5% desde febrero de 2009. De hecho, en los últimos meses el diferencial de las obligaciones soberanas españolas con la deuda alemana al mismo plazo se ha estabilizado en torno a unos 75 puntos básicos, que incluso es un poco inferior al nivel de un año antes, a pesar de los sobresaltos que ha ocasionado la crisis de las finanzas griegas.

De esta manera, la financiación del conjunto de los sectores residentes continuó ralentizándose. Así, la financiación total mostró un crecimiento interanual del 3,3% en febrero.

En este marco, dentro del paquete de medidas de política económica aprobadas por el Gobierno el 9 de abril para impulsar el crecimiento y el empleo, se incluían los nuevos préstamos directos que el Instituto de Crédito Oficial (ICO) podrá conceder a las pymes y a los autónomos en condiciones de mercado a partir del mes de junio, asumiendo todo el riesgo, con un máximo de 200.000 euros por cliente y con vigencia hasta el final de 2011. Además, también a través del ICO se reforzará el reafianzamiento de las sociedades de garantía recíproca, que facilitan la financiación de las pymes, y se ampliará la financiación de la promoción de viviendas de protección oficial destinadas a la venta.

## **Reducción de la brecha entre los créditos y los depósitos**

Las remuneraciones de los depósitos bancarios continuaron bajando en febrero hasta el 1,19% en promedio de acuerdo con las cifras del Banco de España. Esta cota suponía un descenso mensual de 5 puntos básicos y de 82 con relación a doce meses antes. No obstante, esta retribución se situaba por encima tanto del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo, en el 1% desde mayo de 2009, como de la inflación.

En este contexto, y dada la atonía económica, el saldo de los depósitos bancarios continuó ralentizándose hasta un crecimiento interanual del 1,0% en febrero. De todos modos, aunque ligero, su aumento contrastaba con el decremento de los créditos, con lo que siguió reduciéndose la brecha entre los créditos y los depósitos, otro elemento del ajuste en marcha, que limita la dependencia del ahorro exterior.

En general, la aminoración del ritmo de crecimiento afectó a todas las modalidades de depósitos. No obstante, el crecimiento anual de las cuentas a la vista y de ahorro se contraponía a la retracción de las imposiciones a plazo y de los depósitos en moneda extranjera. Esto era debido fundamentalmente a una mayor preferencia por la liquidez ante las incertidumbres económicas y a la escalada del desempleo.

La competencia de los depósitos bancarios motivó que por quinto mes consecutivo se registrasen reembolsos netos de las participaciones de fondos de inversión mobiliaria. Éstas en marzo se cifraron en 1.177 millones de euros, concentradas en la renta fija euro a corto plazo y en los fondos monetarios. En cambio, los fondos garantizados de rendimiento fijo y los globales acumularon las mayores suscrip-

**El diferencial de las obligaciones del Estado a diez años con las alemanas se estabiliza en unos 75 puntos básicos.**

**Nuevas medidas del gobierno para impulsar la financiación a las pymes.**

**La preferencia por la liquidez apoya a las cuentas de ahorro.**

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

Febrero 2010

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	259.922	-2.813	-1,1	15.421	6,3	18,6
De ahorro	206.672	-1.120	-0,5	26.106	14,5	14,8
A plazo	707.045	-12.966	-1,8	-22.048	-3,0	50,6
En moneda extranjera	22.480	465	2,1	-7.261	-24,4	1,6
<b>Total depósitos</b>	<b>1.196.118</b>	<b>-16.435</b>	<b>-1,4</b>	<b>12.218</b>	<b>1,0</b>	<b>85,7</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>200.368</b>	<b>-12.761</b>	<b>-6,0</b>	<b>-32.488</b>	<b>-14,0</b>	<b>14,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.396.486</b>	<b>-29.196</b>	<b>-2,0</b>	<b>-20.270</b>	<b>-1,4</b>	<b>100,0</b>

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### Mejora de la rentabilidad anual de los fondos de inversión mobiliaria hasta el 6,0%.

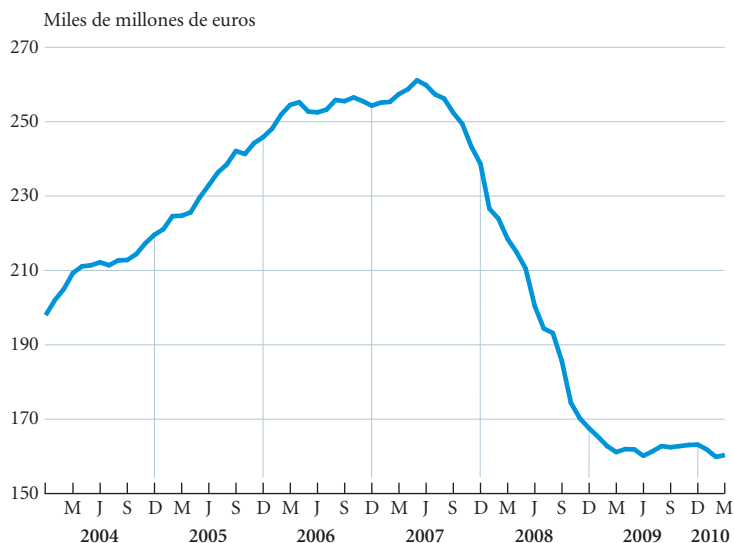
ciones netas. Con todo, y gracias a las plusvalías derivadas del buen comportamiento de los mercados financieros, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria subió el 0,3%, rompiendo una racha negativa de cinco meses.

A pesar de la volatilidad causada por la crisis de Grecia, la rentabilidad de los fondos de inversión mobiliaria mejoró en el

transcurso del primer trimestre y finalizó marzo con un 6,0% anual en promedio. Todas las categorías mostraban ganancias anuales y los mayores rendimientos correspondían a fondos de renta variable. De éstos, los emergentes alcanzaron el 75,5%. En la cola de la clasificación, los monetarios anotaban una rentabilidad media del 1,0%.

### LIGERO AUMENTO DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN MARZO

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.





# Servicio de Estudios de "la Caixa"

## Publicaciones

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

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2009

Selección de indicadores  
Edición completa disponible en Internet

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico
2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico
3. La economía de Andalucía: diagnóstico estratégico
4. La economía de la Región de Murcia: 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 Maria Gutiérrez-Domènech
7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer
8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer
10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández
11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero Maria Gutiérrez-Domènech
12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons
13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual

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

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](http://www.laCaixa.es/estudios)

- 01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals
- 02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal
- 03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta
- 01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà
- 02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal

### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
36. El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

## Consejo Asesor

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

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

## Área de Estudios y Análisis Económico

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

## INFORME MENSUAL

Mayo 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](http://www.laCaixa.es/estudios)

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

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

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2009

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

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

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



**Canal Móvil**

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

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

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

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

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