

Informe Mensual



EL CONFLICTO DE LAS MONEDAS

Guerra de divisas: ¿Preludio de una guerra comercial? Pág. 10

Relación entre el tipo de cambio y el comercio internacional

¿Qué tipos de cambio están lejos de su equilibrio? Pág. 32

Asia concentra la mayoría de divisas sustancialmente infravaloradas

Alternativas de los pequeños inversores ante la guerra de divisas Pág. 43

El mercado ofrece una extensa gama de productos y estrategias de inversión

Controles de capital, ¿por qué no? Pág. 62

Aquellos países en los que estaban implantados han sido los menos afectados por la crisis financiera global

Previsiones

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

	2009	2010	2011	2009		2010				
				III	IV	I	II	III	IV	
ECONOMÍA INTERNACIONAL										
					Previsiones					Previsiones
Producto interior bruto										
Estados Unidos	-2,6	2,8	2,9	-2,7	0,2	2,4	3,0	3,2	2,6	
Japón	-6,3	4,4	1,7	-6,2	-1,8	5,5	3,5	5,0	3,8	
Reino Unido	-4,9	1,8	2,1	-5,4	-3,0	-0,3	1,7	2,8	2,8	
Zona del euro	-4,0	1,7	1,6	-4,0	-2,0	0,8	1,9	1,9	2,1	
<i>Alemania</i>	-4,6	3,5	2,1	-4,4	-2,0	2,1	3,9	3,9	4,1	
<i>Francia</i>	-2,2	1,6	1,8	-0,4	0,4	1,3	1,7	1,9	1,8	
Precios de consumo										
Estados Unidos	-0,3	1,6	1,3	-1,6	1,5	2,4	1,8	1,2	1,0	
Japón	-1,4	-0,6	0,6	-2,3	-2,0	-1,1	-0,9	-0,8	0,4	
Reino Unido	2,2	3,2	2,5	1,5	2,1	3,3	3,4	3,1	3,1	
Zona del euro	0,3	1,6	1,7	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,7	1,9	
<i>Alemania</i>	0,3	1,1	1,5	-0,2	0,4	0,8	1,1	1,2	1,3	
<i>Francia</i>	0,1	1,5	1,5	-0,4	0,4	1,4	1,6	1,5	1,6	
ECONOMÍA ESPAÑOLA										
					Previsiones					Previsiones
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-4,3	1,2	1,1	-4,2	-2,6	-0,3	2,2	1,4	1,3	
Consumo de las AAPP	3,2	-0,3	-1,5	2,7	0,2	-0,5	0,1	-0,1	-0,6	
Formación bruta de capital fijo	-16,0	-7,2	-1,7	-16,4	-14,0	-10,4	-6,8	-7,0	-4,8	
<i>Bienes de equipo</i>	-24,8	2,7	6,1	-25,5	-16,9	-4,4	8,7	2,4	4,0	
<i>Construcción</i>	-11,9	-10,9	-5,5	-11,7	-11,9	-11,4	-11,4	-11,6	-9,1	
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-6,4	-1,1	-0,1	-6,5	-5,3	-2,9	-0,3	-0,8	-0,5	
Exportación de bienes y servicios	-11,6	10,1	7,0	-11,0	-2,1	9,1	11,6	8,7	10,9	
Importación de bienes y servicios	-17,8	5,5	3,8	-17,2	-9,2	2,3	9,3	3,9	6,2	
Producto interior bruto	-3,7	-0,2	0,7	-3,9	-3,0	-1,4	0,0	0,2	0,5	
Otras variables										
Empleo	-6,6	-2,3	-0,3	-7,2	-6,0	-3,8	-2,5	-1,7	-1,3	
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,0	20,2	17,9	18,8	20,0	20,1	19,8	20,1	
Índice de precios de consumo	-0,3	1,8	2,3	-1,1	0,1	1,1	1,6	1,9	2,5	
Costes laborales unitarios	1,0	-1,0	-0,5	0,3	0,0	-0,8	-1,0	-1,4		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-5,5	-4,7	-3,7	-4,0	-4,7	-6,1	-5,0	-3,3		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	-4,2	-3,2	-3,7	-4,4	-5,4	-4,3	-2,7		
Saldo público (% PIB)	-11,1	-9,5	-6,4							
MERCADOS FINANCIEROS										
					Previsiones					Previsiones
Tipos de interés internacionales										
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Repo BCE	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Bonos EEUU 10 años	3,2	3,2	3,3	3,5	3,4	3,7	3,2	2,6	3,2	
Bonos alemanes 10 años	3,3	2,7	2,9	3,3	3,2	3,1	2,6	2,3	3,0	
Tipos de cambio										
\$/Euro	1,39	1,33	1,36	1,43	1,48	1,38	1,27	1,29	1,36	

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
- 10 *Guerra de divisas: ¿Preludio de una guerra comercial?*
- 12 Japón
- 15 China
- 16 Brasil
- 18 México
- 19 Materias primas
- 21 **Unión Europea**
 - 21 Zona del euro
 - 25 Alemania
 - 27 Francia
 - 28 Italia
 - 29 Reino Unido
 - 30 Europa emergente
- 32 *¿Qué tipos de cambio están lejos de su equilibrio?*
- 35 **Mercados financieros**
 - 35 Mercados monetarios y de capital
- 43 *Alternativas de los pequeños inversores ante la guerra de divisas*
- 47 **Coyuntura española**
 - 47 Actividad económica
 - 51 Mercado de trabajo
 - 55 Precios
 - 59 Sector exterior
- 62 *Controles de capital, ¿por qué no?*
- 65 Sector público
- 67 Ahorro y financiación

El conflicto de las monedas

Después de la Segunda Guerra Mundial, las potencias vencedoras diseñaron un sistema monetario y de comercio mundial que permitiera el progreso de las naciones sobre la base de la estabilidad de los tipos de cambio y la eliminación de los obstáculos al comercio internacional. Los autores del mismo tenían muy presentes las turbulencias que se desencadenaron tras la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado, cuando los países trataron de exportar su desempleo por la vía de lograr superávits comerciales con el exterior, forzados a base de devaluar su moneda y de implantar medidas proteccionistas. Después de la Gran Recesión de 2008-2009, y ante las tensiones desatadas en los mercados de cambios, vuelve a hablarse de «guerra de divisas». ¿Corremos el riesgo de reeditar los turbulentos años treinta, con todas las consecuencias negativas que ello comporta? ¿Es posible lograr unas normas de comportamiento aceptadas internacionalmente?

El sistema monetario de Bretton Woods se colapsó a principios de los años setenta por la imposibilidad de mantener tipos de cambio fijos en un contexto de creciente movilidad de los capitales. Nada lo sustituyó, y multitud de regímenes de tipos de cambio fueron adoptados a capricho de los países. Hasta los años noventa, la principal preocupación con relación a la ausencia de un sistema monetario internacional era la volatilidad de los tipos de cambio y la amplitud o la duración de las fluctuaciones. Especialmente en los países pequeños o financieramente débiles, como los en vías de desarrollo.

A partir de la última década del siglo pasado, un nuevo grupo de países irrumpió en la escena internacional. Las economías emergentes, mayoritariamente asiáticas, priorizaron la exportación como vía hacia el crecimiento, dejando en un segundo término el avance de la demanda interna. Con ello, además, conseguían acumular una gran cantidad de reservas exteriores que se consideraban necesarias para blindarse ante eventuales crisis y ganar independencia frente a las economías avanzadas. Muchos de estos países adoptaron un sistema de tipos de cambio fijos, de manera que con el paso del tiempo, y las ganancias de productividad acumuladas, la infravaloración de sus monedas se ha hecho cada vez más evidente. China es el ejemplo más claro de esta política, que levanta airadas protestas singularmente de Estados Unidos, que sufre un gran déficit comercial frente al coloso asiático.

En este contexto, la Gran Recesión supone una nueva vuelta de tuerca en el complicado entramado monetario internacional. De entrada, dificulta enormemente mantener déficits corrientes elevados en las economías avanzadas, por la creciente complicación de financiarlos. Además, ha dado pie a la aplicación, en algunas economías, de políticas monetarias extraordinariamente expansivas que, como en el caso de Estados Unidos, se traducen en una potencial debilidad de la moneda. Las oscilaciones en los tipos de cambio y las alteraciones en los flujos de capitales derivados de tales políticas han levantado airadas protestas por parte de países que, como Brasil, han sufrido intensas apreciaciones de sus monedas.

Por el momento, el reflejo proteccionista poscrisis ha sido muy moderado, puesto que una de las patas de la estructura creada tras la Segunda Guerra Mundial, la hoy conocida por Organización Mundial del Comercio, sigue marcando las reglas de los intercambios internacionales. Pero el desorden monetario es patente. La solución no es fácil. Pero las autoridades internacionales deberían esforzarse por consensuar unas reglas que eviten la inconsistencia del «sálvese quien pueda». Mientras, seguiremos sujetos a los riesgos intrínsecos de las guerras de monedas.

RESUMEN EJECUTIVO

Contrasta el modesto crecimiento de las economías avanzadas con el dinamismo de las emergentes.

El nuevo plan de estímulo fiscal de Estados Unidos mejora las expectativas económicas para 2011.

En la UE, las economías del norte crecen vigorosamente, mientras que algunas periféricas siguen en recesión.

Mejoran las perspectivas económicas para 2011

Las perspectivas de la economía mundial para el año 2011 son positivas. Sin embargo, se percibe un marcado contraste entre las economías avanzadas, con un crecimiento en general modesto y un desempleo, elevado, con el dinamismo que mantienen las economías emergentes, que incluso plantea riesgos de sobrecalentamiento. La salida de la recesión parece asegurada, si bien contrastan los opuestos planteamientos a uno y otro lado del Atlántico: política fiscal expansiva y política monetaria extremadamente laxa en Estados Unidos, frente a la retirada de los estímulos fiscales en Europa. Mientras, los mercados financieros van volviendo lentamente a la normalidad a la vez que los precios de las materias primas se han orientado claramente al alza.

En Estados Unidos, las previsiones han mejorado apreciablemente. A los buenos indicadores de las últimas semanas (confianza empresarial, exportaciones, etc.) y al nuevo programa de expansión cuantitativa planteado por la Reserva Federal se añade un nuevo plan de estímulo fiscal que extiende las rebajas de impuestos de la era Bush y reduce las cotizaciones sociales. El presidente Obama, renunciando a su promesa electoral, ha cedido ante la oposición al aceptar mantener la reducción de la fiscalidad de las rentas medias y altas. Junto con otras medidas, el paquete de estímulo alcanza un total de más de 850.000 millones de dólares, a repartir entre 2011 y 2012.

Por este motivo, hemos revisado la previsión de crecimiento del producto interior bruto (PIB) de Estados Unidos para 2011

del 2,2% al 2,9%, con una segunda mitad de año en que los avances podrían superar el 3%, que es el umbral de crecimiento a partir del cual empieza a reducirse la tasa de paro. El principal riesgo radica en una posible recaída en los precios de la vivienda. Continuamos pensando que la baja tasa de inflación y el alto desempleo, que caerá poco en 2011, hará que la Reserva Federal espere a 2012 para iniciar las subidas de los tipos de referencia. Con todo, hay que destacar el apreciable aumento de las rentabilidades de la deuda pública norteamericana a largo plazo en las últimas semanas. Teniendo en cuenta que las expectativas de inflación permanecen ancladas y que no se ha incrementado el riesgo de solvencia de la economía, según lo que descuentan los mercados financieros, la subida hay que atribuirla a un aumento del tipo de interés real, reflejo de la mejora de las expectativas económicas para los próximos trimestres.

En Europa, la situación es más difusa. La economía de la eurozona ha seguido dando muestras de fortaleza en el último tramo del año. A pesar de los buenos datos de crecimiento del segundo y tercer trimestre, no hay síntomas de agotamiento, más bien al contrario. La publicación del PIB por componentes del tercer trimestre, de hecho, apunta a una senda de recuperación más robusta de lo esperado. Con todo, la gélida llegada del invierno, con el consiguiente caos del transporte y la interrupción de los proyectos de construcción en buena parte de los países de la Unión Europea (UE), restará impulso al crecimiento en la parte final del año.

Pero cuando se desciende a nivel de países, las diferencias llaman la atención,

ofreciendo un marcado contraste las robustas tasas de crecimiento del norte (Alemania, Suecia, Polonia, Eslovaquia e incluso el Reino Unido) con los discretos resultados del sur (Francia, Italia, España) o la recesión de algunos periféricos (Irlanda, Grecia, Rumania).

Más allá de la evolución coyuntural, la atención a lo largo de diciembre ha estado nuevamente centrada en cómo afrontar las crisis de la deuda soberana, actuales y futuras. El rebrote de las turbulencias a partir de octubre ha sido particularmente intenso y en esta ocasión ha forzado a Irlanda a aceptar un plan de rescate, ante el grave deterioro de su sistema bancario y el profundo desequilibrio de sus finanzas públicas. Pero la presión sobre los bonos soberanos se ha extendido también a los griegos (cuya economía ya fue intervenida en mayo), los portugueses, los españoles e incluso a belgas e italianos. El diferencial de la deuda alemana, que se ha erigido en ancla del sistema, con la de estos países se ha disparado a los niveles máximos desde la creación del euro.

Paradójicamente, la búsqueda de soluciones a la crisis ha contribuido a agravarla. El conocimiento, a mediados de octubre, de la propuesta de los gobiernos de que los inversores en deuda pública en el futuro deberían aceptar pérdidas si el gobierno correspondiente no fuera capaz de afrontar los pagos no hizo otra cosa que ampliar los diferenciales. El anuncio, el 21 de noviembre, de que Irlanda recibiría asistencia financiera a cambio de medidas de estabilización no logró calmar los mercados. Las especulaciones de la prensa y los mercados financieros apuntaron a Portugal como el siguiente país en ser intervenido, y también a España e incluso a Bélgica o Italia.

A principios de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que mantendría las inyecciones de liquidez excepcionales vía financiación a tres meses, lo que

permitió un cierto alivio de las tensiones. Además, la constatación de que las compras de bonos soberanos por parte del BCE se mantenían a buen ritmo permitió la reducción de los diferenciales. En todo caso, la decisión de varias agencias de calificación internacional de revisar a la baja o de poner en revisión negativa los *ratings* de la deuda pública de Grecia, Portugal, España e Irlanda refleja el hecho de que el problema de la deuda no va a resolverse en el corto plazo.

De acuerdo con esta constatación, el Consejo Europeo de diciembre ha dado luz verde a la creación de un Mecanismo de Estabilidad Financiera, que convertirá en permanente a partir de 2013 la actual Facilidad Europea de Estabilización Financiera, creada el pasado mes de mayo para proporcionar apoyo financiero a los países que experimenten perturbaciones económicas o financieras graves y dotado con 440.000 millones de euros. Entre otras disposiciones, se establece la introducción de cláusulas de acción colectiva normalizadas e idénticas en toda nueva emisión de deuda pública de la zona del euro a partir de junio de 2013, de manera que, cuando un país parezca insolvente, se le exigirá un plan de reestructuración integral con sus acreedores privados. El Consejo Europeo también acordó que el BCE doble su capital social con el fin de atender a los esfuerzos de compra de deuda soberana. En cambio, no se tuvieron en cuenta propuestas como la ampliación de la dotación del fondo de rescate, la posibilidad de que éste pueda comprar deuda pública o que la UE pueda emitir eurobonos.

En España, el diferencial de la deuda pública con los bonos alemanes llegó a alcanzar un récord de casi 300 puntos básicos a finales de noviembre, moderándose a partir de entonces pero manteniéndose en la zona de los 250 puntos. Esperamos que este diferencial, al igual que los correspondientes a Grecia, Irlanda o Portugal, vaya estrechán-

Nuevas tensiones en los mercados de deuda soberana provocan el rescate de Irlanda.

El BCE actúa para aliviar la situación, pero los *ratings* de las economías afectadas siguen a la baja.

El Consejo Europeo aprueba la conversión en permanente del actual fondo de rescate y la ampliación del capital del BCE.

Los elevados diferenciales de la deuda pública española obligan a un importante esfuerzo de control del déficit.

dose a medida que se confirme que las políticas económicas implementadas permiten consolidar las trayectorias fiscales. No son descartables, en cualquier caso, nuevos episodios de alza del diferencial. Éste, combinado con la subida de la rentabilidad de la deuda alemana, hace que el coste de emitir deuda para el Tesoro español sea el más elevado de la década, y ello obliga a redoblar los esfuerzos por cumplir los objetivos presupuestarios.

Los resultados, hasta ahora, están siendo satisfactorios. El déficit del Estado en los once primeros meses del ejercicio ascendió al 3,7% del PIB, un 46% de descenso sobre el del mismo periodo del año anterior y frente a un objetivo para el conjunto del año del 6,7% del PIB. En cuanto al presupuesto de las comunidades autónomas, el déficit presupuestario agregado a finales del tercer trimestre alcanzó el 1,2% del PIB, lo que permite anticipar que se cumplirá el objetivo del 2,4% previsto para 2010. Como la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social también se ajusta a los objetivos, cabe prever que se cumplirá el déficit del 9,3% del PIB comprometido para 2010 (déficit del 11,1% en 2009).

Para 2011, el objetivo de la consolidación fiscal es el 6% del PIB, para lo cual se congelarán los salarios públicos y la mayor parte de las pensiones, sólo se cubrirá una décima parte de las bajas de personal y se recortarán drásticamente las inversiones. En las últimas semanas, el Gobierno ha adoptado nuevas medidas con incidencia presupuestaria, como el aumento de la fiscalidad sobre el tabaco y la reducción del impuesto sobre sociedades aplicado a determinado segmento de pequeñas y medianas empresas. Además, ha anunciado la privatización del ente de gestión de los aeropuertos, AENA, y del organismo gestor de las loterías del Estado, medidas que permitirán rebajar sustancialmente la deu-

da del Estado. Finalmente, la reforma del sistema de pensiones, que se concretará en enero de 2011, clarificará la solvencia de las cuentas públicas en el medio o largo plazo.

Por lo que se refiere a la evolución del sector privado no financiero –familias y empresas–, la clave está en la trayectoria de recuperación de la actividad. Las previsiones de crecimiento del PIB en 2011 efectuadas por la OCDE, la Comisión Europea y el consenso de analistas convergen con nuestro escenario del 0,7%. Se trata de una expansión inferior a la de los países de nuestro entorno, pero que estimamos compatible con una mejora del balance económico-financiero de dichos sectores. En cuanto al sector financiero, la consolidación del sector de las cajas de ahorros y el anuncio del Banco de España de ofrecer más información sobre el riesgo de las entidades permitirán reducir la incertidumbre y vencer los recelos levantados al respecto.

El ajuste fiscal y la mejora de la confianza deberán combinarse con un avance firme en el terreno de la competitividad exterior, elemento clave para afianzar la recuperación y reducir la elevada tasa de desempleo que pesa sobre la economía española. En este sentido, la reforma de la negociación colectiva, que se concretará en el primer trimestre de 2011, constituirá un factor determinante en el ajuste de la capacidad de competir de las empresas. Téngase en cuenta que en el periodo recesivo los costes laborales siguieron aumentando a tasas elevadas, pese al desplome de las ventas, la escalada del paro y las dificultades de liquidez de las empresas. La mejora de la competitividad, sin duda, constituirá el eje alrededor del cual girará la recuperación económica en los próximos años.

27 de diciembre de 2010

El Gobierno despliega nuevas medidas de política económica, como la reforma de las pensiones...

...o el anuncio de la reforma de la negociación colectiva, clave en la recuperación de la competitividad.

CRONOLOGÍA

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.
mayo	2 Los países de la zona euro aprueban la ayuda financiera a Grecia , que ascenderá a 110.000 millones de euros. 10 La Unión Europea adopta un Mecanismo Europeo de Estabilización dotado con 750.000 millones de euros, con participación del Fondo Monetario Internacional. 20 El Gobierno aprueba un Decreto-ley por el que se adoptan medidas extraordinarias para adelantar la reducción prevista del déficit público .
junio	17 El Consejo Europeo decide publicar los tests de estrés de los principales bancos europeos, la aplicación de un nuevo impuesto a los bancos y la mejora de las normas de disciplina presupuestaria y macroeconómica . 22 El Congreso de los Diputados convalida el Decreto-ley de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo propuesto por el Gobierno. 26 Un año después de la creación del FROB, el Banco de España considera prácticamente concluido el proceso de reestructuración de las cajas de ahorros en España. 27 El G-20 decide reducir a la mitad los déficits de las economías avanzadas en 2013.
julio	1 Aumenta el tipo de gravamen del IVA general, del 16% al 18%, y del reducido, del 7% al 8%. 9 El Gobierno aprueba la reforma de la Ley de Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros . 22 El Ministerio de Fomento concreta el recorte de la inversión en obra pública . 23 El Comité de Supervisores Bancarios Europeos publica los resultados de las pruebas de resistencia de los bancos europeos.
septiembre	9 El Congreso de los Diputados aprueba la reforma laboral . 24 El Gobierno aprueba el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2011 , que suponen un intenso ajuste destinado a reducir el déficit público. 29 Jornada de huelga general , convocada en contra de la reforma laboral.
octubre	20 Amplia remodelación del Gobierno de España .
noviembre	19 El Gobierno establece un calendario legislativo que incluye la reforma de las pensiones y de la negociación colectiva . 24 Irlanda presenta un plan de ajuste con severas medidas de recorte del déficit público a fin de recibir las ayudas financieras de la UE y del FMI.
diciembre	3 El Gobierno aprueba un paquete de medidas de política económica que incluye, entre otras, la privatización parcial de las Loterías y Apuestas del Estado y de la sociedad estatal AENA, así como el aumento de la fiscalidad sobre el tabaco. 16 El Consejo Europeo acuerda la creación de un Mecanismo de Estabilidad Financiera en 2013, que sustituirá al actual fondo de rescate, y la ampliación del capital del Banco Central Europeo.

AGENDA

Enero

- 4** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
- 5** Índice de producción industrial (noviembre).
- 13** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14** IPC (diciembre).
IPC armonizado de la UE (diciembre).
- 25** Precios industriales (diciembre).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27** Ventas minoristas (diciembre).
- 28** Encuesta de Población Activa (cuarto trimestre).
PIB de Estados Unidos (cuarto trimestre).
- 31** Balanza de pagos (noviembre).
Avance IPCA (enero).

Febrero

- 2** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 3** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 4** Índice de producción industrial (diciembre).
- 11** Avance del PIB trimestral (cuarto trimestre).
- 15** IPC (enero).
PIB de la UE (cuarto trimestre).
- 16** Contabilidad Nacional Trimestral (cuarto trimestre).
- 17** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 25** Precios industriales (enero).
- 28** Avance IPCA (febrero).
IPC armonizado de la UE (enero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos mejora sus perspectivas de crecimiento para 2011, con un avance esperado del 2,9%.

La mejora obedece a los estímulos públicos y al buen tono del consumo privado, pero la recuperación seguirá siendo modesta.

Estados Unidos: el Gobierno y la Fed impulsan el crecimiento

La economía estadounidense ve como mejoran sus perspectivas para 2011, aunque la elevada tasa de desempleo y el endeudamiento seguirán imponiendo un tono modesto a la recuperación. La razón de la mejora es doble. En primer lugar, los últimos indicadores de consumo e inversión han sido mejores de lo esperado, reflejando una ralentización en el proceso de desapalancamiento de los hogares. Al mismo tiempo, las políticas fiscal y monetaria han ido tomando un rumbo más expansivo del que se preveía a finales de verano. Así, mientras que la Fed sigue adelante con su segunda expansión cuantitativa, la Cámara de Representantes y el Se-

nado dieron luz verde a principios de diciembre a la extensión de los subsidios de desempleo, al mantenimiento de los recortes fiscales de la era Bush y a una rebaja en la fiscalidad de las nóminas. Todo un paquete de estímulos que alcanza un total de 858.000 millones de dólares, a repartir mayormente en 2011 y 2012.

Esta mejora de los indicadores privados y, en especial, el mayor monto de las ayudas públicas, hacen que nuestra previsión de crecimiento del producto interior bruto (PIB) para 2011 pase del 2,2% al 2,9%, con una segunda mitad de año en que los avances podrían superar el 3%, que es el umbral de crecimiento a partir del cual empieza a reducirse la tasa de paro. Pese a estos aires de mejora, la recuperación continuará

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	0,0	-2,6	0,2	2,4	3,0	3,2	-	...
Ventas al por menor	-1,0	-6,3	1,6	5,7	6,9	5,8	8,0	7,7
Confianza del consumidor (1)	58,0	45,2	51,0	51,7	58,2	50,9	49,9	54,1
Producción industrial	-3,3	-9,3	-3,8	2,7	7,4	6,8	5,5	5,4
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	54,6	58,2	58,8	55,4	56,9	56,6
Viviendas iniciadas	-32,9	-38,4	-14,8	16,5	12,2	0,4	0,9	-5,8
Tasa de paro (2)	5,8	9,3	10,0	9,7	9,7	9,6	9,6	9,8
Precios de consumo	3,8	-0,4	1,4	2,4	1,8	1,2	1,2	1,1
Balanza comercial (3)	-698,8	-374,9	-374,9	-398,9	-451,6	-486,6	-493,0	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	2,8	0,7	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	74,5	77,7	72,8	74,8	77,6	75,9	72,3	72,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

ESTADOS UNIDOS: LA RECUPERACIÓN DE LA VIVIENDA SE HA ESFUMADO

Valor del índice Case-Shiller del precio de la vivienda (*)



NOTA: (*) Serie desestacionalizada para el conjunto de las 20 áreas más significativas.
FUENTES: Standard & Poor's y elaboración propia.

La construcción sigue sin recuperarse mientras que la vivienda baja por tercer mes consecutivo.

El mayor lastre de la recuperación está en la persistencia de la alta tasa de paro, que sube al 9,8%.

dos viene a recordar la precariedad de la recuperación.

En el apartado de la vivienda, aquejada por problemas de sobreoferta, el sector seguirá claramente por detrás de empresarios y consumidores a lo largo de 2011. Las viviendas iniciadas de noviembre no mostraron mejoras relevantes y continuaron sumidas en niveles que son un tercio del promedio histórico anterior al reciente *boom* inmobiliario. Si bien las ventas se recuperan parcialmente del agujero en que cayeron después del fin de las ayudas públicas, esto se debe más a bajadas de precios que a una verdadera reactivación de la demanda. En este sentido, el índice *Case-Shiller* de la vivienda de segunda mano tuvo en septiembre el tercer mes consecutivo de retrocesos. Las bajadas de precios deberían continuar en la primera mitad de 2011 y, aunque el escenario central prevé que los descensos sean moderados, en el caso de que la destrucción de riqueza inmobiliaria fuera a más, podría haber efectos contractivos en el consumo privado.

El principal lastre de la economía estadounidense es el mercado de trabajo, cuya debilidad sigue alimentando la sobreoferta de viviendas vía las ejecuciones de hipotecas por impago. La tasa de paro se incrementó en noviembre del 9,6% al 9,8%, a causa de la incorporación al mercado laboral de trabajadores desanimados, mientras que la creación de empleo privado sigue siendo anémica. Si bien la mejora de las perspectivas de crecimiento hace que puedan vislumbrarse reducciones en la tasa de desempleo, es difícil que los descensos puedan llevarnos por debajo del 8,5% durante 2011. La lentitud de la recuperación hace que la proporción de parados de larga duración, un 41,9%, duplique el anterior máximo de 1982. En este sentido, sin la extensión del periodo de cobertura del desempleo, más de dos millones de hogares perderían el subsidio en el primer trimestre de 2011, con el consiguiente efecto contractivo para la demanda agregada.

La inflación, por su parte, sigue siendo extremadamente moderada, con un índi-

ESTADOS UNIDOS: UN PARO ELEVADO Y PERSISTENTE

Tasa de desempleo respecto a la población activa



FUENTES: Departamento de trabajo y elaboración propia.

ce general de precios al consumo (IPC) que avanzó un continuista 1,1% interanual en noviembre. El índice subyacente, que excluye los precios de energía y alimentación, subió un 0,8% interanual, más que el 0,6% de octubre y también por encima de las previsiones de los analistas. La inflación subyacente se ve presionada a la baja por la renovada disminución del precio de los bienes duraderos, que llevan acumulado un retroceso del 1,1% en los últimos tres meses, mientras que los alquileres de los inmuebles actúan en sentido contrario. Abundando en esta dirección, las mejores expectativas de crecimiento y la expansión cuantitativa de la Reserva Federal deberían alejarnos de forma paulatina del escenario deflacionista sin llevarnos, por ello, a tensiones de precios apreciables. Tal como indican los mercados de deuda, es difícil que los precios suban en 2011 y 2012 mucho más allá del 2%, dada la persistente baja utilización de la capacidad productiva de la economía estadounidense.

El sector exterior también se apuntó al conjunto de indicadores positivos en octubre. El déficit comercial de bienes y servicios fue de 38.714 millones de dólares, el nivel más bajo desde el pasado enero, cuando aún se estaba bajo los efectos de la crisis del comercio internacional. Lo más significativo del dato fue el buen comportamiento de las exportaciones, que tuvieron un repunte después de una ristra de meses de ralentización. Pero el repunte estuvo más centrado en la venta de materias primas, sujetas a mayores vaivenes, que en la exportación de manufacturas y bienes de capital, por lo que habrá que esperar a la confirmación de esta tendencia para ver si el sector exterior puede tener una contribución positiva al crecimiento durante 2011. Por otro lado, cabe esperar que la persistencia del déficit comercial y la política expansiva de la Fed sigan manteniendo un dólar relativamente débil.

El IPC sube un 1,1% y el IPC subyacente, con un 0,8%, abandona su mínimo histórico.

El déficit comercial mejora ostensiblemente gracias a las exportaciones.

Guerra de divisas: ¿Preludio de una guerra comercial?

A finales de septiembre, el ministro de Finanzas brasileño dio la alarma sobre una aparente «guerra de divisas». Desde entonces, las tensiones por la manipulación de determinados tipos de cambio han ido en aumento, agravadas por la decisión de la Reserva Federal de implementar una segunda expansión cuantitativa. Además de la volatilidad que generan y de su eventual repercusión más allá del mercado de divisas, preocupa la posibilidad de que dichos rifirrafes cambiarios acaben detonando una guerra comercial en toda regla.

En el ámbito económico, la incertidumbre en torno al tipo de cambio no es insustancial puesto que condiciona cualquier decisión que dependa, directa o indirectamente, de dicho valor. Con todo, si algún sector sufre especialmente los vaivenes en los mercados cambiarios éste es, sin duda, el sector exportador-importador. Cuando el tipo de cambio fluctúa, quienes participan en el intercambio de bienes y servicios con el exterior suelen verse obligados a actuar, ya sea ajustando el volumen y/o el precio de sus productos o bien reasignando sus recursos productivos. Por otro lado, empresas de entrada predispuestas a embarcarse en operaciones comerciales en el extranjero pueden desanimarse ante dicho riesgo cambiario o ante los costes de ajuste que acarrearía al materializarse.

Desde la adopción generalizada del sistema de tipo de cambio flexible en 1973, la relación entre la volatilidad en los mercados cambiarios y el volumen de comercio internacional ha despertado un enorme interés. Sin embargo, ni el análisis teórico ni los esfuerzos por cuantificar la magnitud de dicho impacto han logrado alcanzar un consenso. Respecto a la teoría, el presunto impacto negativo de la volatilidad cambiaria sobre el comercio depende de supuestos específicos, no generalizables, por lo que no existe una relación certera entre ambas variables. De hecho, se han planteado escenarios en los que una mayor volatilidad puede, incluso, ampliar el espectro de oportunidades de una empresa, espoleando su actividad comercial en el exterior.

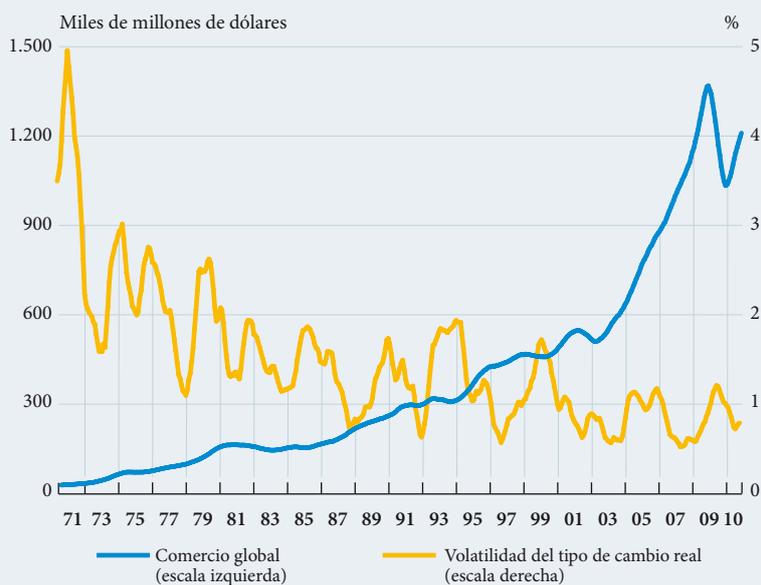
La ambigüedad de las predicciones teóricas refuerza la motivación del análisis empírico. Desafortunadamente, en este caso, los resultados tampoco son irrefutables e incluso, a veces, son contradictorios. Aun sin lograr un juicio concluyente, la mayoría de estimaciones apuntan a que una mayor volatilidad inhibe el avance del comercio y, si en algún punto se atisba consenso, es en la pequeña magnitud de dicho impacto. Uno de los estudios más citados, de Broda y Romalis (2003), estima que eliminar la volatilidad cambiaria conllevaría un aumento del comercio internacional de bienes manufacturados en torno del 5% y del comercio total en torno del 3%.

Así pues, desde el punto de vista del comercio, la volatilidad cambiaria no supone una preocupación mayor. Además, no sólo dicha volatilidad se ha reducido notoriamente en las tres últimas décadas (véase gráfico siguiente), sino que su impacto sobre el volumen de comercio se habría ido atenuando a medida que proliferaban instrumentos de cobertura del riesgo cambiario. Lo que sí preocupa, en cambio, es la posibilidad de que las contiendas internacionales en el mercado cambiario acaben desencadenando una guerra comercial.

No se trata de temores infundados, pues la experiencia de los años treinta sugiere que las disputas por el tipo de cambio pueden ser muy peligrosas por su capacidad de provocar presiones proteccionistas. Durante la Gran Depresión, los países aferrados al patrón oro y, por lo tanto, con menor capacidad para controlar su tipo de cambio, respondieron a la creciente pérdida de competitividad de sus monedas con una oleada de medidas proteccionistas. Ello provocó una espiral de represalias que acabó hundiendo el comercio internacional en su crisis más profunda y a la economía global en el pozo de la depresión.

LA VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO SE HA ATENUADO EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Comercio mundial y volatilidad del tipo de cambio (*)



NOTA: (*) Comercio calculado como el promedio de exportaciones e importaciones mundiales y la volatilidad del tipo de cambio como la desviación estándar de la primera diferencia del logaritmo natural del tipo de cambio en los 5 años precedentes, en medias móviles a 12 meses y en porcentaje.

FUENTES: FMI (International Financial Statistics y Direction of Trade Statistics) y elaboración propia.

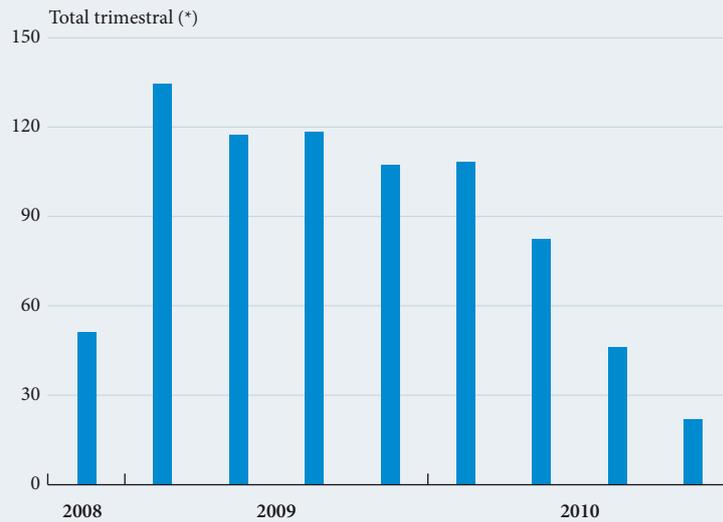
Todo apunta a que, en la crisis reciente, la influencia de un eventual repunte proteccionista pesó poco en el comportamiento del comercio internacional. Como ilustra el gráfico siguiente, tras un 2008 relativamente tranquilo, se produjo un rebote brusco de las medidas abiertamente manifiestas de proteccionismo en el 2009 pero, no sólo fue tardío, sino moderado y sin consecuencias notables. Según el Banco Mundial, menos del 2% del colapso comercial durante la crisis puede atribuirse a medidas proteccionistas. En los años treinta, en cambio, se atribuyó casi la mitad del hundimiento comercial.

Aunque, por ahora, los desacuerdos en los mercados cambiarios han tenido un efecto limitado sobre la toma de medidas discriminatorias, las tensiones siguen presentes en torno a tres focos: la reticencia de China a reevaluar el renminbi; la política monetaria de las economías más avanzadas y, en especial, de Estados Unidos, impulsando la afluencia de capital hacia otros destinos, mayoritariamente emergentes; y, por último, la reacción de dichos países ante la masiva entrada de capital extranjero y la consiguiente apreciación de sus monedas. Si la recuperación no mejora lo suficientemente rápido las condiciones económicas de los grandes países avanzados, dichas presiones proteccionistas, hasta ahora contenidas, pueden ir en aumento y, de materializarse, pueden conllevar daños económicos incalculables.

A corto plazo, el proteccionismo puede salvaguardar la capacidad productiva doméstica pero, a largo plazo, ejerce un impacto muy nocivo tanto sobre el comercio como sobre el crecimiento. El impacto de barreras formales sobre el comercio internacional se estima mucho más negativo que el de la volatilidad del tipo de cambio:

EL REPUNTE PROTECCIONISTA DURANTE LA CRISIS FUE TARDÍO Y MODERADO

Número de medidas proteccionistas implementadas



NOTA: (*) Datos para el 4.º trimestre de 2010, sólo hasta noviembre.
FUENTE: GTA Report, noviembre 2010.

varios estudios estiman que un aumento del 1% en aranceles puede conllevar una caída del comercio en torno al 10%.⁽¹⁾ La solución óptima a las tensiones existentes apela, pues, al reajuste gradual y coordinado de los desequilibrios globales, evitando, a toda costa, el proteccionismo. La historia nos ha enseñado que las actuaciones unilaterales en ese terreno son muy peligrosas y que una espiral proteccionista como la del siglo pasado podría abocarnos al abismo o, lo que es lo mismo, a otra Gran Depresión.

Tal y como apuntó la célebre economista británica Joan Robison: «que un socio comercial eche rocas en su puerto no es motivo suficiente para que uno eche rocas en el suyo». Aunque, para algunos, responder a una afrenta proteccionista con más proteccionismo parece lo justo, lo cierto es que no conduce a ningún sitio; igual que un buque varado en un puerto adoquinado.

(1) Véase, por ejemplo, Head and Ries (2001). AER

*Este recuadro ha sido elaborado por Marta Noguer
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Japón puede crecer por encima del 4% en 2010, pero 2011 será un año de ralentización.

Japón: una revisión al alza con muchas dudas

La economía japonesa revisó al alza su crecimiento y probablemente avanzará un 4,4% en el conjunto de 2010. La revisión de los tres primeros trimestres del

año estuvo centrada a partes iguales en el consumo privado, el consumo público y la inversión en equipo. Sin embargo, nuestra previsión de crecimiento para 2011 sigue por debajo del 2,0%. La revisión acentúa la importancia que han tenido los estímulos gubernamentales duran-

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	-1,2	-6,3	-1,8	5,5	3,5	5,0	-	...
Ventas al por menor	0,3	-2,3	-0,7	3,8	3,7	3,2	-0,2	...
Producción industrial	-3,4	-21,8	-5,1	27,1	21,1	12,9	5,8	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-2,8	-40,8	-24,0	-14,0	1,0	8,0	-	5,0
Viviendas iniciadas	2,5	-27,6	-20,7	-6,7	-1,1	13,9	6,6	...
Tasa de paro (2)	4,0	5,1	5,2	4,9	5,2	5,1	5,1	...
Precios de consumo	1,4	-1,4	-2,0	-1,1	-0,9	-0,8	0,2	...
Balanza comercial (3)	4,2	4,0	4,0	6,7	7,4	8,2	8,0	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	86,6	98,6	99,6	101,1	102,8	109,1	111,2	110,7

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.

te 2010 pero, en 2011, la economía japonesa se encontrará sin el rebote que han tenido las exportaciones en la primera mitad de 2010 y con un estímulo guber-

namental que debe ir a menos en una economía cuyas arcas públicas acumulan un endeudamiento superior al 200% del PIB.

JAPÓN: LA INDUSTRIA RECAE

Índice de producción industrial



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

JAPÓN: UN DURO FIN DE LOS ESTÍMULOS PARA EL AUTOMÓVIL

Ventas de automóviles. Variación interanual



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

La producción industrial suma su quinto mes de descensos.

Si las exportaciones han sido el auténtico motor del crecimiento en 2010, la balanza comercial de noviembre, según los datos de la contabilidad de aduanas, sigue proyectando un 2011 difícil. Pese al leve repunte de las ventas al exterior respecto a noviembre, las exportaciones siguieron ralentizando su avance hasta el 7,1% interanual, muy lejos de los ritmos superiores al 30% que caracterizaron la primera mitad de 2010. La descomposición por países también apunta en la misma dirección ya que las ventas al resto de Asia, que suponen más de la mitad del total y fueron las principales contribuyentes al repunte de 2010, son las que más se desaceleran. Por el lado importador, noviembre fue un mes de fuertes subidas fruto del empuje del consumo privado.

Abundando en esta tendencia de ralentización, la producción industrial, que en Japón tiene una fuerte correlación con la marcha de la economía, tuvo un significativo retroceso en octubre. La bajada acumulada en estos últimos cinco meses de descensos consecutivos es del 5,4%, con

un nivel resultante que está un 16,8% por debajo del de mayo de 2008, que marcó el inicio de la crisis. Por su parte, la inversión en equipo presenta un panorama algo más positivo, con unos pedidos de maquinaria destinados a la exportación que tuvieron cierto repunte en octubre.

Un ejemplo de la dificultad de la demanda privada para tomar el relevo de la ayudas públicas son las ventas de automóviles que, en noviembre, retrocedieron un 33,3% interanual por el efecto de base que supone comparar con el mismo periodo del año anterior, cuando estaban en vigor los incentivos a la compra de vehículos. El sector de la vivienda, por su parte, sigue sin dar señales de recuperación, con un precio del suelo para las seis ciudades más importantes que volvió a retroceder en el tercer trimestre, con una pérdida acumulada del 17,9% respecto al primer trimestre de 2008.

En el mercado laboral, la tasa de desempleo de octubre subió ligeramente hasta el 5,1%, mientras que los precios de octubre dieron una nota positiva, apuntando a que

El precio del suelo sigue descendiendo.

el final de la deflación podría ocurrir antes de lo que se esperaba. El IPC general subió un 0,2% interanual, lo que supone la primera variación positiva desde diciembre de 2008. También el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, parece apuntarse a esta tendencia positiva con un descenso interanual del 0,8%, claramente menos intenso que el 1,5% de septiembre. Sin embargo, habrá que esperar a la continuidad de este cambio de tendencia para confirmar esta aseveración ya que los precios de Tokio de noviembre, que son un indicador adelantado del IPC japonés, se estacaron después del repunte de octubre.

China: sobrecalentamiento y fuerte actividad

El nuevo repunte de la inflación –que en noviembre se situó en el 5,1% interanual– junto a la fortaleza de los indicadores coyunturales agravan los riesgos de sobrecalentamiento de la economía china y resaltan la necesidad de continuar restringiendo la política monetaria.

Ante las tensiones inflacionistas y el enérgico *momentum* del país, el banco central volvió a subir el coeficiente de caja –hasta

el 19% para los grandes bancos–. Este aumento, el séptimo de 2010 y el tercero en apenas un mes, forma parte del endurecimiento de las condiciones monetarias resaltadas por el ejecutivo durante la Conferencia Económica Central anual celebrada en diciembre. Además, se une a la subida en el tipo de interés del mes de octubre –desde el 5,31% al 5,56%–, al anuncio a mediados de junio de una mayor flexibilización del tipo de cambio frente al dólar y a las varias medidas destinadas a enfriar el sector inmobiliario, entre las que destacan las restricciones al crédito.

Pese a estas medidas correctoras, la inflación sigue marcando máximos, superando tanto las previsiones del consenso, como el objetivo marcado por el ejecutivo para el 2010 –del 3%–. Aunque, nuevamente, la trayectoria de los alimentos explica buena parte del comportamiento del índice de precios, el componente sin alimentos ha acelerado su ritmo. Ello ha obligado a las autoridades del país a subir el nivel objetivo para 2011, hasta el 4%.

Por su parte, los datos de actividad más recientes, correspondientes al mes de noviembre, no dejan entrever signos de mo-

Los precios suben un 0,2%, el primer incremento desde diciembre de 2008.

La inflación china se sitúa en el 5,1% interanual en noviembre y alcanza un nuevo máximo.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	9,6	9,1	11,3	11,9	10,3	9,6	-	-
Producción industrial	12,6	12,5	17,9	19,8	16,0	14,5	13,1	13,3
Producción eléctrica	6,7	6,8	24,3	22,6	17,8	11,8	6,7	6,8
Precios de consumo (*)	5,9	-0,7	0,6	2,2	2,9	3,5	4,4	5,1
Balanza comercial (**)	298	196	196	148	156	183	186	190
Tipo de interés de referencia (***)	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,56	5,56	5,56
Renminbi por dólar (*)	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7	6,7

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.

Se avivan las tensiones entre política monetaria y cambiaria.

deración. Así, la producción industrial avanzó un 13,3% interanual en términos reales, frente al 13,5% del tercer trimestre. Las ventas al por menor crecieron un 18,7% en términos nominales, en línea también al promedio del último trimestre. En el capítulo inversor, la inversión en activos fijos subió un robusto 24,9%, todavía sin exhibir la ralentización prevista a pesar de las medidas de enfriamiento al sector de la vivienda ya mencionadas.

Asimismo, el crecimiento del crédito tampoco ha mostrado la corrección deseada por las autoridades monetarias. La concesión de nuevos créditos en noviembre rozó los 564.000 millones de renminbi, situando el total del año en los 7,4 billones, y prácticamente garantizando la superación de los 7,5 billones anuales fijados por el banco central para 2010.

En este entorno, medidas monetarias más agresivas son necesarias. Por este motivo, a muchos sorprendió la inmovilidad del tipo de interés en la reunión del 13 de diciembre. Esta decisión ilustra la interrelación existente entre política monetaria y política cambiaria, y la creciente tensión acumulada entre ambas. Subidas en el tipo de interés

implican una mayor atracción de flujos de capital hacia China, lo cual tiende a apreciar el renminbi. Dicha presión apreciatoria entra en contradicción con el gradualismo con el que se desea mover el tipo de cambio.

Una mayor flexibilización de la moneda no solamente daría la posibilidad de desplegar una política monetaria independiente sino que también ayudaría a la corrección de los desequilibrios externos. En particular, y a pesar de la leve caída en noviembre, el superávit de la balanza comercial ha ido recuperando su vigor. Así, mientras el acumulado hasta agosto se situaba un 15% por debajo del valor de 2009, en noviembre éste ya sólo era un 3,7% menor que el registrado un año antes.

Brasil: Una caja de sorpresas

En el tercer trimestre, el PIB de Brasil volvió a sorprender al alza con un crecimiento del 6,8% interanual y un 0,5% respecto al trimestre anterior, por lo que está prácticamente garantizado un crecimiento anual en torno al 7,5% al cierre de 2010. Aunque, tal y como esperábamos, el ritmo de avance se moderó respecto a los dos trimestres

Tras crecer un 6,8% en el tercer trimestre, Brasil cerrará 2010 con un crecimiento en torno al 7,5%.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	5,2	-0,7	4,9	9,3	9,1	6,8	-	-
Producción industrial	2,9	-7,2	6,3	17,3	14,2	8,1	3,8	...
Confianza del consumidor (*)	140,4	138,3	154,2	158,1	154,6	159,5	154,5	159,3
Tasa de paro São Paulo (**)	13,0	12,8	11,8	12,4	13,2	12,1	10,9	...
Precios de consumo	5,7	4,9	4,2	4,9	5,1	4,6	5,2	5,6
Balanza comercial (***)	24,8	25,3	25,3	23,2	19,3	16,9	17,4	17,1
Tipo de interés SELIC (%)	11,25	11,25	8,75	8,75	10,25	10,75	10,75	10,75
Reales por dólar (*)	1,8	2,3	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

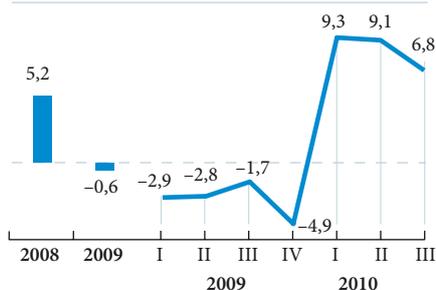
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

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

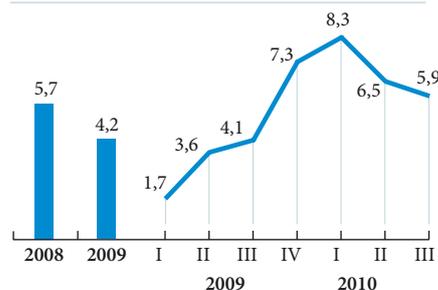
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

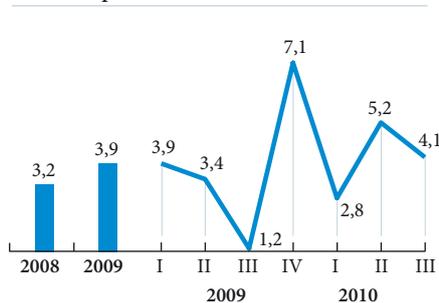
PIB



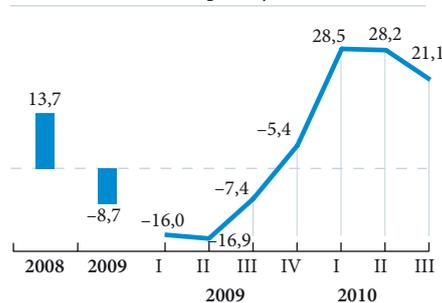
Consumo privado



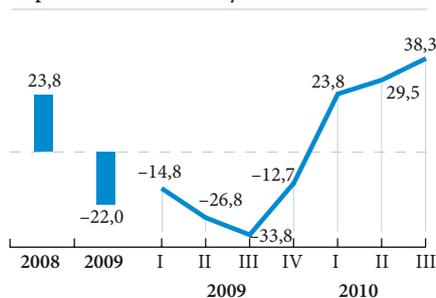
Consumo público



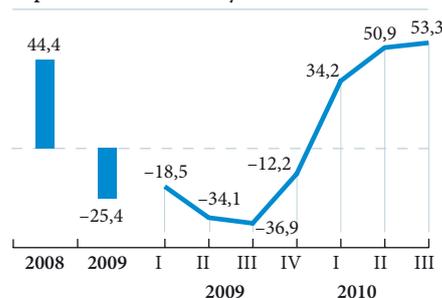
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

anteriores, se confirma la robustez de la recuperación brasileña y el carácter autóctono de sus motores.

Efectivamente, en el tercer trimestre de 2010, el gasto interno se reafirma como el puntal principal del crecimiento de Brasil: la inversión lidera la fuerza motriz con un avance interanual del 21,1%, seguida del consumo, privado y público, que avanzaron un 5,9% y un 4,1%, respectivamente. A pesar del renovado ímpetu de la exportación, que creció un 38,3%, el flanco exter-

no sigue restando al crecimiento, acusando la fortaleza del real y el persistente avance de las importaciones (un 53,3% en el tercer trimestre).

A pesar de la ralentización del avance, los indicadores avanzados siguen apuntando un crecimiento fuerte. Para empezar, la confianza del consumidor brasileño volvió a repuntar en noviembre y se mantiene en niveles históricamente elevados. Asimismo, las ventas minoristas crecieron un 8,8% interanual en octubre, respaldadas

El gasto interno sigue tirando del carro y el saldo por cuenta corriente deteriorándose.

Se mantienen los riesgos de sobrecalentamiento de la economía pero, de momento, no sube el tipo de referencia.

por la fortaleza del crédito y del mercado laboral, con una tasa de paro en mínimos históricos (10,9%).

Por el lado de la oferta, la producción industrial de octubre ralentizó su avance pero sigue al alza, con un aumento del 3,8% respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, el índice de gestores de compra (PMI) alcanzó su máximo valor en cinco meses y sigue en niveles indicativos de expansión, impulsado por el sector servicios y el repunte del indicador de manufacturas.

Ante dicho escenario, persisten los indicios de sobrecalentamiento de la economía brasileña. Aunque se espera una contención del avance de precios alimentarios en diciembre y ello debería conllevar una menor inflación respecto al mes anterior, el cómputo final para 2010 superará, sin duda, el objetivo del Banco Central de Brasil, del 4,5% (± 1)%. Por ello, aunque en su última reunión de política monetaria, y tras haber aumentado los requisitos de reserva y de capital la semana anterior, optaron por no

subir la tasa Selic, todo apunta a que se reanudará pronto la senda de subida de tipos.

Por su parte, el presidente más popular de la historia en Brasil se prepara para abandonar su silla presidencial. Sin embargo, a los pocos días de ceder el mando a su sucesora en el cargo, Dilma Roussef, Lula decidió dar una última sorpresa a sus conciudadanos: en cuatro años, podría volver a presentarse.

México: bueno para ti, bueno para mí

Las perspectivas de crecimiento económico en México mejoran sensiblemente ante el escenario que se ha ido esbozando en Estados Unidos en las últimas semanas. Al norte de Río Grande, los indicadores de tendencia evolucionan favorablemente, la Reserva Federal decidió implementar una segunda expansión cuantitativa y, probablemente, no mueva tipos hasta entrado 2012, y el Congreso aprobó un nuevo paquete de estímulos fiscales.

Las mejores perspectivas en Estados Unidos se trasladan a México.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010	
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	1,5	-6,1	-2,2	5,1	7,3	5,3	-	-
Producción industrial	-0,4	-7,0	-2,4	5,4	7,5	6,5	4,6	...
Confianza del consumidor (*)	92,2	80,5	78,4	81,5	84,9	89,2	89,2	88,5
Índice avanzado de actividad (*)	118,2	110,9	113,9	115,1	116,7	117,6	...	...
Tasa de paro general (**)	4,0	5,5	5,3	5,4	5,2	5,6	5,7	...
Precios de consumo	-11,8	0,0	4,0	4,8	4,0	3,7	4,0	4,3
Balanza comercial (***)	-17,3	-4,6	-4,6	-1,9	-2,4	-2,0	-3,0	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,50	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	10,6	14,2	13,1	12,3	12,8	12,6	12,3	12,5

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

Dado el fuerte vínculo entre la producción manufacturera en Estados Unidos y el ciclo económico en México y teniendo en cuenta la revisión retrospectiva de los datos de crecimiento del PIB, hemos revisado al alza las previsiones para la economía azteca tanto este año como en 2011. Al cierre de 2010, anticipamos un crecimiento en torno al 5,2% mientras que, para el próximo año, situamos el avance del PIB en el 3,8%.

Dada la progresiva moderación de las exportaciones en los últimos meses y el consiguiente deterioro del saldo comercial, la favorable ráfaga de vientos del norte ha sido muy oportuna. Con todo, el crecimiento de la economía azteca se va reequilibrando con el creciente brío de los sectores terciario y primario, hasta ahora eclipsados por el arranque de la industria. Ello refleja la paulatina reacción del gasto interno que, poco a poco, va recuperándose de los efectos de la crisis. El último dato de ventas minoristas también apunta en esa dirección, con un sólido avance del 0,67% en octubre respecto a septiembre y un 4,4% en relación al mismo mes del año anterior.

En los próximos meses, esperamos que la tendencia anterior se consolide, con una contribución al alza del gasto interno y un menor peso de la demanda externa. Por otra parte, la abundante liquidez global y el entorno macroeconómico relativamente favorable puede empujar el peso al alza, acelerando dicho reequilibrio y dando margen adicional a Banxico para mantener el tipo de interés de referencia intacto incluso hasta 2012 a pesar de que en 2010 la inflación superará su objetivo.

Petróleo y alimentos al alza

El precio del petróleo recuperó la tendencia alcista, superando la referencia de los 90 dólares. Así, entre el 19 de noviembre y el 20 de diciembre, el precio del crudo subió un sustancial 9,0% para situarse en los 91,81 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes), lo que supone un incremento del 18,0% en lo que llevamos de año.

La llegada de los rigores invernales y la escasez de existencias en Estados Unidos están detrás de la subida de diciembre. Sin embargo, el precio actual se sitúa por encima de los niveles confortables para la OPEP y es difícil que en los próximos meses continúe apreciándose. Arabia Saudita, el principal productor mundial, tiene suficiente con unos precios superiores a 74 dólares por barril para mantener los ingresos de sus finanzas públicas.

Las alzas también predominaron en el conjunto de las materias primas, con un índice *The Economist* que subió un 4,8% en el mes y que acumula una ganancia del 31,7% en lo que llevamos de año. Entre los metales, que mantuvieron las ganancias pasadas conservando la tendencia alcista, destaca la apreciación del 9,0% del cobre, afectado por serios problemas de oferta, mientras que el oro continuó cerca de máximos históricos. Pero fueron los alimentos los que presentaron las mayores alzas, capitaneados por el azúcar, que se apreció un rotundo 24,4%, y por el trigo, que subió un 14,9%. Esta subida del precio de los alimentos pone una presión adicional en las tensiones inflacionistas de algunas economías emergentes.

El gasto interno y los servicios evolucionan al alza.

El petróleo recobra la tendencia alcista y supera los 90 dólares por barril.

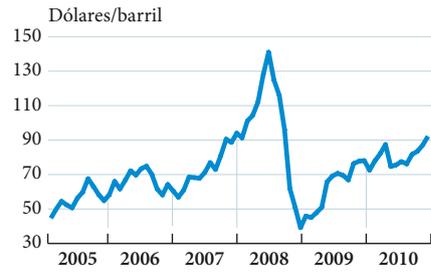
Los alimentos y el cobre lideran las ganancias del resto de materias primas.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

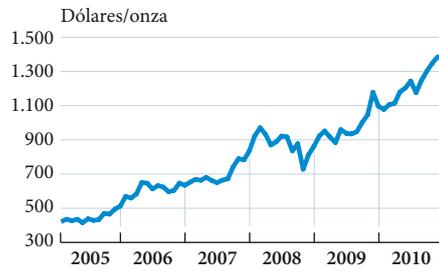
Índice «The Economist»



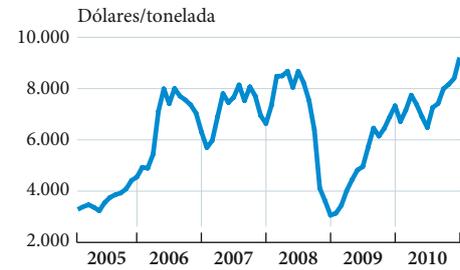
Petróleo Brent



Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 20 de diciembre).
FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Zona del euro: el crecimiento gana robustez

La economía de la eurozona siguió dando muestras de fortaleza en el último tramo del año. A pesar de los buenos datos de crecimiento del segundo y tercer trimestre, no hay síntomas de agotamiento, más bien lo contrario. De todas formas, siguen existiendo distintos factores que pueden hacer que la recuperación pierda fuelle en el corto plazo. En este sentido, las principales incógnitas para 2011 son el desenlace de la crisis de la deuda pública de los países periféricos y el efecto de los planes de contención fiscal.

De momento, todo ello hace que la incertidumbre se mantenga elevada, pero no consigue dañar el ritmo de crecimiento. La publicación del producto interior bruto (PIB) por componentes del tercer trimestre, de hecho, apunta a una senda de recuperación más robusta de lo esperado. Detrás del moderado avance del PIB, que se situó en el 0,4% en términos intertrimestrales, encontramos el crecimiento del consumo público y privado. Ambos sorprendieron positivamente. El consumo público, que avanzó un 0,4%, debería empezar a notar los efectos de los planes de contención fiscal, por lo que no esperamos que pueda mantener este ritmo de crecimiento en los próximos trimestres. En cambio, el consumo privado, que avanzó un 0,3% respecto al trimestre anterior, presenta una tendencia muy positiva: la tasa de crecimiento promedio de los últimos 4 trimestres es del 0,3%, sólo una décima por debajo del promedio histórico.

Esto es una muy buena noticia, pues una de las principales incógnitas del proceso de recuperación era el recorrido que el consumo privado podía tener en un contexto de despalancamiento generalizado. Además, los indicadores adelantados del cuarto trimestre nos permiten ser relativamente optimistas. Las ventas minoristas, por ejemplo, avanzaron un 0,5% en octubre en términos intermensuales. Asimismo, los datos de los meses anteriores fueron revisados substancialmente al alza con lo que la serie ha pasado de mostrarse estancada, a ofrecer una notable tendencia alcista. También la confianza del consumidor presenta una evolución positiva en el conjunto del cuarto trimestre, a pesar de que en el mes de diciembre ha sufrido un leve retroceso.

La resistencia del consumo se está llevando a cabo en un contexto laboral adverso. La tasa de paro se mantiene estancada en el 10,1% y sigue sin mostrar síntomas de mejora. La razón por la que el consumo del conjunto de la eurozona está consiguiendo estos buenos datos a pesar del entorno laboral lo encontramos, en buena parte, en la fuerte recuperación que está experimentando la economía alemana. El país germano parece que finalmente está tomado el liderazgo que durante tantos años se le había reclamado. En dicho país, además, la tasa de paro apenas aumentó durante los años de recesión, y ahora presenta una tendencia bajista que ya la ha situado en los niveles más bajos desde la reunificación.

El PIB crece un 0,4% en el tercer trimestre de 2010...

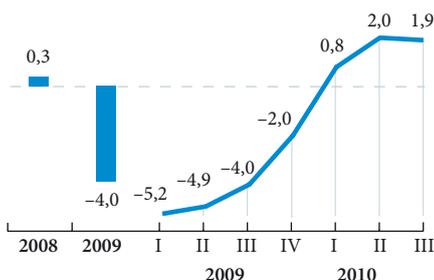
...impulsado por el consumo privado y público.

El consumo privado sigue creciendo a pesar del contexto laboral adverso.

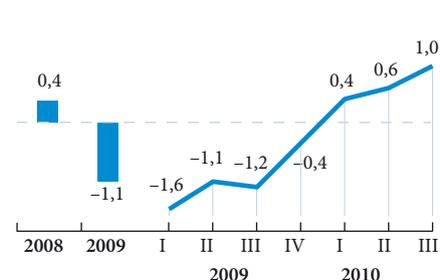
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

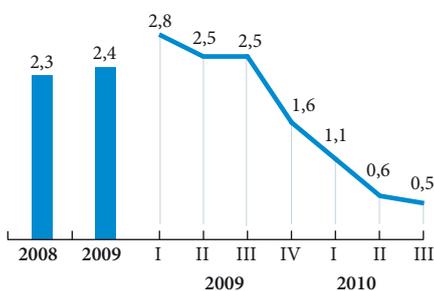
PIB



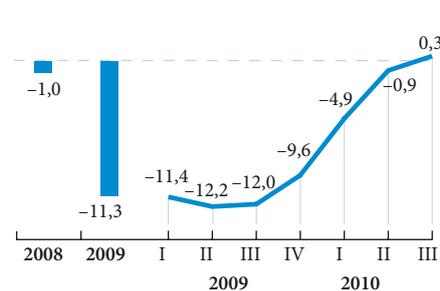
Consumo privado



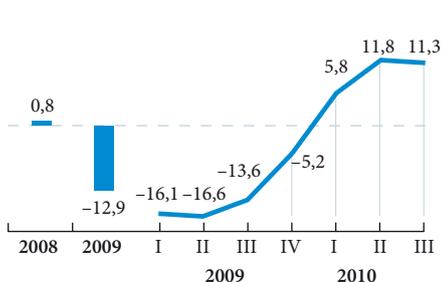
Consumo público



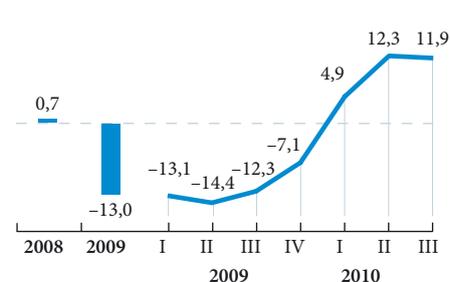
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

La inversión mantiene la tendencia positiva en el cuarto trimestre.

A diferencia del consumo privado, la inversión interrumpió su trayectoria positiva y apenas avanzó en términos intertrimestrales. Pero dada la naturaleza de la serie, que históricamente ha presentado una evolución más errática, el dato del tercer trimestre debemos leerlo conjuntamente con el del segundo trimestre, en el que sí presentó un importantísimo avance, del 1,7%. Además, todo apunta a que

en los últimos meses de 2010 la inversión recuperó la pujanza. Muestra de ello es la evolución del índice PMI de los gestores de compras, que tras un tercer trimestre con livianos retrocesos, volvió a recuperar el tono alcista. También el índice de producción industrial presentó una buena evolución, aunque en este caso sí que se observa una cierta ralentización del ritmo de avance.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,3	-4,0	-2,0	0,8	2,0	1,9	-	...
Ventas al por menor	-0,7	-2,4	-1,1	0,6	0,6	1,6	1,4	...
Confianza del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-17,0	-16,8	-16,7	-12,1	-10,9	-9,4
Producción industrial	-1,8	-14,9	-7,4	4,7	9,0	6,9	6,9	...
Sentimiento económico (1)	93,5	80,8	91,9	96,6	99,4	102,2	103,8	105,3
Tasa de paro (2)	7,5	9,4	9,9	9,9	10,0	10,0	10,1	...
Precios de consumo	3,3	0,3	0,4	1,1	1,5	1,7	1,9	1,9
Balanza comercial (3)	-1,2	-13,6	16,1	28,1	22,9	9,6	9,7	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,6	1,2	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	110,6	111,7	113,8	108,8	103,2	102,3	106,1	104,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

La evolución del sector exterior deparó menos sorpresas. Tanto las exportaciones como las importaciones siguieron presentando tasas de crecimiento notables. La recuperación del comercio a nivel global, y las perspectivas de una recuperación gradual del consumo y la inversión harán que el ritmo de avance de ambas series se mantenga en los próximos trimestres. Por lo tanto, difícilmente veremos grandes contribuciones del sector exterior al crecimiento del conjunto de la economía.

Lo que muy probablemente seguirá centrando toda la atención durante los próximos meses es la evolución de los llamados países periféricos. Tras la aprobación del fondo de rescate a Irlanda, se seguirá atentamente el efecto de las medidas adicionales que este país ha tomado para sanear su sector bancario y las cuentas públicas. También se seguirá con atención a Portugal y España, países a los que los inversores les siguen exigiendo importantes primas en las emisiones de deuda pública. De hecho, es probable que éstas se mantengan

en niveles elevados hasta que dichos países no muestren una tasa de crecimiento algo más robusta y no den muestras convincentes de su capacidad de reducir el déficit público.

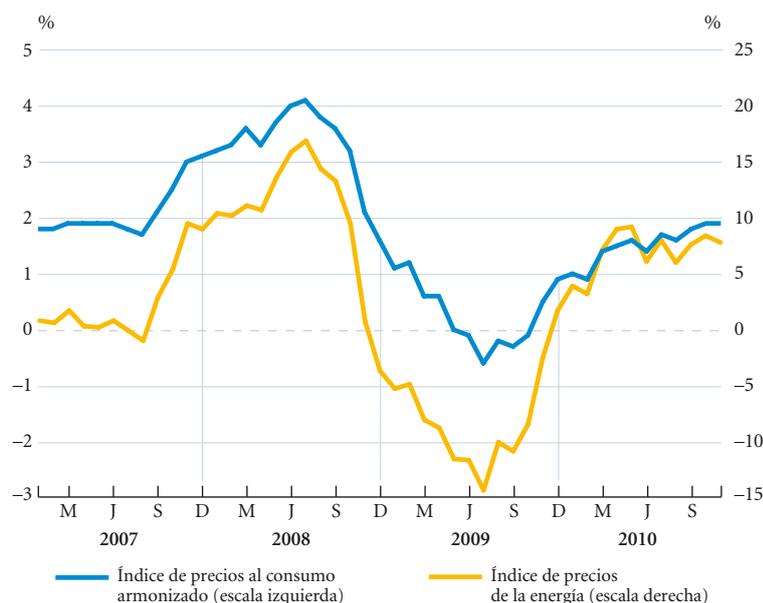
Ante este entorno, los jefes de estado de la Unión Europea siguen dando pasos para definir mejor el marco en el que los rescates deben llevarse a cabo. En diciembre cerraron un acuerdo para aprobar un mecanismo de rescate permanente de países de la Unión Europea y rubricaron una declaración firme de apoyo al euro. Este paso era imprescindible ya que el mecanismo que existe actualmente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, expiraba el 2013. Los detalles todavía no se han definido. De momento, para poder poner en funcionamiento el nuevo instrumento será necesaria una modificación del Tratado de Lisboa y, en los próximos meses, se concretará el papel que jugará el capital privado en posibles operaciones de salvamento, así como la condicionalidad de esa ayuda.

La resolución de la crisis de la deuda soberana es una prioridad.

Los jefes de estado de la Unión Europea aprueban un mecanismo de rescate permanente.

LA ENERGÍA APUNTALA LA INFLACIÓN

Tasa de variación interanual



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

La tasa de incremento de los precios de consumo, cerca del 2%.

El Banco Central Europeo (BCE) siempre ha subrayado la importancia de llevar a cabo estos pasos ya que ha visto cómo los bancos de las economías con más dificultades se hacían muy dependientes de las distintas facilidades de liquidez que ha puesto en marcha. Esta situación, según el BCE, era contraproducente, pues dichas medidas han sido diseñadas para ayudar al sistema financiero a superar turbulencias temporales que podrían afectar a la estabilidad de precios, pero no para solventar problemas estructurales. En este sentido, destaca la apelación al recurso del BCE que los bancos de Irlanda, Portugal y Grecia están haciendo, aunque es previsible que con las medidas tomadas se consiga moderar.

La inflación tampoco parece que pondrá la política del BCE en entredicho durante los próximos meses. En el mes de noviembre la variación interanual del índice de precios al consumo armonizado se situó en

el 1,9%, con lo que ya lleva tres meses cerca del 2%. Aunque podría mantenerse en estos valores en el corto plazo, todo apunta a que a lo largo de 2011 se situará cerca del 1,5%. De todas formas, deberemos seguir con atención la evolución del precio de las materias primas y de los alimentos. El repunte que han experimentado durante los últimos meses es, en parte, debido al fuerte ritmo de crecimiento de los países emergentes. Dado que se espera que éste se mantenga en los próximos años, la presión sobre los precios podría aumentar.

En definitiva, la eurozona empieza 2011 con la senda de crecimiento bien encarrilada y, en general, los indicadores de actividad y demanda nos permiten ser relativamente optimistas. De todas formas, es muy importante tener en cuenta los distintos riesgos que todavía acechan al proceso de recuperación. Si se superan, en 2012 se podrá recuperar la velocidad de crucero.

Alemania avanza hacia un crecimiento más equilibrado

Según la Comisión Europea, la economía alemana creció por encima del 3,5% el año pasado, convirtiéndose en el principal motor económico de la zona del euro durante 2010. Esta intensa recuperación, y la capacidad de mantener el déficit público en unos niveles moderados, han reforzado el liderazgo de la economía alemana en el seno de la Unión Europea, una gran responsabilidad en el momento actual de fuertes tensiones en los mercados de deuda pública europeos.

Todo parece indicar que la senda de crecimiento del producto interior bruto (PIB) se suavizará los próximos años. De todas formas, se esperan crecimientos cercanos al 2% interanual en 2011 y 2012, por encima de sus niveles potenciales. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido durante los últimos trimestres de 2009, se prevé un crecimiento económico menos dependiente del sector exterior. Este mayor equilibrio responde al dinamismo del consumo privado y la inversión, dos factores que se perfilan como los principales factores de crecimiento en el medio plazo.

El repunte del consumo privado responde a la buena situación del mercado laboral alemán, cuya tasa de desempleo se mantuvo en el 7,5% en noviembre, muy cerca del mínimo alcanzado en 1992. Además, las buenas expectativas respecto a la ocupación futura elevaron la confianza de los consumidores hasta un nuevo máximo histórico en diciembre. Por consiguiente, se estima un buen ritmo de crecimiento de las ventas minoristas durante los próximos meses y se espera que alcancen niveles similares a los registrados antes de la recesión. La paulatina recuperación del crédito también jugará un papel importante en la evolución del consumo.

Este mayor consumo de los hogares contribuirá a que el crecimiento de las importaciones se sitúe en niveles elevados. Los últimos datos disponibles del mes de octubre muestran un crecimiento de las importaciones del 23,0% interanual, dos décimas superior al de las exportaciones. Además, la recuperación más lenta de lo esperado de algunos países europeos, en particular de las economías periféricas, podría reducir la senda de crecimiento de las exportaciones germanas en 2011. Como consecuencia, la contribución al crecimiento de la demanda

La Comisión Europea estima un crecimiento del PIB alemán del 3,5% intertrimestral en 2010.

La mejora del mercado laboral fortalece el consumo privado.

La contribución del sector exterior germano será muy reducida en 2011.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009		2010			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,7	-4,7	-2,0	2,1	3,9	3,9	-	...
Ventas al por menor	0,0	-2,9	-2,4	1,0	0,5	2,8	1,3	...
Producción industrial	-0,1	-15,5	-8,0	6,1	12,2	9,9	11,7	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	93,4	96,5	101,8	106,6	107,7	109,3
Tasa de paro (**)	7,8	8,2	8,2	8,1	7,7	7,6	7,5	7,5
Precios de consumo	2,6	0,4	0,4	0,7	1,0	1,2	1,3	1,5
Balanza comercial (***)	195,2	142,8	133,1	143,1	149,7	149,1	154,8	...

NOTAS: (*) Valor.

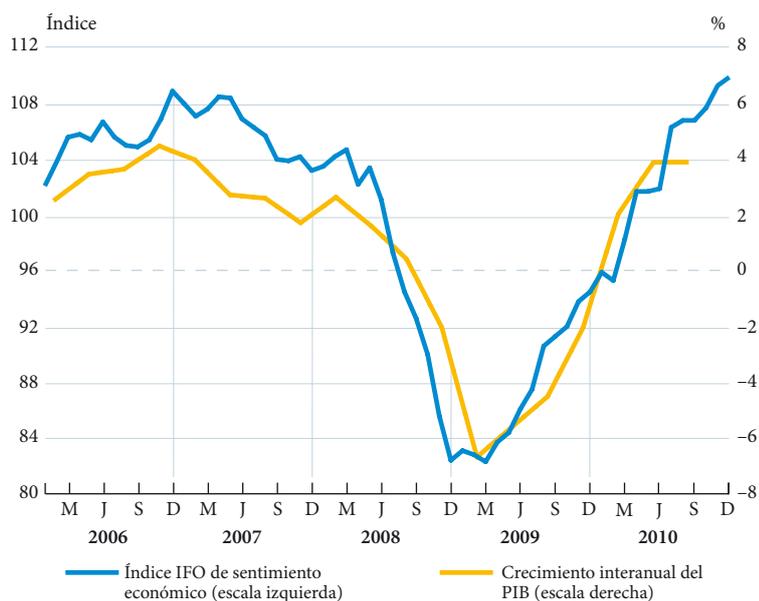
(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

LA CONFIANZA EMPRESARIAL ANTICIPA UN REPUNTE DEL PIB A FINALES DE 2010

Índice IFO (mensual) y variación interanual del PIB (datos trimestrales)



FUENTES: Instituto de Estadística alemán e IFO.

La utilización de la capacidad productiva vuelve a los niveles anteriores a la crisis.

exterior se situará en niveles cercanos a cero. Ello comportará una reducción del superávit por cuenta corriente, hasta el 4,6% del PIB en 2011 según la Comisión Europea, tres puntos porcentuales por debajo del máximo de 2007.

Por el lado de la oferta, el análisis de los indicadores de actividad muestra un nuevo incremento de la producción industrial en octubre, del 2,9% intermensual. A su vez, la mayor demanda doméstica y de los países terceros elevaron los pedidos industriales, que crecieron un 1,6% en el mismo periodo. Esta mayor actividad se traducirá en nuevos incrementos de la inversión durante los próximos meses, fruto de la elevada utilización de la capacidad productiva que alcanzó, en diciembre, niveles próximos a su media histórica.

Ante este contexto, el índice IFO de sentimiento empresarial alcanzó un nuevo máximo histórico en el mes de diciembre. El repunte de este indicador, que como se observa en el gráfico siguiente refleja el

pulso económico general del país, anticipa un nuevo aumento del crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, en línea con las estimaciones de los principales organismos internacionales.

Esta mejora de la economía alemana a lo largo de 2010 y la contención del gasto permitieron al ejecutivo alemán mantener el déficit público en un nivel moderado, del 3,7% del PIB según las estimaciones de la Comisión Europea. El mismo organismo sitúa los déficits de 2011 y 2012 en el 2,7% y el 1,8% del PIB respectivamente.

A pesar de estas buenas perspectivas económicas para los próximos años, las encuestas muestran que los dos partidos que forman el gobierno de coalición alemán no podrían reeditar su mayoría. Un dato significativo si se tiene en cuenta que en 2011 se celebrarán elecciones en seis de los dieciséis estados que forman el país. Unos malos resultados debilitarían el liderazgo de la canciller Angela Merkel, tanto fuera como dentro de las fronteras germanas.

El déficit público se situará por debajo del 3% en 2011.

El crecimiento de la economía francesa mantiene el tipo

La economía francesa continúa nutriéndose del consumo de los hogares y gracias a ello se espera que avance a buen ritmo durante el último trimestre de 2010. Así, el consumo de las familias aumentó un 2,8% en noviembre y se colocó en un nivel históricamente elevado. Otras variables, como la mejora de la confianza del consumidor y el incremento de las matriculaciones en el mes de noviembre, también apuntan a que esta partida será el pilar fuerte del crecimiento del PIB galo. Asimismo, el aumento del total de asalariados, un 0,4% interanual en el tercer trimestre de 2010, facilitará que el consumo mantenga esta fortaleza.

Por lo que respecta a los otros componentes de la demanda interna, se espera que el papel del gasto público sea menor en los próximos meses dada la voluntad del Gobierno de ajustar el presupuesto. En cuanto a la inversión, los datos indican que ésta va a contribuir positivamente a la recuperación de la economía ya que el índice de utilización de la capacidad productiva continuó su senda de crecimiento en noviembre, aunque se mantuvo todavía por debajo de su promedio de largo plazo. Además, cabe señalar que algunas de las

reformas llevadas a cabo por el Gobierno galo desde el inicio de la crisis están orientadas precisamente a dar un impulso a la inversión, como la reforma sobre el impuesto de la actividad local (*taxe professionnelle*) y la creación del *Fonds Stratégique d'Investissement*. Tras varios meses, estas medidas deberían ser más efectivas.

En este contexto de reformas estructurales para dinamizar la actividad económica, destaca también la creación del régimen especial del *auto-entrepreneur*, efectivo desde enero de 2009. Este programa busca facilitar la creación de empresas, ya que permite que mientras no haya facturación no se paguen las cuotas a la seguridad social. Los datos otorgan una valoración positiva porque en el periodo enero-septiembre de 2010 se crearon 470.000 empresas, una cifra récord.

Por parte de la demanda externa, no está previsto que las ventas al exterior participen intensamente en la reactivación de la economía gala, al menos en el corto plazo. No obstante, el hecho de que algunos indicadores internacionales muestren un cierto avance en la competitividad francesa como, por ejemplo, el *World Bank Doing Business* o el *World Economic Forum Global Competitiveness Index*, nos permite ser moderadamente optimistas.

Fuerte subida del consumo de las familias galas en noviembre.

El Banco de Francia prevé un avance del 0,6% durante el último trimestre de 2010.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,1	-2,5	-0,5	1,1	1,6	1,8	-	...
Consumo de los hogares	-0,3	0,8	4,1	1,8	0,4	1,6	-0,3	1,5
Producción industrial	-2,7	-12,3	-4,9	5,3	7,5	5,3	4,7	...
Tasa de paro (*)	7,8	9,5	9,9	9,9	9,8	9,9	9,8	...
Precios de consumo	2,8	0,1	0,4	1,3	1,6	1,5	1,6	1,6
Balanza comercial (**)	-50,3	-49,0	-41,9	-42,9	-45,1	-49,7	-50,8	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La Comisión Europea prevé un crecimiento del PIB del 1,1% interanual en 2011.

Por el lado de la oferta, las perspectivas son favorables, como pone de manifiesto el buen comportamiento de las encuestas empresariales publicadas en el informe de coyuntura del Banco de Francia del pasado día 8 de diciembre. A partir de diversos indicadores de oferta, este organismo prevé un crecimiento del 0,6% en el cuarto trimestre con respecto al trimestre anterior. Esta tasa supera en una décima la estimación del informe del mes anterior y apunta a que el crecimiento de Francia mantendrá el buen tono.

El nuevo año presenta importantes retos para la economía italiana

La economía italiana arranca el nuevo curso con el importante reto de fortalecer el crecimiento iniciado durante el año anterior. Sin embargo, la Comisión Europea prevé un incremento del PIB del 1,1% interanual en 2011, igual al estimado para el año pasado, un ritmo menor al esperado para el conjunto de la zona del euro. De hecho, esta ralentización de la senda de crecimiento ya empezó a perfilarse en el tercer trimestre, cuando la contribución negativa del sector exterior y del consumo público redujeron el crecimiento intertrimestral en dos décimas, hasta el 0,3%.

Los indicadores de mayor frecuencia también apuntan hacia este menor dinamismo de la economía transalpina en el cuarto trimestre. Así, por el lado de la oferta, la producción industrial se mantuvo prácticamente estancada en octubre, con una reducción del 0,1% intermensual. La lenta recuperación de la confianza industrial y de la utilización de la capacidad productiva augura incrementos de la inversión en los próximos trimestres inferiores al del verano pasado, del 0,9% intertrimestral. Además, a diferencia de la primera mitad del año, el sector exterior dejará de contribuir al crecimiento. Así, el déficit comercial volvió a incrementarse en octubre respecto al mismo mes de 2009, manteniendo la tendencia iniciada en los meses anteriores.

De todas formas, se espera que el consumo privado siga contribuyendo positivamente al crecimiento durante los próximos trimestres. El avance paulatino de la confianza del consumidor, impulsada por la mejora de las perspectivas laborales, permite prever incrementos de las ventas minoristas durante los próximos meses. Este mayor consumo, junto al aumento del precio del petróleo, mantendrá la senda creciente de la inflación, que en noviembre se situó en el 1,7%, su nivel máximo desde 2008.

El consumo privado mantendrá su contribución positiva al crecimiento.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	-1,3	-5,1	-2,8	0,5	1,3	1,1	-	...
Ventas al por menor	-0,3	-1,6	-0,6	-0,3	-0,2	0,7	...	...
Producción industrial	-3,8	-18,2	-9,0	3,5	7,9	6,3	3,3	...
Tasa de paro (*)	6,7	7,8	8,3	8,4	8,5	...	-	...
Precios de consumo	3,3	0,8	0,7	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7
Balanza comercial (**)	-10,0	-10,2	-6,6	-7,7	-13,2	-19,1	-22,3	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Pero, sin duda, entre los principales retos que deberá afrontar la economía transalpina durante este nuevo año se encuentra el saneamiento de sus cuentas públicas. Así, pese a mantener el déficit público alrededor del 5% del PIB los dos últimos años, la deuda pública italiana equivalía al 118,9% del PIB en 2010 según estimaciones de la Comisión Europea. Ante este elevado endeudamiento, el ejecutivo italiano aprobó, en diciembre, el plan de austeridad anunciado durante el verano pasado para reducir el déficit en 25.000 millones de euros en los dos próximos años. Estas medidas permitirían mantener los costes de financiación de la deuda pública en niveles sostenibles, suavizando los posibles efectos adversos provocados por la inestabilidad de su Gobierno.

El Reino Unido inicia el año nuevo sumergido en un fuerte plan de austeridad

El ritmo de avance de la economía británica en el segundo y tercer trimestre de 2010 resultó mejor de lo previsto. No obstante, las expectativas son que la economía del Reino Unido continúe su recuperación con menos intensidad. Ello se debe al severo ajuste fiscal planeado por el Gobierno y a que una parte importante del crecimiento durante el semestre pasado fue probablemente un adelanto en el ajuste de existencias por parte de las empresas.

En efecto, el Office for Budget Responsibility, un organismo independiente encargado de realizar las previsiones de la economía sobre las cuales se basan los presupuestos, anunció el pasado 29 de noviembre un crecimiento interanual de 1,8% en 2010 y de 2,1% en 2011. Ello supone una mejora en la tasa para este año con respecto a la estimación del mes de junio, pero también un retroceso de dos décimas en la cifra prevista para el próximo periodo. Sin embargo,

otros organismos consideran que estas perspectivas de crecimiento son demasiado optimistas ya que otorgan un peso muy elevado al comercio exterior y a la inversión.

Los principales indicadores de los últimos meses dejan intuir que habrá una muy ligera desaceleración en el progreso de la actividad económica del Reino Unido en el último trimestre del año. Así, desde el lado de la oferta, la producción industrial retrocedió un 0,2% en octubre, por lo que el ritmo de crecimiento interanual descendió cinco décimas hasta el 3,3%. Por su parte, los índices de confianza industrial y de servicios mostraron resultados bastante erráticos. A partir de estos indicadores, el National Institute of Economic and Social Research estima que la economía británica aumentó un 0,6% en los tres meses hasta noviembre, lo que denota un ritmo de crecimiento muy próximo al 0,7% registrado en el tercer trimestre, apenas una décima inferior.

Por otra parte, las variables de demanda también son bastante favorables para el último trimestre del año ya que el consumo de los hogares aumentó un 0,3% en noviembre, situando la tasa interanual en el 1,1%. Es posible también que las ventas en diciembre aumenten si las familias anticipan sus compras dada la subida del IVA del 17,5% al 20% en enero de 2011.

Con respecto a la inversión, ésta se derrumbó cerca de un 20% durante la recesión por el encarecimiento y las restricciones del crédito, y por la incertidumbre de las empresas. Según las encuestas, las perspectivas para esta partida son más favorables ya que los datos muestran que la situación de las empresas está bastante saneada y las condiciones crediticias están mejorando. No obstante, existe todavía una infrautilización de su capacidad de producción y ello podría frenar su voluntad de inversión.

La reducción de la deuda pública italiana se convierte en una prioridad.

El Office for Budget Responsibility prevé un crecimiento del 2,1% en 2011 en la economía británica.

Las perspectivas de crecimiento para el último trimestre del 2010 son buenas...

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009			2010		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	-0,1	-4,9	-2,8	-0,3	1,6	2,7	-	...
Ventas al por menor	1,7	1,0	2,5	-0,1	0,8	0,8	0,4	1,1
Producción industrial	-3,1	-10,1	-5,9	0,2	1,5	3,2	3,3	...
Tasa de paro (1)	2,8	4,7	5,0	4,9	4,6	4,5	4,5	4,5
Precios de consumo	3,6	2,1	2,1	3,2	3,4	3,1	3,2	3,3
Balanza comercial (2)	-93,6	-86,8	-82,4	-83,0	-85,0	-90,3	-93,3	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	5,5	1,2	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	97,6	73,9	79,1	80,4	78,2	81,5	79,3	79,9

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.

...pero habrá una desaceleración en 2011.

En Europa emergente, el notable empuje de la actividad en el tercer trimestre...

...y el buen tono en la eurozona justifican revisar al alza el crecimiento previsto para 2011.

En cuanto a la contribución del sector exterior a la recuperación, por el momento ha sido decepcionante, a pesar de que la libra ha perdido más de un cuarto de su valor desde agosto de 2007. Esta depreciación de la moneda debería hacer más atractivas las ventas al exterior y facilitar la competencia con respecto a los productos de importación. Por ejemplo, los costes laborales unitarios en el Reino Unido son ahora más de un 25% inferiores con respecto al inicio de la recesión. De este modo, el sector exterior debería tomar un mayor impulso en los próximos meses. En efecto, si bien las cifras muestran un comportamiento débil de las exportaciones en servicios financieros, las encuestas apuntan a un incremento notable de los pedidos para la exportación de bienes de manufactura.

En definitiva, tras la sorpresa gratificante del buen tono de avance del PIB en el último semestre del 2010, el crecimiento del año próximo podría ser algo más débil que lo previsto si la implementación de las medidas de ajuste aplaca el consumo interno.

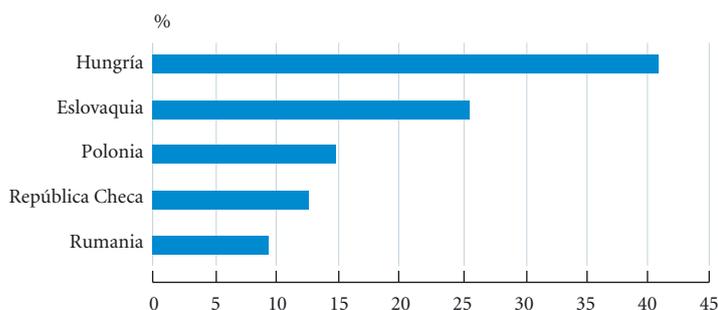
Europa emergente: consolidando la expansión

Con la publicación de los datos de contabilidad nacional del tercer trimestre de Polonia se cierra una ronda de resultados globalmente excelentes en materia de crecimiento. De las economías que reseñamos habitualmente en estas páginas, sólo Rumania ha experimentado un retroceso del 0,7% en tasa intertrimestral, mientras que las restantes (Polonia, Hungría, la República Checa y Eslovaquia) han registrado avances del orden del 1% intertrimestral. En estas cuatro economías estos registros baten las previsiones que se manejaban. Este hecho, junto con los indicadores coyunturales que se conocen del cuarto trimestre, sugiere que el empuje de la actividad está aumentando.

Además de su dinamismo, la composición del crecimiento también reviste tintes positivos. Sin obviar que la demanda externa continúa siendo un motor de la recuperación clave, la demanda interna empieza a recuperarse en dichos países. Así, unos datos más positivos de lo espera-

LOS CONSUMIDORES RECUPERAN SU OPTIMISMO

Diferencial entre el valor actual y el mínimo del índice confianza del consumidor



FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

do en materia de comportamiento de la inversión (y en ciertos casos, también del consumo) en el tercer trimestre, se suman a tendencias igualmente alcistas de los indicadores de consumo del cuarto trimestre. Parece, por tanto, que la consolidación de la expansión se está concretando con mayor vigor de lo esperado y con una aportación interna más apreciable de lo previsto.

Todo ello, junto con la evidencia de que Alemania y otros mercados fundamentales de la eurozona están registrando buenos ritmos de actividad, justifica una moderada revisión al alza de las previsiones de crecimiento que manteníamos para 2011. Aunque no se trata de un cambio sustancial si se considera la región en su conjunto, sí que reviste cierta importancia en el caso de la principal economía de la zona, Polonia, para la que esperamos un avance del PIB del 3,9% en 2011, frente al 3,4% de nuestra previsión anterior.

¿Cuál es la principal amenaza para la realización de estos buenos pronósticos en materia de crecimiento en 2011? La situación presupuestaria. Aunque la borrasca fiscal que asola las economías periféricas de la eurozona apenas ha provocado una leve marejadilla en Europa emergente, se trata de una cuestión que requiere de continuada atención, vista la sensibilidad de

los inversores internacionales en este ámbito. Hasta la fecha, la evolución de los indicadores de riesgo-país sugiere que la atención financiera se ha centrado en Hungría y Polonia, y nada apunta a que en 2011 esta fuente de riesgo se cierre totalmente.

En el primer caso, el de la economía magiar, la preocupación fundamental deriva de las medidas heterodoxas que el país está emprendiendo para controlar el déficit público, basadas en aumentos de la recaudación fiscal mediante la aplicación de tasas a sectores concretos (banca, cadenas comerciales y energía y telecomunicaciones, fundamentalmente) y en la progresiva eliminación del pilar privado del sistema de pensiones. Dicha preocupación se ha expresado explícitamente tanto a nivel interno como internacional.

En el ámbito nacional, el banco central del país decidió aumentar en dos ocasiones, en noviembre y diciembre, el tipo de referencia, que ha pasado del 5,25% al 5,75%. La decisión, que tomó por sorpresa a los analistas e inversores, que no esperaban un tensionamiento de tipos hasta bien avanzado 2011, la justificó el banco central como una medida preventiva contra la inflación, dada la insuficiente contención de la política fiscal. Poco después, la agencia Moody's rebajó en dos niveles la calificación crediticia de la deuda soberana-

La evolución presupuestaria, foco de atención en el caso de Hungría y, en menor grado, Polonia.

Rebaja del *rating* de la deuda soberana y aumento del tipo de interés en Hungría.

na del país. Aunque se mantiene todavía un nivel por encima del grado de inversión, se trata de un serio aviso sobre la manera en que se está conduciendo la consolidación fiscal.

El segundo país que ha registrado cierto impacto de la crisis de la deuda irlandesa ha sido Polonia. Aún sin revestir excesiva intensidad, se trata de un recordatorio de que la trayectoria presupuestaria del país podría ser sensiblemente mejor. Hasta la fecha, la evolución de Polonia en materia fiscal ha fiado los esfuerzos de contención a la buena evolución cíclica de ingresos y gastos. No obstante, incluso en el caso de la única economía de la Unión Europea que nunca cayó en recesión en la reciente crisis, el aumento de la deuda pública no se ha detenido en los últimos ejercicios.

Las previsiones para 2011 contenidas en el Programa de Estabilidad y Crecimiento polaco anotan una cifra de deuda pública equivalente al 55,6% del PIB. Cabe recordar que si dicha magnitud superase el umbral del 55% del PIB, el ejecutivo está obligado constitucionalmente a realizar recortes del gasto. En un intento de controlar esta evolución creciente de la deuda, Polonia ha negociado y ha visto reconocida por la Comisión Europea que el coste para reformar su sistema de pensiones se tome en consideración en los cálculos de déficit y deuda públicos excesivo. Ello contribuirá a contener un tanto la tendencia al crecimiento de los desequilibrios públicos. Con todo, persiste la sensación de que se está difiriendo en el tiempo un esfuerzo que tarde o temprano se deberá acometer. Ello mantiene abierto un frente de riesgo financiero, menor pero no negligible.

¿Qué tipos de cambio están lejos de su equilibrio?

Los últimos meses han estado cargados de recriminaciones por las intervenciones de algunos países en los mercados de divisas. Una mayoría acusa a las autoridades chinas de manipular el tipo de cambio del renminbi, manteniéndolo artificialmente bajo. China responde que la posible infravaloración no es excesiva y que, de hecho, está corrigiéndose. Además, alega que otros países, como Brasil, también intervienen en el mercado de divisas para frenar la apreciación de sus monedas. Brasil, por su parte, ha defendido su intervención para evitar un encarecimiento del real, que ya consideran sobrevalorado. ¿Quién tiene razón? Desafortunadamente, estimar si una moneda está infravalorada o sobrevalorada, y en qué magnitud, no es sencillo. Existen varias metodologías y sus conclusiones no siempre son del todo coincidentes.

El tipo de cambio de equilibrio, el precio justo de una moneda, no es directamente observable. Se trata de un concepto teórico. En principio, es aquel tipo de cambio que permitiría a una economía alcanzar un equilibrio tanto interno como externo en un plazo de tiempo razonable (por ejemplo, en un plazo de cuatro años). Por equilibrio interno puede entenderse que el nivel de actividad coincida con el potencial de la economía en cuestión y que la tasa de paro se establezca en un nivel que no provoque presiones inflacionistas. Un tipo de cambio de equilibrio contribuye pues a que una economía no se sobrecaliente pero a que tampoco permanezca demasiado fría –debe ayudar a conseguir la temperatura justa.

Por equilibrio externo entendemos que el saldo comercial (o, más estrictamente, el saldo por cuenta corriente) sea consistente con los fundamentos demográficos y económicos de la economía en cuestión. Este saldo, por supuesto, debe garantizar que la dinámica de la deuda externa del país sea sostenible. El tipo de cambio de equilibrio debe ayudar a que la economía sea lo suficientemente competitiva en los mercados internacionales, pero no excesiva-

COMPARACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE CAMBIO DE EQUILIBRIO FRENTE AL DÓLAR Y LOS VIGENTES EN DICIEMBRE DE 2010 (*)

País	Divisas por dólar excepto cuando se indica		Sobrevaloración (-) / infravaloración (+)
	Tipo de cambio de equilibrio	Tipo de cambio diciembre 2010	
Australia (**)	0,81	0,98	-17,5
Brasil	1,85	1,70	-8,3
Canadá	1,03	1,01	-2,1
China	5,57	6,66	19,6
República Checa	19,80	18,93	-4,4
Área Euro (**)	1,31	1,33	-1,2
Hong Kong	6,36	7,77	22,2
Hungría	214	209	-2,2
India	44,10	48,26	9,4
Indonesia	8.178	9.022	10,3
Japón	84,00	83,68	-0,4
Corea	1.077	1.145	6,3
Malasia	2,54	3,14	23,7
México	12,80	12,41	-3,0
Polonia	3,14	3,02	-3,8
Singapur	0,98	1,31	33,6
Sudáfrica	8,55	6,88	-19,5
Suiza	0,97	0,98	1,0
Taiwán	26,40	30,13	14,1
Tailandia	29,40	30,02	2,1
Turquía	1,70	1,50	-12,0
Reino Unido (**)	1,52	1,57	-3,2

NOTAS: (*) Los tipos de cambio de equilibrio provienen de Cline y Williamson (2010).

Los tipos de cambio de diciembre son el promedio entre el día 1 y 20 del mes.

(**) Tipo de cambio expresado en dólares por unidad monetaria.

FUENTES: Cline y Williamson (véase cita en el texto) y elaboración propia.

mente. Si un tipo de cambio da una ventaja de competitividad a una economía, por definición pone en desventaja a otras. Ese tipo de cambio no sería el de equilibrio.

Los requisitos anteriores ya dejan entrever que la definición de los tipos de cambio de equilibrio es sumamente compleja pues dependen de multitud de factores, internos y externos, que además varían a lo largo del tiempo. En la práctica, la metodología más utilizada para analizar la sobrevaloración o infravaloración de los tipos de cambio enfatiza el concepto de equilibrio externo. Este enfoque requiere tres pasos: primero, proyectar el saldo por cuenta corriente a medio plazo en un escenario base de previsiones que mantiene constante el tipo de cambio; en segundo lugar, es necesario estimar cuál es el saldo por cuenta corriente de equilibrio para esta economía dados sus fundamentos; por último, se debe calcular cuál sería la variación necesaria en el tipo de cambio para eliminar la diferencia entre la cuenta corriente prevista y la cuenta corriente de equilibrio. El primer paso y el último son relativamente estándar. El primero constituye una tarea habitual del analista dedicado a realizar previsiones eco-

nómicas. El último paso requiere conocer la sensibilidad del saldo de la cuenta corriente, básicamente de las exportaciones y las importaciones, al tipo de cambio (una medida que un analista también tiene razonablemente bien tomada). El paso más complicado es el segundo.

¿Cómo estimar cuál es el saldo por cuenta corriente de equilibrio? Los enfoques utilizados para responder esta cuestión son básicamente dos.

Un primer enfoque relaciona empíricamente, utilizando modelos estadísticos, el saldo corriente con una serie de variables fundamentales de tipo económico y demográfico.⁽¹⁾ La mayoría de estimaciones detecta que el saldo corriente tiende a variar con el saldo fiscal (un mayor déficit público reduce el saldo exterior, al disminuir el ahorro público); la proporción de población jubilada (una mayor población inactiva también reduce el saldo exterior, al disminuir el ahorro privado); el nivel de deuda externa (a más deuda, menor saldo exterior debido a los pagos por intereses); el nivel de desarrollo y el ritmo de crecimiento económico (los países menos desarrollados tienden a tener un menor saldo exterior, al igual que los que más crecen, ya que en ambos casos la demanda de importaciones acostumbra a crecer más rápidamente que las exportaciones); y el saldo petrolero (los países más dependientes de las importaciones de petróleo tienen un saldo exterior menor). Estas relaciones típicas definen cuál es el saldo corriente de equilibrio para cada economía.

Un segundo enfoque define simplemente la cuenta corriente de equilibrio como aquella que estabiliza la deuda externa a un nivel considerado razonable de manera más o menos arbitraria. En la práctica, este enfoque es complementario del anterior. Dada la incertidumbre que rodea a cualquiera de estas estimaciones, los analistas utilizan habitualmente ambas técnicas para llegar a una conclusión final.

Un estudio reciente del *Peterson Institute for International Economics*, que ha tenido un amplio eco, ha combinado estas metodologías para estimar el nivel de sobrevaloración o infravaloración de las principales divisas frente al dólar.⁽²⁾ Según estas estimaciones (véase tabla anterior), podemos distinguir tres grandes grupos de divisas: las que muestran diferencias poco significativas respecto a su nivel de equilibrio, como el euro; las que parecen estar sobrevaluadas, como el dólar australiano, el real brasileño, el rand sudafricano y la lira turca; y, por último, las que exhiben una infravaloración importante. Entre estas últimas, destacan varias monedas asiáticas: el renminbi chino, el dólar de Singapur, el dólar de Hong Kong y el ringgit malayo. El renminbi, en particular, estaría infravalorado un 19,6% respecto al dólar. En promedio, el dólar de Estados Unidos estaría sólo ligeramente sobrevaluado (un 2,5%).

A pesar de la incertidumbre que puede rodear las estimaciones de los tipos de cambio de equilibrio, hay conclusiones que no dejan un gran margen para la duda. Que el renminbi está excesivamente barato y debería apreciarse es una de ellas. Otras es que debería hacerlo mucho más del 2,5% que lleva ganado desde junio, cuando las autoridades chinas volvieron a permitir la flotación del tipo de cambio frente al dólar.

(1) Como el saldo por cuenta corriente es, por una identidad contable, igual a la diferencia entre ahorro nacional e inversión doméstica, todo aquello que determina ahorro e inversión puede considerarse un determinante del saldo exterior.

(2) William Cline y John Williamson (2010). "Currency Wars?", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 10-26, noviembre.

*Este recuadro ha sido elaborado por Enric Fernández
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Más luces que sombras al cierre de 2010

La despedida de 2010 nos deja aspectos positivos y otros no tanto. Entre los favorables podemos destacar el cambio en las perspectivas de crecimiento a nivel global. La actividad económica en Estados Unidos y en la eurozona –particularmente Alemania– apunta que las dos regiones están consolidando un razonable ritmo de avance. El principal aspecto negativo lo encontramos en las tensiones que afectan

a la deuda soberana de los llamados países periféricos de la eurozona: Grecia, Irlanda, Portugal y España.

Para evitar que las turbulencias en la deuda soberana de la eurozona se convirtieran en un problema sistémico, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que mantiene la «barra libre» (*full allotment*) de liquidez al menos hasta el cierre del primer trimestre de 2011 y, de momento, no plantea aplicar las subastas competitivas. Esto indica que la autoridad monetaria mantendrá

El resurgir de las tensiones en la deuda soberana enturbia un cierre de año alentador.

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						
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	0,63	1,21	0,25	0,29	0,24	0,50	0,65	0,28
Abril	1,00	0,66	1,24	0,25	0,35	0,24	0,50	0,68	0,21
Mayo	1,00	0,70	1,26	0,25	0,54	0,25	0,50	0,71	0,13
Junio	1,00	0,77	1,31	0,25	0,53	0,24	0,50	0,73	0,28
Julio	1,00	0,90	1,42	0,25	0,45	0,24	0,50	0,75	0,42
Agosto	1,00	0,89	1,42	0,25	0,30	0,24	0,50	0,73	0,59
Septiembre	1,00	0,89	1,43	0,25	0,29	0,22	0,50	0,73	0,32
Octubre	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Noviembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Diciembre (1)	1,00	1,02	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,75	0,20

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 BCE extiende la barra libre de liquidez, pero mantiene el rumbo.

una posición, en caso de ser necesario, de apoyo selectivo a los países que registren problemas.

De todas formas, el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, ha dejado claro que el objetivo central de la institución –salvaguardar la estabilidad monetaria y de precios– se mantiene y que en ningún caso persiguen una expansión cuantitativa. Prueba de esto es que, por un lado, todas las compras que se han realizado a través del programa de bonos continúan siendo esterilizadas. Por otro lado, se ha decidido retornar casi por completo al sistema de colaterales que regía antes del comienzo de la crisis global. Esto demuestra que el banco emisor mantiene firme su voluntad de retirar, paulatinamente, los componentes excepcionales de las facilidades de crédito y liquidez, en la medida que los mercados vayan normalizándose. Es importante no perder de vista que, desde un punto de vista técnico, estos ajustes en la línea de acción del banco central no suponen en ningún caso un impedimento para la adecuada gestión de los tipos de interés oficiales.

Estas actuaciones por parte de la autoridad monetaria han contribuido a evitar que la crisis de deuda soberana contagiara negativamente al mercado interbancario de la eurozona. De hecho, los tipos de interés interbancarios no han registrado variaciones reseñables. Esto no implica que todo esté normalizado, ya que las entidades bancarias de los países más gravemente afectados son penalizadas exigiéndoles un tipo de interés más alto para conseguir financiación en este mercado. De cara al medio y largo plazo, los tipos interbancarios en la eurozona tomarán una senda suavemente alcista a partir del momento en que el BCE indique a los inversores que iniciará la subida de los tipos oficiales.

En el caso de la Reserva Federal (Fed), presidida por Ben Bernanke, el final de año se

presenta como un periodo de transición. Así, en la reunión de diciembre –y dado que la decisión de realizar una segunda expansión cuantitativa (QE2) se tomó en noviembre– la institución se limitó a reafirmar que mantiene el compromiso de apuntalar el crecimiento, reducir el desempleo y evitar que la inflación permanezca en niveles excesivamente deprimidos.

Teniendo en cuenta las actuaciones ya emprendidas por la Fed, la extensión de los estímulos fiscales aprobada por el Gobierno y la mejoría que está registrando la actividad, los observadores económicos apuntan que es poco probable que la institución considere tomar medidas adicionales en 2011.

En este contexto, el mercado interbancario de Estados Unidos se caracteriza por la estabilidad y la ausencia de tensiones, fundamentalmente gracias a dos factores. El primero es la abundancia de liquidez, que continúa incrementándose debido a las compras de bonos que realiza la Fed. El segundo está relacionado con el progresivo saneamiento de las entidades bancarias, proceso que favorece unas menores primas de riesgo de contrapartida. Cabe destacar que la crisis en los países de la periferia europea ha ocasionado algunas tensiones en el acceso de las entidades financieras de la región al mercado interbancario en dólares. Sin embargo, dado que la Fed y el BCE han prorrogado el acuerdo de *swap* de divisas, estas fricciones son de carácter moderado e irán remitiendo paulatinamente.

Divergencia entre la deuda pública de Estados Unidos y la eurozona

Durante los meses veraniegos, la senda de la tasa de rentabilidad de la deuda pública norteamericana fue descendente debido a las dudas sobre la velocidad de recuperación de la economía y el esperado anuncio de compras de bonos por parte de la

El QE2 de la Fed y la extensión de los estímulos fiscales buscan apuntalar la actividad y reducir el paro.

El tipo de interés de la deuda pública de Estados Unidos repunta...

Fed. Esta tendencia bajista se interrumpió tras los mínimos que se observaron en agosto. Desde finales de octubre, la rentabilidad de la deuda pública de Estados Unidos ha repuntado de forma acelerada, creando cierta inquietud entre analistas e inversores.

Dos factores principales han truncado la senda bajista de las *yields* de los bonos. En primer lugar, el anuncio por parte del Tesoro norteamericano del nuevo plan fiscal, que dará un nuevo impulso al crecimiento económico vía la inversión y el consumo interno. En segundo lugar, la publicación de datos macroeconómicos que ponen de relieve una ligera mejoría en el ciclo económico norteamericano.

Teniendo en cuenta que las expectativas de inflación permanecen ancladas y que no se ha incrementado el riesgo de solvencia soberano (según lo que cotizan los

mercados de CDS), el incremento de los tipos de interés exigidos a la deuda pública de Estados Unidos se debe a una subida del tipo de interés real, reflejo de la mejora de expectativas económicas para los próximos trimestres. En la siguiente tabla puede verificarse cómo, desde finales de octubre, la rentabilidad del *treasury* con vencimiento a 10 años ha aumentado 72 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%), desde el 2,60% hasta el 3,32% que cotizaba el día 21 de diciembre.

Por su parte, la situación en la eurozona se dibuja más compleja. Ciertamente, también los datos económicos publicados apuntan a una tendencia de mejora para el conjunto de la región, pero ésta sigue marcada por las tensiones en la deuda soberana periférica. Aunque la Unión Europea ha aprobado un nuevo mecanismo para hacer frente a las futuras crisis de deuda soberana, los diferenciales entre Alemania y

...reflejo de la mejora de expectativas de crecimiento.

Se mantienen los diferenciales elevados de la deuda periférica con respecto a la deuda de Alemania.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2009								
Noviembre	3,16	3,42	3,75	4,02	3,20	1,27	3,52	1,84
Diciembre	3,39	3,59	3,98	4,14	3,84	1,30	4,02	1,90
2010								
Enero	3,20	3,46	4,12	4,12	3,58	1,33	3,91	2,00
Febrero	3,10	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	3,02	3,29	4,03	4,02	3,65	1,29	3,85	1,78
Mayo	2,66	2,92	4,26	4,14	3,28	1,27	3,58	1,54
Junio	2,58	3,05	4,56	4,09	2,93	1,09	3,36	1,48
Julio	2,67	2,95	4,21	3,95	2,91	1,07	3,33	1,46
Agosto	2,12	2,47	4,05	3,83	2,47	0,97	2,83	1,13
Septiembre	2,28	2,66	4,12	3,88	2,51	0,94	2,95	1,40
Octubre	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Noviembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Diciembre (*)	2,97	3,32	5,54	4,65	3,32	1,18	3,48	1,78

NOTA: (*) Día 21.

FUENTE: Bloomberg.

A medio plazo, la ausencia de aumentos de los tipos de interés oficiales y de inflación debería provocar una suave tendencia alcista en los tipos de interés.

Los países emergentes intentan evitar la apreciación de sus divisas contra el dólar.

El franco suizo se aprecia contra el euro, al actuar como moneda refugio.

los países afectados continúan en niveles muy elevados.

Así, por ejemplo, el diferencial entre el bono español con vencimiento a 10 años y el bono alemán cotiza 257 puntos básicos. Se trata de niveles inferiores a los de Irlanda y Portugal, pero en los tres casos resultan demasiado elevados para poder afirmar que se ha pasado página en las turbulencias de la crisis.

La decisión de varias agencias de calificación internacional de revisar a la baja o colocar en revisión negativa los *ratings* de la deuda pública de varios países afectados tampoco ha ayudado a calmar los mercados. Los cambios más significativos al respecto son los de Grecia, Portugal, España e Irlanda. Los inversores más inquietos estudian con lupa los calendarios de vencimientos de la deuda pública de estos países, con el objetivo de identificar los meses que están más cargados, y podrían aparecer dificultades para renovar el papel que vence. Simultáneamente, los inversores más largoplacistas parece que están esperando que los datos económicos confirmen el final del deterioro fiscal de estos países.

A medio plazo, tanto para los bonos de Estados Unidos como para los de Alemania, esperamos una suave tendencia alcista. Dos son los motivos que permitirán que este movimiento no sea excesivamente rápido. En primer lugar por la ausencia de subidas de tipos oficiales durante bastantes meses en adelante, debido a que los bancos centrales han indicado la necesidad de apoyar la recuperación económica. En segundo lugar, la previsión de ausencia de tensiones de precios en ambas regiones. Los diferenciales entre la deuda alemana y la de los países periféricos en la eurozona (Grecia, Irlanda, Portugal y España) irán estrechándose a medida que se confirme que las políticas económicas implementadas en estos países permiten consolidar las trayectorias fiscales.

Desafío en la gestión de sus divisas para los países emergentes

La expansiva política monetaria en Estados Unidos ha contribuido a retomar la senda de apreciación de las divisas de los países emergentes frente al dólar. Para Latinoamérica y Asia, la fortaleza de sus divisas se explica también por las elevadas expectativas de crecimiento de sus economías y por el encarecimiento de las materias primas, pues algunos de estos países son eminentemente exportadores de estos productos y se benefician de un incremento del precio de los mismos.

Para evitar un recalentamiento de la economía y riesgos de tensionamiento de precios excesivo, algunos países se ven abocados a implementar políticas más restrictivas. Pero, para eludir subidas de los tipos de interés directores, han optado por aplicar medidas administrativas (elevación de los coeficientes de reservas, subidas de impuestos al capital extranjero que invierte en activos financieros, etc.). El propósito, evidentemente, es el de evitar en lo posible la apreciación de sus divisas. A este respecto, así como China permitió una ligera apreciación del renminbi en el periodo previo a la última reunión del G-20, esta tendencia ha sido congelada durante el mes de diciembre.

En cambio, las divisas de algunos países de Europa del Este, como por ejemplo el forint húngaro o el zloty polaco, han sido una excepción al sufrir más bien presiones negativas. El motivo de tal situación se encuentra en el contagio de la crisis de deuda soberana de la eurozona. Efectivamente, las turbulencias de la deuda soberana de la eurozona siguen marcando no sólo a las divisas citadas anteriormente, sino, lógicamente, al euro. El tipo de cambio entre el euro y el dólar se ha movido en un estrecho rango entre 1,30 y 1,35 durante el mes de diciembre, con un tono de debilidad de la divisa europea. El movi-

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-12-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2009	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	83,7	0,4	-11,1	-8,9
Libra esterlina	0,645	-3,0	-4,3	-3,5
Franco suizo	0,960	-3,1	-7,9	-9,0
Dólar canadiense	1,017	-0,1	-3,5	-4,4
Peso mexicano	12,411	0,9	-5,5	-4,2
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,315	3,5	8,2	7,9
Yen japonés	110,1	-3,2	-21,0	-18,3
Franco suizo	1,262	-6,8	-17,5	-18,3
Libra esterlina	0,849	-0,6	-4,5	-4,9
Corona sueca	8,984	-4,4	-14,1	-16,1
Corona danesa	7,451	-0,1	0,2	0,1
Zloty polaco	3,996	1,2	-2,6	-5,0
Corona checa	25,24	2,0	-4,8	-3,8
Forint húngaro	276,2	0,5	2,1	0,4

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

FUENTE: Bloomberg.

miento ha sido más significativo en el tipo de cambio del franco suizo contra el euro. La moneda única se cambiaba el 22 de diciembre por 1,24 francos suizos, mínimo histórico desde el lanzamiento del euro. Sin ninguna duda, la divisa suiza sigue demostrando que en épocas de incertidumbre funciona como moneda refugio.

Las perspectivas de la cotización euro-dólar durante 2011 no apuntan a grandes movimientos respecto a la cotización actual (alrededor de 1,35 dólares). El riesgo sería asimétrico, hacia una mayor apreciación del dólar si se produjeran alguno o una combinación de los siguientes tres factores: un incremento de las turbulencias en la eurozona, una aceleración del crecimiento en Estados Unidos o una mayor apreciación del renminbi.

Madurez y divergencias en los mercados de renta fija privada

La renta fija privada mantiene un tono positivo, aunque prudente, encajando sin grandes sobresaltos la volatilidad producida por los diversos riesgos que sacuden otros mercados financieros. En este entorno, entre los bonos corporativos se han registrado notables divergencias en las últimas semanas. Para poder entender estas diferencias es importante clasificar la renta fija corporativa según segmento de riesgo, emisión geográfica y sectores económicos.

Las medidas de política económica implementadas en Estados Unidos (políticas monetarias y fiscales expansivas) y en la eurozona (nuevo mecanismo permanente para hacer frente a las potenciales crisis de deuda soberana) han sido positivas para la

El comportamiento de los bonos corporativos depende de su origen geográfico, su sector económico y su nivel de prelación.

Los bonos de países emergentes han resistido muy bien las recientes perturbaciones financieras.

renta fija de baja calificación crediticia. Sin embargo, han perjudicado a los bonos corporativos de elevada calidad, debido a los estrechos márgenes que ya habían alcanzado y al aumento de los tipos de interés de gobierno en muchos países. Geográficamente, la renta fija privada en Europa ha tenido un peor comportamiento relativo que los bonos corporativos de Estados Unidos, debido a que han estado afectados por la crisis de deuda soberana de la eurozona. Según la segmentación por sectores económicos, han sufrido con mayor intensidad los bonos emitidos por el sector financiero europeo y sobre todo aquellas emisiones con un nivel de prelación inferior que tienen una mayor capacidad de asumir pérdidas. Estas emisiones reciben el nombre técnico de deuda subordinada o júnior y, en el caso de quiebra de la entidad emisora, deben esperar a que al resto de inversores en bonos de emisiones sénior reciban todo su dinero, y sólo en el caso de que sigan extendiendo suficientes fondos recuperan su inversión.

Las noticias sobre la necesidad de ampliación de capital por parte de algunos bancos para reforzar sus recursos propios y los comentarios y reflexiones sobre los cambios regulatorios emanados de lo que se ha bautizado como Basilea III también han influido negativamente sobre los precios de los bonos emitidos por algunos bancos.

En cambio, los bonos corporativos de los países emergentes han mostrado gran estabilidad frente a las turbulencias de la deuda soberana en los países periféricos de la eurozona, y frente a las presiones alcistas en los tipos de interés de las curvas de deuda pública en Occidente. Las variables que soportan esta buena evolución son varias. De una parte, unas expectativas económicas muy positivas, y de otra, unos fundamentos financieros muy sólidos. A nivel general, los bonos corporativos de alto riesgo (o *high yield*) de países emergentes siguen ofreciendo diferenciales relativamente elevados y tasas de rentabilidad atractivas.

LOS SPREADS DEL SECTOR FINANCIERO SUFREN CON MAYOR INTENSIDAD

Evolución de las primas de riesgo de bonos corporativos iTraxx 5 años. Eurozona



FUENTE: Bloomberg.

LOS BONOS CORPORATIVOS DE ALTO RIESGO AUMENTAN SU ATRACTIVO

Índice de retorno total de bonos *High Yield*



FUENTE: Merrill Lynch.

En definitiva, puede concluirse que el mercado de renta fija privada está alcanzando un estado avanzado de madurez, en el que, sin embargo, aún quedan algunos sectores que ofrecen oportunidades que los inversores pueden plantearse según su tolerancia al riesgo, tales como los bonos corporativos de países emergentes, los bonos de peor calidad crediticia o de alto riesgo (*high yield*) y la deuda subordinada de algunos bancos europeos, que por factores puntuales ofrece rentabilidades anormalmente elevadas.

Después de la tempestad, llega el momento de la renta variable

Encarando la recta final del año, y haciendo balance de los últimos meses, se puede afirmar que los mercados globales de renta variable se han caracterizado por las divergencias geográficas y la erraticidad en Europa. Las divergencias han estado suscitadas por los acelerados ritmos de crecimiento de las economías emergentes y las expectativas de recuperación de Estados

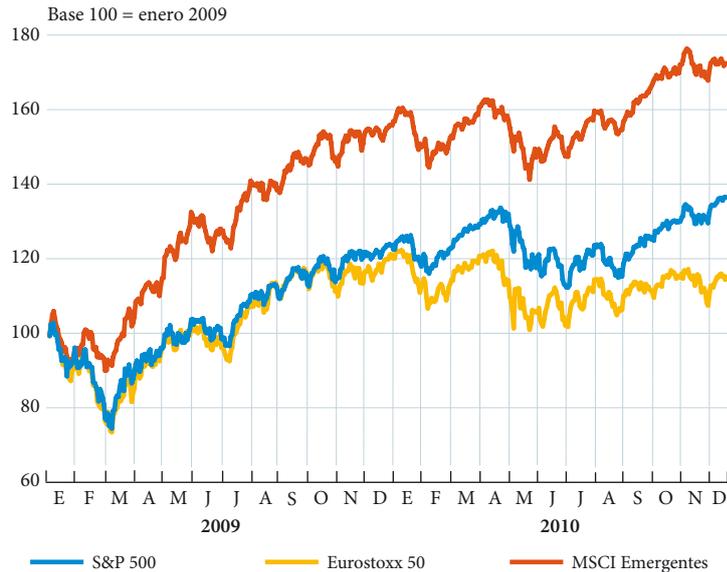
Unidos. Por su parte, los movimientos sin tendencia definida de los índices europeos son reflejo de la incertidumbre que se ha apoderado de la región, y en concreto de los países afectados directamente por la crisis soberana.

Un ámbito en el que se aprecian las citadas divergencias entre los distintos mercados es el de las entradas y salidas de los fondos de inversión. Si bien la deuda pública, a nivel global, actuó como valor refugio para los inversores tras el agravamiento de la crisis financiera en septiembre de 2008, la posterior y persistente incertidumbre provocada por la delicada situación de las economías de la periferia de Europa está generando una continua huida de fondos de la deuda soberana de estos países hacia otros activos con ratios de riesgo-recompensa más atractivos a los ojos de los inversores, como la renta fija privada y, en menor medida, la renta variable. Una circunstancia por destacar son los últimos datos recopilados en los mercados de capitales, que apuntan a la intensificación de la afluencia de los flujos inversores –institu-

La crisis de deuda soberana y el crecimiento de las economías emergentes marcan las diferencias en las bolsas.

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

La crisis soberana europea provoca una mayor afluencia de los flujos inversores hacia la renta variable.

Las perspectivas bursátiles para el medio y largo plazo son positivas, aunque no se pueden descartar correcciones puntuales.

cionales y minoristas— hacia los mercados de acciones, atraídos por factores como la mejora de los beneficios empresariales.

Adicionalmente, a lo largo de los dos últimos meses, la mejoría en el flujo de indicadores de coyuntura ha sido reforzada por la implementación de algunas medidas política económica que son muy favorables para la evolución del conjunto de la renta variable en el próximo ejercicio. Por ejemplo, en Estados Unidos, además de las medidas de política cuantitativa de la Reserva Federal (QE2), el Gobierno ha aprobado la extensión de importantes estímulos fiscales hasta 2012. Otro de los hechos relevantes que seguramente darán soporte a las bolsas de cara a los próximos trimestres es el acuerdo logrado entre los países de la Unión Europea sobre la creación de un mecanismo permanente de rescate, como parte de una mayor integración fiscal y política. Todas estas medidas deberían apoyar los márgenes empresariales, por el aumento de la demanda agregada a través del incremento del gasto privado,

así como por la reducción de los costes de financiación de las empresas. Estos factores dan respaldo a las estimaciones del consenso de analistas para 2011 sobre la evolución de los beneficios por acción de las compañías cotizadas.

En definitiva, y a pesar de que algunas de las diferencias entre unas bolsas y otras puedan repetirse a lo largo del próximo año, una amplia batería de indicadores (de sentimiento, de valoración y económicos) apunta a que la renta variable parece encararse nuevamente a un ciclo de moderada bonanza, marcada por la mejora de la actividad económica, el incremento de los márgenes empresariales y la adopción por parte de los inversores particulares de estrategias de inversión con un mayor sesgo hacia la renta variable. Riesgos como la crisis soberana en la eurozona o los derivados del posible sobrecalentamiento de algunas economías emergentes, como China, no deberían de suponer más que trabas circunstanciales para las revalorizaciones bursátiles a lo largo del próximo año.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

20-12-2010

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	11.451,6	2,2	9,8	10,9
<i>Standard & Poor's</i>	1.243,5	3,7	11,5	12,8
<i>Nasdaq</i>	2.642,0	4,9	16,4	19,5
Tokio	10.216,4	1,9	-3,1	0,7
Londres	5.890,5	2,8	8,8	13,3
Zona del euro	2.840,0	-0,2	-4,2	-1,1
<i>Fráncfort</i>	7.020,2	2,6	17,8	20,4
<i>París</i>	3.887,5	0,7	-1,2	2,5
<i>Ámsterdam</i>	353,4	2,5	5,4	8,8
<i>Milán</i>	20.369,9	-1,9	-12,4	-9,4
<i>Madrid</i>	9.980,3	-2,8	-16,4	-14,3
Zúrich	6.534,0	-0,9	-0,2	1,1
Hong Kong	22.639,1	-4,1	3,5	6,9
Buenos Aires	3.420,2	4,9	47,4	54,4
São Paulo	67.620,3	-4,6	-1,4	1,2

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

FUENTE: Bloomberg.

Alternativas de los pequeños inversores ante la guerra de divisas

Con el trasfondo de la crisis que todos los países ansían dejar definitivamente atrás, en los últimos meses se ha extendido, especialmente entre la prensa, la expresión «guerra de divisas» para referirse a la dinámica, en ocasiones conflictiva, del mercado de cambios internacional a resultas de las medidas de política económica de los distintos gobiernos y bancos centrales. La naturaleza de las fuerzas económicas en marcha podría, efectivamente, generar entre las divisas movimientos de largo alcance en magnitud y duración,⁽¹⁾ salpicados de episodios de elevada volatilidad, como de hecho ya ha venido siendo tónica habitual en las últimas décadas. ¿Qué actuaciones y estrategias puede plantearse un inversor particular en este contexto? En principio, el término «guerra» suscita la noción de riesgo y, en consecuencia, invitaría a la búsqueda de refugios o, cuando menos, a la cautela. Pero simultáneamente, se presentan oportunidades que tal vez para algunos merezca la pena intentar aprovechar.

Bajo una consideración genérica, los inversores deben estar predispuestos a mantener posiciones en activos (bonos, acciones...) foráneos. Los beneficios de la diversificación internacional se manifiestan en una mejora de la relación entre la rentabilidad esperada y el riesgo de la cartera; esto es, mayor rentabilidad para un riesgo dado, o bien menor riesgo para un determinado objetivo de rentabilidad.⁽²⁾ Sin embargo, en la práctica, es una realidad muy extendida

(1) Véase el recuadro «¿Qué tipos de cambio están lejos de su equilibrio?», en este volumen.

(2) Por ejemplo véase: R. De Santis y L. Sarno, *Assessing The Benefits Of International Portfolio Diversification In Bonds And Stocks*, ECB Working Paper, n. 883 (2008).

la escasa diversificación internacional de las carteras, no ya sólo de los inversores particulares sino también de los institucionales. Este fenómeno ha sido identificado y estudiado con profusión durante décadas en numerosos países, y ha sido bautizado como *home bias puzzle*.⁽³⁾ Se han ofrecido múltiples explicaciones de su existencia. Algunas se remiten a comportamientos irracionales de los inversores y otras conservan el paradigma de racionalidad y resaltan factores institucionales como costes de transacción, asimetrías o barreras de información, etc.

La hipótesis de que el *home bias puzzle* es achacable a una mayor percepción de riesgo en los activos extranjeros conecta directamente con la cuestión de la guerra de divisas, es decir, con el riesgo añadido en el que se incurre cuando el activo está denominado en moneda extranjera. ¿Pero es esto ineludible? Conceptualmente no, en la medida que existe la posibilidad de cubrir⁽⁴⁾ la exposición a la divisa, dejando como único riesgo el del activo de base que se adquiere (por ejemplo, acciones de la compañía Microsoft para un inversor europeo). No obstante, hay que tener presente que en el caso de pequeños inversores, implementar la cobertura puede conllevar costes de transacción y operativos elevados y, en no pocas ocasiones, es técnicamente inviable (por ausencia o insuficiente flexibilidad de los instrumentos de cobertura para determinadas divisas).

En cualquier caso, y considerando que la cobertura sea factible, la pregunta clave que el inversor debe plantearse es si le resulta conveniente dejar la cartera descubierta (no hacer nada), cubrirla totalmente (cobertura pasiva) o cubrirla parcialmente (cobertura activa). Esta cuestión, como cabe imaginar, no tiene una respuesta cerrada y universal. Depende de factores como las correlaciones entre activos de base y divisas, los rendimientos esperados de unos y otros (esto es, las previsiones de los tipos de cambio, si es que el inversor cuenta con ellas), así como de las preferencias del inversor. Los ejercicios cuantitativos para determinar la cobertura óptima consideran cada divisa como un activo con identidad propia y separada de los activos de base. Por ello, suelen ofrecer como resultado composiciones recomendadas de cartera en las que la cobertura es parcial (o, alternativamente, sobrecobertura), asimétrica entre monedas y variable en el tiempo.⁽⁵⁾

La circunstancia de que, por lo general, la gestión óptima de la exposición a moneda extranjera sea la aplicación de coberturas parciales y cambiantes en el tiempo ha dado pie a una heterogénea familia de estrategias, productos y servicios financieros conocida como *currency overlay*. El propósito de estos enfoques es separar, pero no desligar, la decisión sobre los activos de base que integrarán la cartera de la decisión sobre la exposición a divisas, hasta el punto de que es frecuente que una y otra sean asignadas a distintos equipos de gestión.⁽⁶⁾ Lógicamente, esto es de más fácil implementación en carteras de gran tamaño, como las de compañías de seguros o los fondos de pensiones. Los pequeños inversores, tienen a su disposición algunos productos de inversión que se gestionan con este tipo de procesos. El *handicap* es que se pierde, porque se delega en el gestor, el control sobre los *inputs* que determinan la exposición final a las divisas. Un caso especial, sin embargo, no adolece de este problema: cuando el riesgo de divisas está total y permanentemente cubierto, es decir, cuando se realiza una cobertura pasiva. Así por ejemplo, es posible para un europeo invertir en ETFs⁽⁷⁾ que replican el comportamiento del S&P500 (bolsa de Estados Unidos) con el riesgo de fluctuación del dólar frente al euro cubierto. En otros casos,

(3) Puede encontrarse una revisión actualizada de la investigación en este tema en G. Bekaert y X. Wang, *Home Bias Revisited*, Columbia Business School working papers, (2009).

(4) Los derivados de tipo de cambio son productos financieros concebidos para tal fin: futuros, *swaps*, opciones, *warrants*, etc.

(5) Véase por ejemplo: J. Campbell, K. Serfaty-De Medeiros y L. Viceira, *Global Currency Hedging*, *The Journal of Finance*, Vol. LXV, n. 1, (2010). También: J. Schmittmann, *Currency Hedging for International Portfolios*, IMF Working Paper 10/151, (2010).

(6) Un estadio posterior al *currency overlay* es lo que se conoce como *pure currency alpha*. Se trata de estrategias y productos que se centran exclusivamente en los tipos de cambio, tomando posiciones en divisas sin la existencia de activos de base previos.

(7) ETFs: *Exchange Traded Funds*. Son fondos de inversión que cotizan en bolsa, de manera que invertir en ellos y luego desinvertir tiene el mismo procedimiento que comprar y vender acciones de cualquier compañía.

la exposición a divisas que implementa el gestor deriva de una estrategia y unos criterios explícitos, transparentes y conocidos *ex ante* por el inversor.

RENDIMIENTO DE ALGUNAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN EN DIVISAS

Índices de rendimiento acumulado



FUENTE: RBS.

A este respecto, algunas estrategias de inversión en divisas están alcanzando en los últimos años el estatus de estándar, en un doble sentido. Primero, porque se limitan a reflejar de manera objetiva, mecánica y sin dejar apenas espacio a la discrecionalidad del gestor, ciertas regularidades de los mercados de cambios que históricamente han ofrecido rendimientos positivos. Segundo, porque están disponibles para los pequeños inversores en forma de ETF, fondos de inversión y bonos estructurados que replican índices públicamente conocidos y transparentes. Las principales estrategias de esta índole son: valoración, *carry trade*, *momentum* y volatilidad. En el gráfico puede apreciarse su evolución a lo largo de los últimos años.⁽⁸⁾

La estrategia de «valoración» se fundamenta en la teoría de la paridad de compra, según la cual los tipos de cambio tienden a largo plazo a equiparar el precio de un mismo bien en los distintos países. La estrategia de *carry trade* consiste en comprar (posición larga) monedas que ofrecen un tipo de interés alto y vender (posición corta) otras que tienen tipos bajos. Su fundamentación teórica es difícil, por cuanto los enfoques ortodoxos indican que no debería ofrecer resultados positivos. La consideración de elementos que se alejan del paradigma de eficiencia en los mercados permite, sin embargo, proporcionarle base teórica. La estrategia de *momentum* encuentra también su justificación en base a fenómenos que cuestionan la eficiencia plena del mercado, concretamente los relativos a la transmisión y el procesamiento de la información. Bajo la idea de que los precios (tipos de cambio) se ajustan muy lentamente a las nuevas informaciones, la regla consiste en comprar divisas que se apreciaron en el periodo previo y vender las que se depreciaron. La estrategia de «volatilidad» no pretende aprovechar una regularidad en

(8) Se ha considerado la familia de índices que elabora Royal Bank of Scotland. Diversas entidades han desarrollado índices de similar naturaleza.

la dirección de los tipos de cambio sino en la magnitud de sus oscilaciones. Las reglas pueden llegar a ser muy sofisticadas, pero en última instancia se asimilan a comprar productos que son baratos cuando la volatilidad es baja (por ejemplo, las opciones) y venderlos cuando suben de precio al repuntar aquella.

En suma, complementando a los instrumentos más tradicionales como los derivados, la existencia de productos ya empaquetados y de fácil acceso que replican estas estrategias, y otras parecidas, amplía significativamente las posibilidades de los pequeños inversores para participar en los mercados de divisas. Con sus riesgos y sus oportunidades.

*Este recuadro ha sido elaborado por el Departamento de Mercados Financieros,
Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Actividad económica

Suave reactivación económica

Después de la desaceleración económica registrada en el tercer trimestre, los indicadores disponibles del cuarto trimestre de 2010 señalan una recuperación, pero más bien ligera. En particular, el índice de sentimiento económico, que sintetiza los indicadores de confianza de los consumidores y de los empresarios, anotó un repunte en noviembre después de un leve retroceso en octubre. Así, el indicador de clima económico alcanzó en noviembre la cota más alta desde el mes de junio de 2010.

Por el lado de la demanda, se percibe una cierta mejora del consumo después del

retroceso del tercer trimestre. Así, las ventas minoristas, sin incluir los coches, bajaron el 0,6% en octubre en relación con el mismo mes de 2009, lo que supone un freno de la contracción, en comparación con la bajada del 2,5% del segundo trimestre. Las matriculaciones de turismos descendieron el 25,5% en noviembre en relación con el mismo mes del año anterior, pero ascendieron en relación con el tercer trimestre. Por su parte, el indicador de confianza de los consumidores empeoró ligeramente en noviembre después de un aumento en octubre y se colocó en el mismo nivel que doce meses antes, bastante por debajo del promedio histórico, lo que sugiere un escaso vigor del relanzamiento del consumo.

Ligera mejora de la actividad económica después de la desaceleración del tercer trimestre.

La matriculación de vehículos de carga sube el 7% interanual en noviembre, la primera tasa positiva desde junio de 2010.

LIGERA MEJORA DEL SENTIMIENTO ECONÓMICO EN NOVIEMBRE

Índice de sentimiento económico (*)



NOTA: (*) Compuesto por los indicadores de confianza industrial (40%), servicios (30%), del consumidor (20%), construcción (5%) y del comercio minorista (5%).

A partir de mayo de 2010, se produce una ruptura en las series, al implementarse una nueva clasificación de las actividades económicas.

FUENTE: Comisión Europea.

La confianza de la industria se sitúa notablemente por encima de un año antes.

La inversión en bienes de equipo presenta un avance limitado. Sus importaciones se incrementaron el 14,5% en octubre con relación al mismo mes del año anterior, pero la producción interior bajó el 7,5% interanual en el mismo mes. La matriculación de vehículos de carga se elevó el 7,0% en noviembre respecto a doce meses antes, registrando la primera tasa de variación interanual positiva desde el mes de junio de 2010.

Por lo referente a la inversión en la construcción, indicadores adelantados como el consumo de cemento y la confianza en el sector no permiten ser muy optimistas. En particular, este último indicador sufrió un marcado retroceso en noviembre, a causa de los recortes presupuestarios para infraestructuras. Respecto al sector residencial, estaba afectado por la atonía en el mercado inmobiliario, que en octubre registró un número de transacciones de viviendas un 17,7% inferior a un año antes,

a consecuencia de un anticipo de las adquisiciones por el alza de los tipos de gravamen del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en julio.

Desde el punto de vista de la oferta, la industria presentó un escaso dinamismo. Así, el índice de producción industrial bajó el 1,9% interanual en octubre. Las importaciones de bienes intermedios no energéticos se ralentizaron, si bien subían el 16,0% en octubre con relación al mismo mes del año anterior. Sin embargo, el consumo de electricidad avivó su ritmo de crecimiento en octubre y noviembre y la confianza en la industria se situaba notablemente por encima de un año antes, gracias sobre todo a la demanda exterior.

En cuanto a los servicios, en octubre la cifra de negocios en términos homogéneos de calendario bajó el 1,2% con relación al mismo mes de 2009, casi un punto menos que en septiembre. La debilidad de la de-

La debilidad de la demanda afecta a la mayoría de ramas de los servicios en octubre.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009			2010		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	-4,7	-8,2	-1,7	0,4	2,5	0,4	-1,5	...
Importación de bienes de consumo (**)	-7,7	-6,1	3,7	-10,8	2,8	-16,2	-20,4	...
Matriculaciones de automóviles	-28,1	-17,9	29,3	44,5	35,3	-25,0	-37,6	-25,5
Crédito al consumo de bienes duraderos	3,6	-11,5	-9,1	-5,6	-9,8	-19,2	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-33,8	-28,3	-20,0	-18,2	-22,9	-21,7	-20,0	-21,0
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	-8,8	-22,1	-10,3	-2,4	-1,7	-6,3	-7,5	...
Importación de bienes de equipo (**)	-19,6	-27,0	-16,9	-1,2	13,0	5,8	14,5	...
Matriculación de vehículos industriales	-43,6	-40,0	-7,8	8,5	24,2	-9,3	-4,0	7,0
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	-4,9	-17,5	-0,7	10,4	18,1	5,1	2,8	...
Exportaciones	1,9	-9,8	4,3	17,4	14,9	11,7	11,0	...

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

(**) En volumen.

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

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

manda afectó a la mayoría de las ramas, con la excepción del transporte y almacenamiento. Los subsectores que registraron las mayores caídas interanuales fueron la información y comunicaciones y las actividades profesionales, científicas y técnicas.

De hecho, gracias a la contribución del sector exterior, probablemente el crecimiento intertrimestral del producto interior bruto (PIB) en el cuarto trimestre volverá a ser ligeramente positivo después del estancamiento del tercer trimestre. De esta forma, mantenemos la previsión de un descenso del producto interior bruto

del 0,2% en el conjunto de 2010. Para 2011 proseguirá la recuperación, si bien la corrección de los desequilibrios acumulados motivará que el ritmo de crecimiento sea moderado, del 0,7%.

Por otra parte, en diciembre se han anunciado diversas medidas de política económica con el objetivo de crear las bases para un relanzamiento económico sólido. Así, se eliminan cargas administrativas para las empresas, se reducirá la tributación en el impuesto de sociedades para las pymes y se ha elevado el impuesto especial sobre el tabaco. Asimismo, se privatizarán parcialmente el organismo gestor

Prevedemos que prosiga el relanzamiento económico en 2011, con un crecimiento del 0,7% del PIB.

Nuevas medidas de política económica para sentar las bases de una recuperación sólida.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009		2010			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Industria								
Consumo de electricidad (1)	0,5	-4,3	-1,4	3,3	4,7	1,9	3,0	3,3
Índice de producción industrial (2)	-7,3	-15,8	-5,6	0,3	2,9	-0,2	-1,9	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-18,0	-31,2	-24,1	-20,1	-14,4	-13,7	-10,0	-10,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,1	71,2	70,6	69,5	71,8	73,9	72,9	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	-0,7	-21,6	0,1	26,9	28,4	18,8	16,0	...
Construcción								
Consumo de cemento	-23,8	-32,3	-17,4	-18,9	-12,2	-13,6	-15,4	-20,9
Indicador de confianza en la construcción (3)	-22,6	-30,6	-24,5	-24,9	-24,3	-28,0	-32,0	-43,0
Viviendas (visados obra nueva)	-59,4	-58,1	-45,5	-24,4	-10,3	-13,2	...	...
Licitación oficial	3,0	-8,2	-17,0	-50,5	-11,0	-36,6	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	-6,0	-5,4	-2,7	0,7	-0,2	-2,5	-0,6	...
Turistas extranjeros	-2,5	-8,8	-3,5	0,3	-3,1	4,2	4,2	2,7
Ingresos turismo	-0,4	-9,0	-5,5	0,2	0,4	7,0	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-7,7	-28,4	-7,7	4,5	20,9	5,9	-10,0	...
Tráfico aéreo pasajeros	-3,0	-7,9	-0,7	3,5	-0,6	4,2	8,6	5,1
Consumo de gasóleo automoción	-3,8	-5,1	-2,0	-0,5	-0,5	-2,2	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

Aumento de los excedentes y rendimientos empresariales, pero insuficiente para crear empleo neto.

de los aeropuertos (AENA) y las loterías del Estado. Además, se ha fijado el final de enero para concretar la reforma del sistema de pensiones y el mes de marzo para la modificación del sistema de la negociación colectiva.

Mejoran los resultados empresariales

Es importante el seguimiento de las cuentas de las empresas, ya que de su situación depende la creación de empleo neto. Los datos de la Central de Balances Trimestral del Banco de España arrojan luz al respecto. Así, en el conjunto de los tres primeros trimestres de 2010, constatan la recuperación de la actividad de las empresas de la muestra trimestral, con un aumento interanual del valor añadido bruto nominal del 4,4%, en contraposición con un desplome del 11,8% en el mismo periodo de 2009, lo que muestra que lo peor de la crisis ya ha pasado. Los gastos de personal disminuyeron el 1,5% en el periodo enero-septiembre de 2010 con relación a un año antes, debido a la reducción de la ocupa-

ción y a la moderación del crecimiento de la remuneración media por empleado al 0,8% interanual.

El resultado económico bruto de explotación subió el 9,7%, que contrasta con una caída del 19,5% en 2009. El descenso de los ingresos financieros, un ligero incremento de los gastos financieros y mayores amortizaciones y provisiones determinaron que el crecimiento del resultado ordinario neto fuera inferior al 6,9%. Teniendo en cuenta los resultados atípicos y los impuestos sobre los beneficios, el resultado del ejercicio hasta septiembre ascendió el 5,2% con relación al mismo periodo del año precedente, que se compara favorablemente con un decremento del 7,7% en 2009.

Respecto a las rentabilidades, tanto la del activo neto como la de los recursos propios mejoraron ligeramente en 2010 y se colocaron en el 5,5% y el 7,6%, respectivamente. En definitiva, el saneamiento de las empresas sigue su curso, con una mejora de los excedentes y de los rendimientos, si bien todavía no se genera empleo neto.

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual

	2009	Trimestres I a III	
		2009	2010
Valor de la producción	-13,5	-17,9	10,9
Consumos intermedios	-16,1	-21,1	14,8
Valor añadido bruto (VAB)	-8,3	-11,8	4,4
Gastos de personal	-2,0	-1,8	-1,5
Resultado económico bruto de explotación	-13,5	-19,5	9,7
Ingresos financieros	-11,6	-15,8	-11,3
Gastos financieros	-31,6	-30,4	0,8
Amortizaciones y provisiones	-1,2	-0,0	2,7
Resultado ordinario neto	-6,6	-20,4	6,9
Enajenaciones y deterioro	-	-16,1	-41,9
Variaciones del valor razonable y resto de resultados	-29,1	78,3	-37,5
Impuestos sobre beneficios	-	-23,4	42,0
Resultado del ejercicio	55,4	-7,7	5,2

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

Mercado de trabajo

Lenta reversión del deterioro del mercado de trabajo

La débil recuperación de la actividad económica continúa siendo insuficiente para generar empleo, tal y como refleja el número de afiliados en alta laboral a la Seguridad Social del mes de noviembre. Así, según el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, el total de afiliados este mes cayó en 53.440 personas hasta los 17.612.709 (unos 16.000 en términos desestacionalizados), un dato algo peor de lo esperado. Con todo, el ritmo de caída en el último año se moderó ligeramente hasta situarse en el 1,3% interanual. Por tanto, estas cifras apuntan a que la situación del empleo sigue empeorando, aunque con menor intensidad.

Por sectores de actividad, aunque la pérdida de empleo fue generalizada en noviembre, se concentró en el de servicios, cuyo total bajó cerca de 30.000 personas. De este modo, a pesar de que el sector servicios fue el único que generó puestos de trabajo durante la primera mitad del año, acarrea ahora un semestre sin crear ocupación. Una vez corregida la estacionalidad, los datos confirman un estancamiento en la recuperación del mercado laboral en todos los sectores.

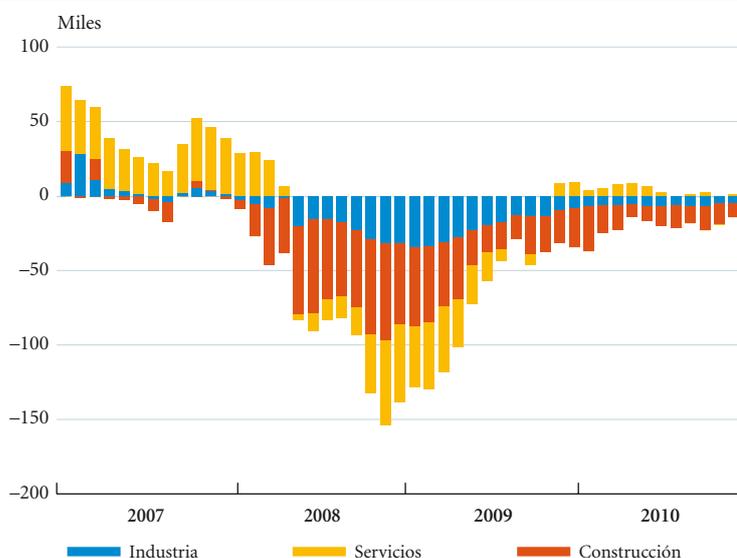
La previsión de empleo para el último mes del año es más optimista, ya que la contratación experimentó un incremento interanual del 4,4% en el mes de noviembre. No obstante, este avance en la contratación probablemente tenga incorporado un importante factor estacional, por lo que po-

La destrucción de empleo no se detiene.

Se pierden empleos en todos los sectores en noviembre.

LA RECUPERACIÓN DEL EMPLEO SE ESTANCA EN TODOS LOS SECTORES

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		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Afiliados a la Seguridad Social (1)								
Sector de actividad								
<i>Industria</i>	-2,1	-10,6	-10,0	-7,2	-4,9	-3,8	-3,3	-3,2
<i>Construcción</i>	-10,3	-23,1	-18,9	-16,4	-13,1	-12,5	-11,8	-11,3
<i>Servicios</i>	1,7	-2,6	-2,1	-0,8	0,1	0,4	0,4	0,4
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	-0,7	-6,0	-4,6	-2,8	-1,8	-1,4	-1,2	-1,2
<i>No asalariados</i>	0,4	-4,8	-4,9	-4,0	-3,0	-2,4	-2,1	-1,9
Total	-0,5	-5,8	-4,6	-3,0	-1,9	-1,6	-1,4	-1,3
Población ocupada (2)	-0,5	-6,8	-6,1	-3,6	-2,5	-1,7	-	-
Puestos de trabajo (3)	-0,5	-6,6	-6,0	-3,8	-2,5	-1,7	-	-
Contratos registrados (4)								
Indefinidos	-14,3	-31,0	-22,5	-11,9	-5,6	-7,6	-6,4	0,7
Temporales	-10,4	-13,5	-2,1	3,7	5,2	3,5	-0,3	4,8
Total	-10,9	-15,5	-4,3	2,0	4,2	2,6	-0,9	4,4

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, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

El paro registrado sube un 6,2% en un año.

dría haber nuevamente un retroceso de empleo a principios del año 2011, tal y como pone de manifiesto el hecho de que más del 90% de los contratos firmados fueron temporales.

La afiliación cayó en el mes de noviembre tanto entre los hombres como entre las mujeres, pero más marcadamente entre los primeros, ya que tienen más representación en los sectores más castigados por la crisis económica. Esta misma razón influyó en que el número de afiliados con nacionalidad extranjera sufriese una mayor bajada anual, el 1,9%, que los afiliados españoles, el 1,2%.

Menor paro registrado que el esperado en noviembre

El paro registrado en las oficinas de empleo aumentó en 24.318 personas en noviembre

hasta alcanzar un total de 4.110.294, situando la tasa de crecimiento interanual en el 6,2%, un punto porcentual inferior a la del mes anterior. Sin embargo, si se desestacionaliza la serie, se observa un descenso del paro (de unas 22.000 personas), la primera bajada en el mes de noviembre desde que se inició la crisis.

El hecho de que el proceso de recuperación del empleo esté estancado pero que el total de parados en términos desestacionalizados disminuya sugiere que parte del total de los parados registrados se están transformando en inactivos. Ello podría motivar un descenso de la población activa en el último trimestre del año, ralentizando así la escalada de la tasa de paro.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Noviembre 2010

	Parados	Variación sobre diciembre 2009		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	133.696	27.563	26,0	23.629	21,5	3,3
Industria	485.441	-23.361	-4,6	-11.884	-2,4	11,8
Construcción	724.091	-57.633	-7,4	-2.697	-0,4	17,6
Servicios	2.402.348	161.283	7,2	161.485	7,2	58,4
Primer empleo	364.718	78.839	27,6	70.815	24,1	8,9
Por sexos						
Hombres	2.027.565	15.029	0,7	87.164	4,5	49,3
Mujeres	2.082.729	171.662	9,0	154.184	8,0	50,7
Por edades						
Menores de 25 años	461.409	14.640	3,3	-2.930	-0,6	11,2
Resto de edades	3.648.885	172.051	4,9	244.278	7,2	88,8
TOTAL	4.110.294	186.691	4,8	241.348	6,2	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

Primera caída de la última década de los costes laborales

Según la encuesta trimestral de coste laboral elaborada por el Instituto de Estadística, el coste laboral total por trabajador y mes de las empresas cayó el 0,3% en el tercer trimestre de 2010 respecto al mismo periodo del año anterior. Se trata de la primera bajada de la tasa interanual desde que se inició esta estadística en el año 2000.

La fuerte caída de los costes laborales está motivada esencialmente por el freno del incremento salarial, su principal componente, que tan sólo aumentó un 0,1% en los últimos doce meses. También contribuyó el componente no salarial, que cayó un 1,5%, gracias al descenso de los costes de las indemnizaciones por despido.

En cuanto al coste laboral por hora, según datos de Eurostat, éste cayó un 0,8% en el tercer trimestre de 2010. Este descenso es

significativamente inferior al promedio de la zona del euro, cuya tasa interanual aumentó un 0,8%, y puede contribuir a paliar el problema de competitividad de España.

Por tanto, estos datos confirman que la destrucción del empleo producida por la crisis ha repercutido fuertemente, aunque con cierto retraso, en la moderación de los salarios. Cabe señalar, además, que el incremento de la ganancia media por trabajador y mes, del 0,1% interanual, fue muy inferior a la inflación registrada en el mismo periodo, del 1,9%. De esta forma, en este trimestre se registró un descenso del poder adquisitivo de las rentas salariales, rompiendo la tendencia de los últimos cuatro años. Esta pérdida del poder adquisitivo podría tener un efecto negativo sobre el consumo y ralentizar el proceso de recuperación de la actividad económica.

En definitiva, las perspectivas para el mercado de trabajo en el próximo semestre

Los costes laborales caen el 0,3% interanual en el tercer trimestre.

son de una mejora muy gradual. Aunque la desaceleración de los costes laborales será un importante soporte, probablemen-

te la ocupación no volverá a crecer hasta que el producto interior bruto no registre incrementos significativos.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009		2010		
			III	IV	I	II	III
Incremento pactado en convenios (*)	3,6	2,5	2,6	2,5	1,4	1,3	1,3
Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)	6,4	4,1	3,9	3,2	1,8	1,4	0,5
Encuesta trimestral de coste laboral							
Costes salariales							
Total	5,1	3,2	3,1	2,7	1,9	1,8	0,1
Industria	4,8	2,1	2,0	2,5	2,8	3,0	2,9
Construcción	6,3	5,2	4,9	5,3	1,9	1,4	-0,9
Servicios	5,0	3,2	3,2	2,5	1,6	1,6	-0,4
Ganancia media por hora trabajada	4,9	5,3	3,9	5,3	2,9	1,4	-0,9
Otros costes laborales	4,1	4,3	3,9	1,9	-1,1	-0,6	-1,5
Jornada laboral (***)	0,2	-2,1	-0,9	-2,4	-1,0	0,3	1,1
Jornales agrarios	5,1	2,6	0,3	2,8	3,3	3,2	-
Coste laboral en la construcción	5,7	4,7	3,7	3,6	3,1	0,7	0,1

NOTAS: (*) No incluye cláusulas de revisión salarial. Datos acumulados.

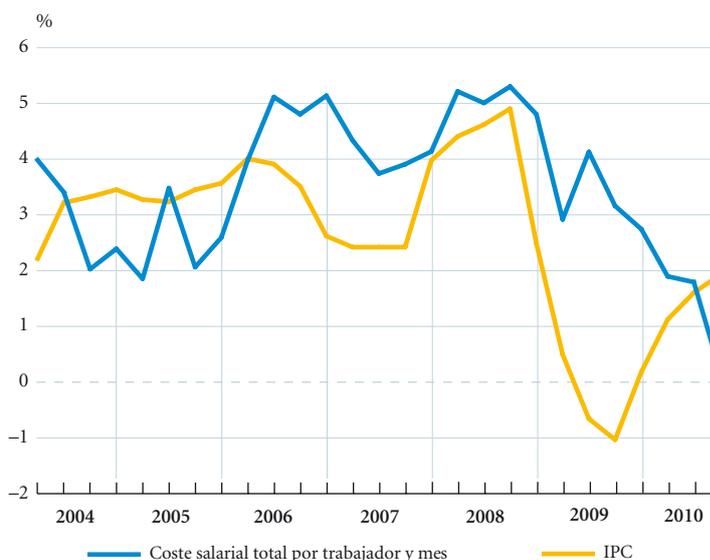
(**) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(***) Horas efectivas por trabajador y mes.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

TRAS MÁS DE DOS AÑOS DE CRISIS LA INFLACIÓN SUPERA POR PRIMERA VEZ A LAS SUBIDAS SALARIALES

Variación interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Precios

La inflación se mantiene en el 2,3% en noviembre

La tasa de variación interanual de los precios de consumo (IPC) se situó en el 2,3% en noviembre, el mismo nivel que el mes anterior, y el más elevado en los dos últimos años. En este periodo los factores que han tenido más incidencia sobre la inflación han sido la debilidad del consumo, que ha presionado los precios a la baja, y la evolución del precio del petróleo. Desde julio, también ha sido relevante el alza de los tipos de gravamen del impuesto sobre el valor añadido (IVA), que ha supuesto un aumento adicional de alrededor de medio punto.

No obstante, la contribución de los carburantes y combustibles fue negativa en

noviembre en torno a media décima, ya que en este mes aumentaron menos que doce meses antes. Por el contrario, la aportación del otro gran componente volátil del IPC, los alimentos no elaborados, fue ligeramente positiva. Cabe destacar los aumentos de las legumbres y hortalizas frescas y de la carne de ave.

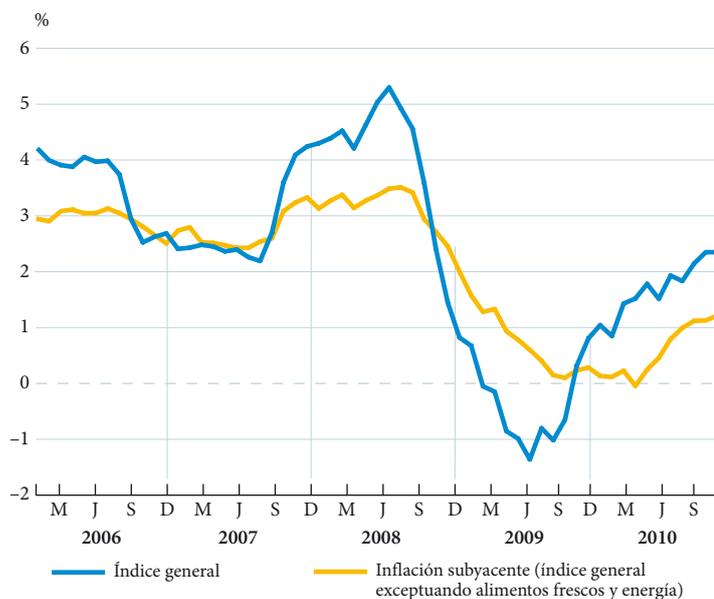
Por su parte, el núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, se incrementó en una décima en noviembre, hasta el 1,2%. De esta forma, contrarrestó el comportamiento de los productos energéticos. Los tres grandes componentes de la inflación subyacente anotaron aportaciones positivas a la inflación interanual del mes, si bien la mayor fue de los productos industriales. En esta partida destacan

En noviembre, la contribución negativa a la inflación interanual de los carburantes y combustibles...

...es contrarrestada por la subida de la inflación subyacente.

LEVE AUMENTO DE LA INFLACIÓN 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	1,1	0,6	1,5
Mayo	0,0	-0,1	-0,9	0,2	0,8	1,8
Junio	0,4	0,3	-1,0	0,2	1,0	1,5
Julio	-0,9	-0,5	-1,4	-0,4	0,6	1,9
Agosto	0,3	-0,2	-0,8	0,3	0,8	1,8
Septiembre	-0,2	-0,4	-1,0	0,1	0,9	2,1
Octubre	0,7	0,3	-0,7	0,9	1,8	2,3
Noviembre	0,5	0,8	0,3	0,5	2,4	2,3
Diciembre	0,0	0,8	0,8			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

las subidas del vestido y del calzado, mayores que en noviembre de 2009, y de los automóviles.

Entre los alimentos elaborados, que recogen la subida de las materias primas alimentarias en los últimos meses, se eleva-

ron el 1,3% por encima de un año antes, una décima más que en septiembre. Destaca el alza de los productos lácteos.

En cuanto a los precios de los servicios, en noviembre se mantuvieron estables en conjunto, con una tasa de variación inter-

REPUNTE DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

Variación interanual del índice de precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

anual del 1,5%. Esta estabilidad fue producto de movimientos contrapuestos entre sus componentes. Así, mientras que el viaje organizado bajó, los hoteles y restaurantes subieron.

El índice de precios de consumo armonizado anotó una tasa de variación interanual del 2,2%, una décima menos que el mes antes y que el IPC. De esta forma, el diferencial de inflación con la eurozona se mantuvo en 0,3 puntos porcentuales. Por

su parte, el diferencial de la inflación subyacente era levemente favorable a España.

Hemos revisado las perspectivas para diciembre a raíz de las fuertes alzas del precio del petróleo en las últimas semanas y sobre todo por el incremento del impuesto especial sobre el tabaco ya a partir de diciembre. De este modo, la tasa de inflación interanual podría cerrar 2010 alrededor del 2,8%. En enero, es probable que la inflación continúe ascendiendo ligera-

Revisamos al alza la previsión de inflación para diciembre de 2010 a causa del petróleo y los impuestos sobre el tabaco.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,4	0,0	0,2	-2,6	0,3	-2,4	0,5
Bebidas alcohólicas y tabaco	136,8	0,0	0,1	12,8	8,6	12,8	8,5
Vestido y calzado	109,9	4,5	4,8	0,4	1,8	-0,9	0,6
Vivienda	118,6	0,3	0,4	0,8	5,4	0,3	5,4
Menaje	108,3	0,2	0,2	0,7	0,8	0,9	0,9
Medicina	96,3	0,0	-0,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,2
Transporte	110,8	1,1	0,9	4,4	7,2	0,9	6,7
Comunicaciones	98,6	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-0,8	-0,7
Ocio y cultura	96,3	-0,7	-0,9	-2,5	-2,4	-1,1	-1,0
Enseñanza	117,0	0,1	0,1	2,6	2,2	2,7	2,3
Hoteles, cafés y restaurantes	113,5	-0,3	-0,2	1,2	1,5	1,2	1,5
Otros	112,7	0,1	0,1	2,0	2,6	2,1	2,7
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	113,2	0,1	0,2	0,6	1,2	0,5	1,3
Alimentos sin elaboración	108,9	-0,1	0,1	-3,3	2,0	-2,7	2,2
Conjunto no alimentario	109,7	0,7	0,6	1,2	2,6	0,5	2,5
Bienes industriales	107,4	1,5	1,4	1,1	4,1	-0,6	3,6
<i>Productos energéticos</i>	120,6	1,9	1,2	8,2	12,4	1,9	11,7
<i>Carburantes y combustibles</i>	116,7	2,6	1,6	8,8	14,1	0,1	13,2
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	102,6	1,4	1,5	-1,3	1,2	-1,7	0,8
Servicios	112,1	-0,2	-0,2	1,3	1,2	1,6	1,5
Inflación subyacente (**)	108,9	0,4	0,5	0,2	1,2	0,2	1,2
ÍNDICE GENERAL	110,3	0,5	0,5	0,8	2,4	0,3	2,3

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

mente por una subida de la electricidad y otros servicios regulados. No obstante, posteriormente, la inflación tenderá a ceder por la debilidad del consumo y por la reversión del efecto del IVA en la segunda mitad de 2011, salvo subidas bruscas de las materias primas.

Los precios industriales siguen subiendo

En octubre, los precios industriales continuaron elevándose impulsados sobre todo por la energía, los bienes de consumo no duradero y los bienes intermedios. Así, la tasa de variación interanual de los precios industriales aumentó hasta el 4,1%, 7 décimas más que en septiembre. Las ramas

con mayores alzas interanuales fueron las coquerías y refino del petróleo, 20,4%, y la metalurgia, con el 14,3%, reflejando las alzas del crudo y de los metales en el último periodo.

Los precios de importación industriales en los últimos doce meses hasta octubre, se incrementaron más, el 8,5%, pero menos que en el mes anterior a causa de la apreciación del euro. Los mayores ascensos interanuales de los precios de importación correspondían a la energía (21,3%) y los bienes intermedios (10,4%), pero también era notable la subida de los bienes de consumo, del 6,5%. Por su parte, los precios agrarios cedieron en julio hasta el 4,5% interanual, 4,1 puntos menos que en el mes previo.

La apreciación del euro frena la subida de los precios de importación industriales.

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 (**)	
2009											
Julio	-17,9	-6,7	-1,3	0,5	-7,8	-16,0	-11,5	2,0	2,2	-7,1	-
Agosto	-14,8	-5,5	-0,9	0,3	-7,7	-11,5	-9,9	0,6	2,0	-7,4	0,1
Septiembre	-14,0	-5,4	-0,7	0,4	-7,6	-11,5	-9,3	-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	-3,2	-3,1	0,5	-5,4	0,3
Diciembre	-5,5	0,4	-0,5	0,1	-2,7	6,3	1,9	-1,0	0,7	-1,9	-
2010											
Enero	-5,5	0,9	-0,5	-0,3	-0,9	6,3	3,4	-0,9	0,2	0,2	-
Febrero	1,0	1,1	-0,6	0,0	-0,4	6,8	4,8	-0,5	0,3	1,5	0,7
Marzo	5,6	2,3	-0,1	0,0	0,4	10,1	7,4	1,2	0,5	4,3	-
Abril	2,8	3,7	0,1	-0,1	2,4	13,1	8,5	2,1	0,7	6,7	-
Mayo	13,7	3,8	0,2	-0,1	3,5	12,0	10,2	4,2	1,6	9,9	0,6
Junio	8,6	3,2	0,3	0,1	3,7	8,7	10,1	5,3	2,0	10,9	-
Julio	4,5	3,3	0,2	0,2	3,2	9,8	9,3	4,9	2,0	10,5	-
Agosto	...	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,7	6,0	1,8	10,2	1,4
Septiembre	...	3,4	0,2	0,5	4,0	9,1	9,2	6,8	1,8	10,6	-
Octubre	...	4,1	0,6	0,5	4,4	10,4	8,5	6,5	1,7	10,4	-

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

(**) Excepto energía.

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

Sector exterior

El componente no energético mantiene la reducción del saldo comercial

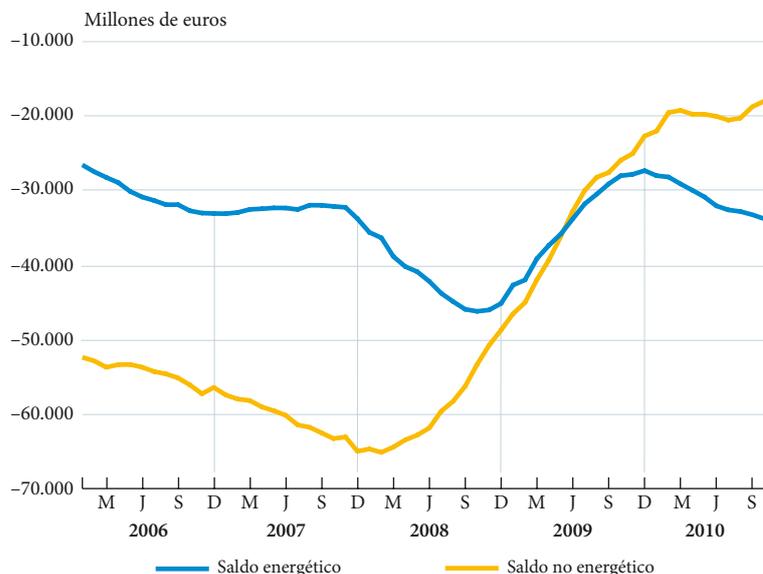
El déficit comercial fue de 3.700 millones de euros en octubre, un 5,3% menor que el registrado en el mismo mes del año anterior. Esta mejora del desequilibrio comercial, la tercera consecutiva, respondió al mayor crecimiento interanual de las exportaciones que de las importaciones, del 16,6% y 12,0%, respectivamente. Un diferencial que se amplía hasta los 8,2 puntos porcentuales si se compara el volumen de los flujos comerciales, debido al fuerte aumento del precio de las importaciones en este periodo.

El análisis de los saldos acumulados los últimos doce meses, que aproxima mejor las trayectorias de medio plazo, constata el cambio de tendencia del saldo comercial, tras el deterioro de la primera mitad del año pasado. Sin embargo, el nuevo reajuste del desequilibrio comercial perdió intensidad respecto al registrado en 2009. Como se observa en el gráfico, este menor ritmo de reducción responde al aumento del déficit energético, que en octubre representaba el 65% del total. El intenso repunte del valor de las importaciones energéticas, impulsadas por el aumento del precio del petróleo, provocó este mayor déficit.

El déficit comercial vuelve a reducirse en octubre...

EL BUEN COMPORTAMIENTO DEL COMPONENTE NO ENERGÉTICO EXPLICA LA MEJORA DEL DÉFICIT COMERCIAL

Datos acumulados últimos doce meses



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Enero-octubre 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	36.128	28,2	18,5	7.156	25,9	4,7	-28.973	19,8
Bienes de consumo	48.775	-9,8	25,0	51.169	-1,4	33,6	2.394	104,9
<i>Alimenticios</i>	12.691	5,2	6,5	19.132	10,4	12,6	6.441	150,7
<i>No alimenticios</i>	36.083	-14,1	18,5	32.037	-7,4	21,0	-4.046	88,8
Bienes de capital	14.651	8,3	7,5	12.945	19,0	8,5	-1.706	88,4
Bienes intermedios no energéticos	95.801	26,1	49,0	81.047	30,6	53,2	-14.753	84,6
Por áreas geográficas								
Unión Europea	107.280	6,9	54,9	103.287	14,4	67,8	-3.993	96,3
<i>Zona del euro</i>	86.390	4,4	44,2	84.844	14,0	55,7	-1.546	98,2
Otros países	88.075	23,2	45,1	49.030	21,9	32,2	-39.045	55,7
<i>Rusia</i>	4.866	26,7	2,5	1.617	36,1	1,1	-3.249	33,2
<i>EEUU</i>	7.588	6,5	3,9	5.361	10,5	3,5	-2.228	70,6
<i>Japón</i>	2.887	13,4	1,5	1.170	17,1	0,8	-1.718	40,5
<i>América Latina</i>	11.572	30,7	5,9	8.202	29,3	5,4	-3.369	70,9
<i>OPEP</i>	18.807	33,9	9,6	5.517	4,5	3,6	-13.290	29,3
<i>Resto</i>	42.354	20,8	21,7	27.164	25,9	17,8	-15.190	64,1
TOTAL	195.355	13,7	100,0	152.318	16,7	100,0	-43.038	78,0

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

...debido al buen comportamiento del componente no energético.

Por su lado, tras medio año estancado alrededor de los 20.000 millones de euros, el saldo no energético se redujo en octubre. El adelanto del consumo privado en el segundo trimestre, fruto del fin de las ayudas para la compra de automóviles y el incremento del impuesto sobre el valor añadido (IVA), explica la evolución de este componente del déficit.

Se prevé que la corrección del desequilibrio comercial se mantenga durante los próximos trimestres. A pesar de ello, existen algunos riesgos que podrían ralentizar este ajuste a corto plazo. Así, nuevos incrementos del precio del petróleo en 2011 y la fortaleza del euro afectarían negativamente la evolución del déficit. Un efecto que, sin embargo, podría ser neutralizado por el repunte del consumo privado en

países como Francia y Alemania, dos de los principales destinos de las exportaciones españolas.

Bienes y servicios impulsan la reducción del déficit corriente

Los últimos datos de la balanza por cuenta corriente del mes de septiembre sitúan el déficit en 3.719 millones de euros, un 20,4% inferior al registrado en el mismo mes del año anterior. Este ajuste fue resultado de la corrección del déficit de la balanza de bienes, con una caída del 21,3% interanual, y la mejora del superávit de los servicios, que creció un 27,4%. En contraposición, los déficits de las balanzas de transferencias y de rentas aumentaron durante el mismo periodo.

El análisis de los datos acumulados los últimos doce meses muestra una reducción del déficit corriente del 22,6% respecto al mismo periodo del año anterior, situándolo en 52.491 millones de euros, equivalente al 5,0% del PIB. Una cifra que, aunque lejos del máximo alcanzado en junio de 2008, muestra un claro estancamiento al no diferir del los niveles registrados en el primer trimestre de este año. Sin embargo, se espera que las nuevas contracciones del déficit comercial y el repunte de los servicios en el tercer trimestre reduzcan el déficit corriente hasta el 4,7% del PIB.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, la menor necesidad de financiación del mes de septiembre se tradujo

en una reducción de las entradas de capital extranjero. Los datos sitúan la inversión en cartera y la inversión a corto plazo como las principales fuentes de financiación en este mes. Las inversiones directas dieron lugar a salidas netas de 5.647 millones de euros, debido al repunte de la inversión española en el exterior. Por otro lado, la captación de fondos del Eurosistema por parte del Banco de España fue negativa por tercer mes consecutivo, con una salida de 24.966 millones de euros. Una cifra que contrasta con las entradas de 69.879 millones de euros que, bajo este mismo epígrafe, financiaron la economía española durante los meses de verano, a raíz del estallido de las tensiones de deuda soberana.

La inversión en cartera y a corto plazo son las principales fuentes de financiación.

BALANZA DE PAGOS

Septiembre 2010

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-34.921	4,3	-46.566	5.144	-9,9
Servicios					
<i>Turismo</i>	21.741	2,9	26.641	298	1,1
<i>Otros servicios</i>	481	-	480	1.311	-
Total	22.222	8,8	27.122	1.609	6,3
Rentas	-17.095	-28,1	-23.855	9.607	-28,7
Transferencias	-8.546	16,5	-9.191	-1.030	12,6
Total	-38.339	-13,2	-52.491	15.329	-22,6
Cuenta de capital	5.299	84,3	6.481	2.944	83,2
Balanza financiera					
Inversiones directas	-6.086	-	-9.566	-5.515	136,2
Inversiones de cartera	12.005	-32,7	39.085	41.714	-
Otras inversiones	5.346	-8,1	2.829	-33.353	-92,2
Total	11.265	-56,7	32.348	2.846	9,6
Errores y omisiones	-4.341	214,3	-5.970	-5.375	-
Variación de activos del Banco de España	26.116	51,4	19.334	-15.064	-43,8

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.

Controles de capital, ¿por qué no?

En octubre de 2008, el colapso de la corona y de los tres mayores bancos del país obligaron a Islandia a adoptar un ajuste draconiano y a ponerse en manos del Fondo Monetario Internacional (FMI) a fin de salvar una economía que había llegado a ser una de las más ricas del mundo. Entre los instrumentos puestos en marcha para estabilizar la economía se incluyeron los controles de cambios (restricciones a la libertad de cambio de moneda) y los controles de capital (limitaciones a los flujos de entradas y salidas de capitales).

Ya por estas fechas, Brasil se debatía en un dilema bien distinto. La crisis global, que en las economías avanzadas había sido una especie de ciclón, en los países emergentes había pasado como una leve y corta llovizna. La economía recobró pronto su empuje y pese a que los flujos de inversión extranjera global se redujeron, los dirigidos a Brasil siguieron aumentando. Como consecuencia, la apreciación del real contra el dólar se acentuó y surgieron demandas para frenar una subida del tipo de cambio, que perjudicaba la competitividad de la economía. La solución del Gobierno ha sido gravar con un impuesto las entradas de capital extranjero, complementado con otro impuesto para encarecer las transacciones exteriores con acciones brasileñas. En este caso no se limitan las entradas y salidas de capital, sino que se convierten en menos atractivas por su mayor fiscalidad.

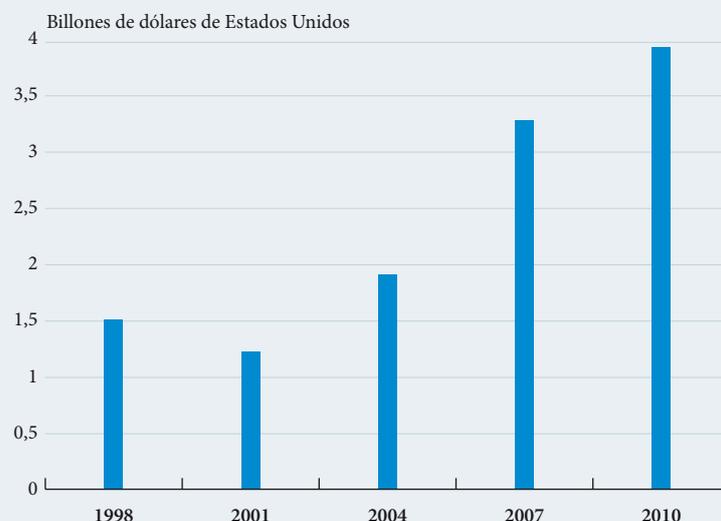
El ejemplo de Islandia y Brasil ha cundido, de manera que países como Indonesia, Taiwán, Singapur o Corea del Sur han introducido diversas formas de controles de capital, que se suman a las ya tradicionales de países como India o, por supuesto, China. De hecho, puede hablarse claramente de un cambio de enfoque por lo que se refiere a dichos controles. Las restricciones a la capacidad de los capitales de moverse libremente de un mercado nacional a otro fueron la norma en los países desarrollados a partir de la Segunda Guerra Mundial, con pocas excepciones (Estados Unidos, Suiza, Canadá). El sistema monetario internacional, fundamentado en tipos de cambio fijos, avalaba las limitaciones en las transacciones financieras internacionales, entonces muy reducidas, como forma de salvaguardar la capacidad de actuación de la política monetaria nacional y de apoyar la estabilidad de los tipos de cambio. Las más frecuentes eran restricciones a los no residentes en las inversiones en el mercado financiero nacional o en la propiedad de empresas nacionales; también se imponían fuertes limitaciones a las salidas de capital de residentes. El panorama cambió radicalmente en los años ochenta y noventa, cuando las economías avanzadas eliminaron progresiva pero decididamente todo vestigio de control de capitales en el marco de regímenes de tipo de cambio post-Bretton Woods. En la Unión Europea, cualquier limitación está estrictamente prohibida entre Estados miembros mientras que frente a países terceros la liberalización es prácticamente total. El cambio fue impulsado por el creciente flujo de capitales internacionales, en un contexto de globalización de las transacciones financieras; por la constatación de la cada vez menor efectividad de las limitaciones nacionales; y por el convencimiento de que la liberalización era positiva. De hecho, numerosos estudios académicos avalaban el efecto favorable de la eliminación de las restricciones al movimiento de capital sobre la capacidad de crecimiento real de las economías. La libre circulación de capitales se convirtió en un principio casi doctrinal. Incluso, a finales de los noventa, el FMI llegó a plantearse la modificación de sus estatutos para prohibir las restricciones a nivel mundial.

Sin embargo, ya en aquellos momentos, a finales de los noventa, la crisis de los «tigres asiáticos» puso de manifiesto el potencial desestabilizador de los movimientos de capital a corto plazo o «dinero caliente», cuando éste decide entrar o salir de forma precipitada a/de un país. Vista la experiencia, algunos países, como Tailandia, decidieron imponer diversas fórmulas de controles de capital, especialmente dirigidas a frenar las salidas de capitales. Pero lo que ha provocado un cambio en la consideración de los controles de capital ha sido la constatación de que aquellos países en los que estaban implantados han sido los menos afectados por la crisis financiera

global. El propio FMI ha reconocido, en un documento publicado en febrero de 2010,⁽¹⁾ que las limitaciones al libre movimiento de capitales pueden ser un complemento útil de las regulaciones prudenciales, evitando burbujas de crédito o restringiendo el endeudamiento frente al exterior de sectores que normalmente no suelen protegerse de eventuales cambios bruscos en las paridades de las monedas (por ejemplo, los hogares). En cambio, la ausencia total de controles en economías emergentes con sistemas financieros poco desarrollados puede tener efectos muy negativos. Entradas masivas de capital pueden conducir a una sobreapreciación del tipo de cambio, hinchando burbujas de activos, amplificando la fragilidad financiera del sistema y elevando rápidamente el riesgo de crisis.

LIQUIDEZ CRECIENTE

Volúmenes negociados diariamente en los mercados de cambios



FUENTE: Banco de Pagos Internacionales.

Para el FMI, la cuestión es cómo encauzar los flujos de entrada de capital que pueden suponer un riesgo para la política prudencial y macroeconómica. La imposición de restricciones a los movimientos de capital debería ser el último recurso. Existen otros instrumentos a disposición de los responsables económicos, como la acumulación de reservas exteriores (esterilizándolas, es decir, impidiendo que se traduzcan en un crecimiento del crédito interno) o la modificación de las políticas monetaria o fiscal. Pero si las anteriores no consiguen contener los flujos, los controles de capital pueden ser aceptables, si bien no está claro cuáles son más efectivos –o provocan menores distorsiones–, los que aplican limitaciones administrativas a los flujos o los que se basan en impuestos. En cualquier caso, lo que preocupa es que si bien la implantación de controles de capital puede ser útil a un país, el uso generalizado de los mismos puede tener un efecto perjudicial por la distorsión que puede provocar en la asignación eficiente de la inversión internacional. Es por este motivo que se recomienda que los controles tengan un carácter temporal.

(1) Ostry, Ghosh, Habermeier, Chamon, Qureshi & Reinhardt (2010), «Capital Inflows: The Role of Controls», IMF Staff Position Note, February 19.

Ante este cambio de posición, es probable que más países decidan aplicar controles de capital, en un contexto de escaso crecimiento, elevada liquidez y tipos de interés bajos en las economías desarrolladas, por un lado, y elevado crecimiento y altos tipos de interés en las economías emergentes, por otro. Si algo se puso de manifiesto en la última cumbre del G-20 en noviembre, fue la ausencia no ya de un gobierno mundial sino ni de tan siquiera una liviana coordinación internacional. En este contexto, muchos pueden considerar que «echar arena en las ruedas» –como preconizaba Tobin en su propuesta de los años setenta de un impuesto a los mercados de tipos de cambio, la «Tobin tax»– puede ser una vía para mejorar el funcionamiento del mecanismo. El recurso a los controles de capital es comprensible, si bien siempre será preferible disponer de un sistema financiero sólido y desarrollado, junto con unas políticas macroeconómicas adecuadas, que distorsionar artificialmente el libre flujo de capitales.

*Este recuadro ha sido elaborado por Joan Elias
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Sector público

Nuevas medidas fiscales y presupuestarias

En las últimas semanas se han anunciado medidas con incidencia presupuestaria y fiscal. En el marco de un conjunto de actuaciones de principios de diciembre para fomentar la inversión y la creación de empleo se elevó el impuesto sobre las labores del tabaco. Aunque la finalidad principal de esta medida es reducir su consumo para proteger la salud de los ciudadanos, la obtención de ingresos tributarios adicionales contribuirá también a la consolidación de las finanzas públicas. Este incremento supondrá para los cigarrillos un alza del tipo impositivo específico desde 10,2 hasta 12,7 euros por cada 1.000 cigarrillos y el aumento del impuesto mínimo

hasta 116,9 euros por 1.000 cigarrillos desde los 91,3 euros anteriormente.

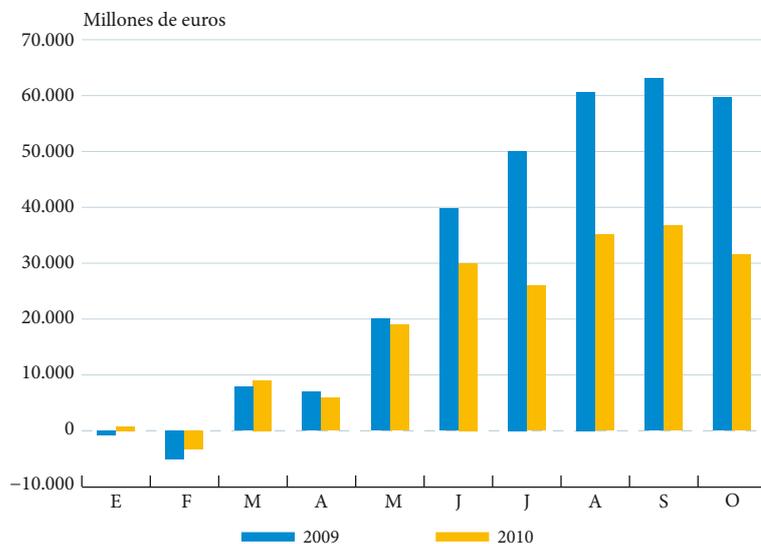
Por otra parte, también se han producido algunas modificaciones en el impuesto de sociedades. Se eleva de 8 a 10 millones de euros el límite del importe neto de la cifra de negocios para acogerse al régimen especial de las entidades de reducida dimensión, con lo que tienen el tipo impositivo reducido del 25% frente al 30% del tipo general. Además, se incrementa el importe hasta el cual la base imponible de las entidades de reducida dimensión está sujeta al tipo del 25%, o al 20% en el caso de las microempresas.

En cuanto a las cuentas del Estado, la estabilización de la coyuntura económica y las

Elevación del impuesto especial sobre el tabaco desde diciembre de 2010.

FUERTE REDUCCIÓN DEL DÉFICIT DEL ESTADO

Necesidad de financiación acumulada del ejercicio



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

La recaudación del impuesto sobre el valor añadido se eleva el 45% interanual en los diez primeros meses de 2010, pero se frena en octubre.

Hasta octubre se registra una necesidad de financiación del Estado del 3,0% del PIB, frente a un objetivo del 6,7% para la Administración central para el conjunto del ejercicio.

Las comunidades autónomas también cumplirán el objetivo presupuestario en 2010 y mejorarán la transparencia de su información.

medidas discrecionales adoptadas posibilitan una mejora. Así, en los diez primeros meses del ejercicio los ingresos acumulados se situaron en 151.658 millones de euros antes de las cesiones a las administraciones territoriales según el sistema de financiación vigente y en términos de caja, o sea, de acuerdo con los flujos monetarios registrados. Esta cantidad supone un aumento del 8,0% en relación con el mismo periodo del año anterior.

Este incremento se debió sobre todo a los impuestos indirectos, ya que los directos bajaron el 0,8% interanual. La principal figura, el impuesto sobre la renta de las personas físicas recaudó 57.301 millones de euros en enero-octubre, con un ascenso del 5,4% con relación al mismo periodo de 2009, gracias a la subida de las retenciones del trabajo en un 5,0%, a lo que contribuyó la supresión parcial de los 400 euros, y al decremento de las devoluciones en un 7,1%. Sin embargo, las entradas por el impuesto de sociedades bajaron el 19,5% respecto a los diez primeros meses del año precedente, si bien esta tasa supone una moderación de la caída debido a la tendencia de mejora de los beneficios empresariales.

Los impuestos indirectos acumulados hasta octubre subieron el 29,3% interanual hasta 63.397 millones de euros gracias mayormente al impulso del impuesto sobre el valor añadido (IVA), que se elevó el 44,8% gracias a la recuperación del consumo, a menores devoluciones y a la elevación de los tipos de gravamen desde julio, la cual ha supuesto un aumento de 1.430 millones de euros. No obstante, en el mes de octubre la recaudación por el IVA sólo subió el 1,7% interanual a causa del retroceso del 2,5% de las operaciones interiores, debido a la retracción del consumo tras el adelanto de las compras antes de julio. Los impuestos especiales se elevaron el 2,6% hasta octubre en relación con el mismo periodo del año previo.

Desde el otro lado del balance, los gastos acumulados se redujeron el 0,3% interanual, frente a un aumento del 18,4% en el mismo periodo de 2009. Los pagos corrientes se elevaron el 1,7% interanual debido sobre todo a una subida del 25,1% de los gastos financieros por la expansión de la deuda. Los pagos de capital cayeron el 12,3% interanual, reflejando la posición presupuestaria restrictiva.

A resultas de la evolución de los ingresos y los gastos, se anotó una necesidad de financiación de 31.263 millones de euros, en términos de contabilidad nacional, de acuerdo con el criterio contable de devengo, con una caída interanual del 47,3%. En porcentaje del producto interior bruto (PIB) la necesidad de financiación fue del 2,96%, que se compara favorablemente con el 5,63% correspondiente al mismo periodo de 2009. Cabe recordar que el objetivo para la Administración central en 2010 es del 6,7% del PIB, con lo que queda un notable margen. Además, recientemente, la ministra de Economía y Hacienda, Elena Salgado, ha reiterado que el Gobierno tomaría medidas adicionales en caso de que se apreciase desviaciones respecto a la senda de consolidación presupuestaria prevista.

Por lo referente a las comunidades autónomas, terminaron el primer semestre del año con un déficit presupuestario del 1% del PIB y según la valoración del Consejo de Política Fiscal y Financiera todo apunta a que se cumplirá el objetivo del 2,4% para el conjunto de 2010 gracias a las decisiones tomadas tanto por las mismas entidades territoriales como por el Estado en la medida que las afectan, como en la reducción de los gastos de personal y farmacia. Además, el Consejo de Política Fiscal y Financiera llegó a un acuerdo para mejorar la transparencia respecto a la información económico-financiera que presentan las comunidades autónomas.

Ahorro y financiación

Leve aumento de la financiación al sector privado

Los tipos de interés crediticios siguieron ascendiendo levemente en el mes de octubre. El tipo de interés promedio de las nuevas operaciones crediticias al sector privado se colocó en el 3,57%, 19 puntos básicos por encima del mes anterior, si bien sólo 13 más que un año antes. De este modo, reflejaron la suave tendencia ascendente de los tipos de interés interbancarios y también el aumento de la prima de riesgo de la deuda española. No obstante, los tipos de interés reales, es decir, descontando la inflación, continuaron bajando livianamente. Esto contribuyó a que la financiación al sector privado, aunque afectada por la debilidad de la demanda, registrase

un ligero aumento interanual por primera vez desde septiembre de 2009.

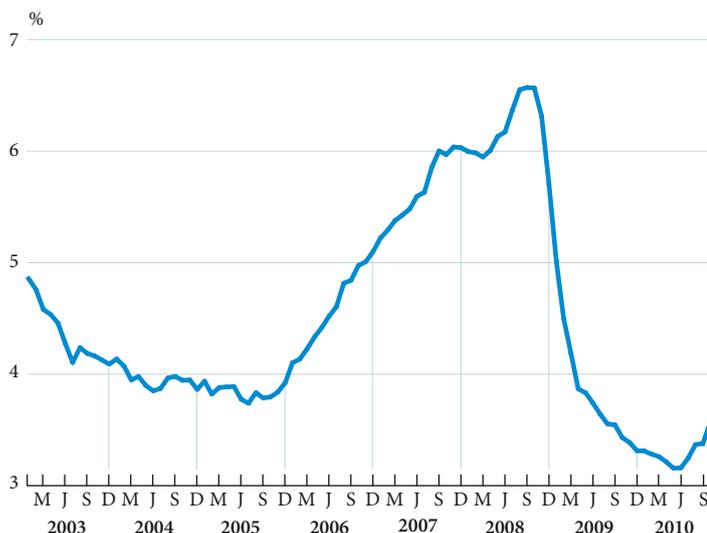
Esta leve aceleración se debió a la financiación de las empresas, cuya tasa de variación interanual se incrementó en 2 décimas hasta el -0,1%. En concreto, la mejora es atribuible a los préstamos bancarios, tanto del interior como del exterior, que moderaron su caída interanual. Por el contrario, las emisiones de valores de renta fija frenaron su expansión hasta el 26,4%, 1,7 puntos menos que en septiembre, en un contexto de tensiones en los mercados financieros a raíz de la crisis irlandesa.

El crédito comercial, destinado a financiar el capital circulante de las empresas, continuó ralentizando su contracción hasta

La financiación al sector privado registra un ligero incremento interanual por primera vez desde septiembre de 2009.

REPUNTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS CREDITICIOS

Tipos de interés de nuevas operaciones en entidades de crédito de los préstamos al sector privado



FUENTE: Banco de España.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Octubre 2010

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.218.775	5.817	0,1	78,0
Empresas no financieras	1.318.165	8.964	-0,1	46,3
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	903.999	-12.362	-1,3	31,8
<i>Valores distintos de acciones</i>	64.111	7.912	26,4	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	350.055	13.414	-0,9	12,3
Hogares (4)	900.610	-3.147	0,3	31,7
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	678.095	-457	0,6	23,8
<i>Otros (3)</i>	219.024	-2.800	-0,6	7,7
<i>Préstamos del exterior</i>	3.491	111	2,1	0,1
Administraciones públicas (5)	626.152	65.530	16,4	22,0
TOTAL	2.844.927	71.347	3,2	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Se acelera la caída del crédito a la construcción y a la promoción inmobiliaria.

mostrar una bajada interanual de sólo el 0,9%, a consecuencia de la estabilización de la coyuntura económica. Por su parte, los arrendamientos financieros, dirigidos a la inversión, apenas frenaron su retroceso y marcaron una bajada interanual del 15,3%.

Por sectores, con datos que alcanzan hasta septiembre, se aprecia una mejora generalizada respecto al segundo trimestre, excepto la construcción, que amplió su caída interanual hasta el 9,3%. Con todo, el único gran sector que presentaba una tasa de variación interanual positiva eran los servicios, con un alza del 1,2%. Por su parte, el crédito para la financiación de las actividades inmobiliarias acentuó su retroceso interanual hasta el 1,3%. Por lo referente a la industria, redujo su caída interanual hasta el 0,7%, mientras el sector primario mostraba una disminución similar, del 0,5%.

La financiación a las familias estabilizó su ritmo de avance en octubre en el 0,3%

interanual. Esta evolución provino de una muy liviana desaceleración de los préstamos para la vivienda, que anotaron un aumento interanual del 0,6%, y de un leve freno de la contracción del resto de la financiación hasta el -0,6%. No obstante, los últimos datos disponibles del crédito para la compra de bienes de consumo duradero indicaron una fuerte contracción al final de septiembre del 19,2% respecto a doce meses antes, mucho mayor que la anotada en junio de 2010, reflejando el retroceso del consumo de este tipo de bienes tras la subida de los tipos de gravamen del impuesto sobre el valor añadido en julio de 2010.

Después de una pausa en septiembre, la tasa de morosidad del crédito al sector privado en el conjunto de las entidades crediticias se elevó ligeramente hasta el 5,7% en octubre, situándose 0,7 puntos por encima del nivel de doce meses antes. Por otro lado, la tasa de morosidad de las actividades inmobiliarias se colocó en el 11,8% en

Fuerte contracción del crédito para la compra de bienes de consumo duradero tras el alza del IVA en julio.

septiembre, medio punto más que al final de junio de 2010. La tasa de dudosa de las hipotecas para la compra de vivienda se elevó muy livianamente en septiembre hasta el 2,6%, pero se colocaba 4 décimas por debajo de un año antes. Por el contrario, la tasa de morosidad de los bienes de consumo duradero bajó 7 décimas en septiembre respecto al trimestre anterior, pero se situaba considerablemente por encima de la media, en el 7,2%.

Por lo referente a la financiación canalizada a las administraciones públicas, en octubre se situó el 16,4% por encima del mismo mes de 2009, una décima más que en septiembre, pero la mitad de la correspondiente tasa del mismo mes de 2009. En los últimos meses la financiación del sector público se ha encarecido al aumentar la prima de riesgo a raíz de la crisis irlandesa. El diferencial de rentabilidad con las obligaciones alema-

nas a diez años alcanzó un máximo desde el lanzamiento del euro en 291 puntos básicos al final de noviembre. No obstante, posteriormente se relajó tras el anuncio de nuevas medidas fiscales y liberalizadoras y con el apoyo del Banco Central Europeo. Así, este diferencial se situaba en 258 puntos básicos al final del otoño.

De esta manera, la financiación al conjunto de los sectores no financieros residentes en España avivó muy levemente su ritmo de crecimiento hasta el 3,2% interanual. Sin embargo, esta tasa se situaba 2,1 puntos por debajo de un año antes.

Por otro lado, el Banco de España anunció que exigirá una mayor transparencia a las instituciones financieras. De este modo, las entidades crediticias proporcionarán un mayor detalle de su financiación y liquidez.

El Banco de España exigirá mayor transparencia a las instituciones financieras.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Tercer trimestre de 2010

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Financiación de actividades productivas						
Agricultura, ganadería y pesca	23.456	333	1,4	-120	-0,5	
Industria	152.031	-168	-0,1	-1.039	-0,7	
Construcción	121.514	-8.925	-6,8	-12.531	-9,3	
Servicios	694.373	8.771	1,3	8.414	1,2	
Total	991.373	11	0,0	-5.277	-0,5	
Financiación a personas físicas						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	658.552	3.986	0,6	6.118	0,9	
Adquisición de bienes de consumo duradero	40.259	-9.013	-18,3	-9.581	-19,2	
Otras financiaciones	111.225	1.124	1,0	3.350	3,1	
Total	810.037	-3.903	-0,5	-112	0,0	
Otros	39.410	7.674	24,2	199	0,5	
TOTAL	1.840.820	3.782	0,2	-5.190	-0,3	
<i>Adquisición de viviendas y actividades inmobiliarias</i>	<i>948.105</i>	<i>366</i>	<i>0,0</i>	<i>1.543</i>	<i>0,2</i>	

NOTA: (*) Del conjunto de las entidades de crédito: sistema bancario, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Expansión de los depósitos a plazo al aumentar su remuneración.

Se aviva la expansión de los depósitos bancarios

El interés de las entidades financieras por la captación de los depósitos de la clientela ha impulsado hacia arriba la remuneración de las cuentas a plazo, que alcanzó el 2,75% en promedio en octubre en el caso de los particulares, situándose 56 puntos básicos por encima de doce meses antes. Esto impulsó las imposiciones a plazo, de modo que su saldo se elevó el 3,2% en octubre con relación a un año antes. El conjunto de los depósitos anotó el 1,9% interanual, 8 décimas más que en septiembre, ya que las cuentas a la vista y de ahorro continuaban decelerándose.

La volatilidad de los mercados financieros y la competencia de los depósitos afectaron notablemente a las participaciones en los fondos de inversión, otro producto favorito de los ahorradores. De esta manera, en noviembre se registraron unos reembolsos netos por valor de 2.959 millones de euros, la tercera mayor de 2010. Así, el patrimonio se situó en 138.918 millones

de euros, con un descenso interanual del 14,8%. La rentabilidad media anual resultó del -0,22%, pero con una gran dispersión: mientras que la renta variable de los mercados emergentes subía el 24,3%, la renta variable nacional presentaba minusvalías del 15,2%.

La competencia de los depósitos bancarios también está afectando a los productos de seguros. Así, el volumen de primas del seguro directo acumulado hasta septiembre se cifró en 41.977 millones de euros, con un descenso interanual del 5,3%. Los ramos de vida sufrieron una caída del 10,9%. No obstante, las provisiones gestionadas por estos ramos se incrementaron el 2,1% interanual. Destacan las correspondientes a los seguros de dependencia, que se elevaron el 23,0% interanual. Respecto a los ramos de no vida, sus primas totalizaron 23.731 millones de euros hasta septiembre y registraron un descenso con relación a un año antes del 0,5%. Los seguros de automóviles bajaron el 1,1%. En cambio, los de salud y multirriesgos aumentaron el 4,2% y el 2,7%, respectivamente.

Descenso interanual del volumen de primas de seguros hasta septiembre.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Octubre 2010

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	252.414	-10.320	-3,9	-3.931	-1,5	17,7
De ahorro	207.170	-622	-0,3	7.027	3,5	14,5
A plazo	737.499	17.488	2,4	22.673	3,2	51,7
En moneda extranjera	20.381	-1.634	-7,4	-3.303	-13,9	1,4
Total depósitos	1.217.465	4.912	0,4	22.466	1,9	85,3
Resto del pasivo (*)	209.431	-3.699	-1,7	3.194	1,5	14,7
TOTAL	1.426.896	1.213	0,1	25.660	1,8	100,0

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

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico: publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010 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
5. La economía del País Vasco: 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"

11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero María Gutiérrez-Domènech
12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons
13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual
14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual
15. Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña María Gutiérrez-Domènech
16. ¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes Àlex Ruiz
17. El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático? Claudia Canals
18. Hacia una nueva arquitectura financiera Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
19. Globalización y *decoupling*. ¿Hacia un mundo emergente desacoplado de las economías avanzadas? Àlex Ruiz

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

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

- 01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals
- 02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal
- 03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta
- 01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà
- 02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal
- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department

■ 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
37. Europa, como América: Los desafíos de construir una federación continental Josep M. Colomer

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico 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
Adjunto a la Dirección
- Matthias Bulach
Director de Análisis Económico
- Enric Fernández
Director de Economía Internacional
- Oriol Aspachs
Director de Economía Europea
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros

INFORME MENSUAL

Enero 2011

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Estudios y Análisis Económico

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

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

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2009

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

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

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



Informe Mensual edición iPad

La economía desde tu sofá

El Informe Mensual edición iPad se ha generado en un formato que se puede leer desde el iPad de Apple y desde la mayoría de lectores de libros electrónicos (e-Book readers). Se incluye el formato específico de los lectores Kindle de Amazon.

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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

