

Informe Mensual



INUNDADOS DE LIQUIDEZ

Deflación, tipos cero... y otras trampas Pág. 10

Alternativas de política monetaria en un contexto de baja inflación y tipos de interés cero

Las presiones inflacionistas reaparecen. ¿Subirán los tipos? Pág. 20

La fuerte subida del precio de las materias primas amenaza la política de tipos bajos y abundante liquidez.

Burbujas: un fenómeno complejo y difícil de identificar Pág. 34

La formación de las burbujas y su identificación, cuestiones de importancia en la actualidad

¿Por qué están tan bajos los tipos de interés (libres de riesgo) a largo plazo? Pág. 46

La recuperación económica llevará los tipos de interés a niveles más altos

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	2,9	3,0	-2,7	0,2	2,4	3,0	3,2	2,8	
Japón	-6,3	4,4	1,7	-6,2	-1,8	5,5	3,5	5,0	3,8	
Reino Unido	-4,9	1,7	2,1	-5,4	-3,0	-0,3	1,6	2,7	1,7	
Zona del euro	-4,0	1,7	1,6	-4,0	-2,0	0,8	2,0	1,9	2,1	
<i>Alemania</i>	-4,7	3,6	2,3	-4,4	-2,0	2,1	3,9	3,9	4,6	
<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	1,8	-1,6	1,5	2,4	1,8	1,2	1,2	
Japón	-1,4	-0,6	0,6	-2,3	-2,0	-1,1	-0,9	-0,8	0,4	
Reino Unido	2,2	3,3	2,5	1,5	2,1	3,3	3,4	3,1	3,4	
Zona del euro	0,3	1,6	1,9	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,7	2,0	
<i>Alemania</i>	0,3	1,1	1,8	-0,2	0,4	0,8	1,1	1,2	1,5	
<i>Francia</i>	0,1	1,5	1,9	-0,4	0,4	1,4	1,6	1,5	1,7	
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	20,1	20,2	17,9	18,8	20,0	20,1	19,8	20,3	
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	3,5	3,5	3,4	3,7	3,5	2,8	2,8	
Bonos alemanes 10 años	3,3	2,8	3,0	3,3	3,2	3,2	2,8	2,4	2,6	
Tipos de cambio										
\$/Euro	1,39	1,33	1,35	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 *Deflación, tipos cero... y otras trampas*
- 13 Japón
- 15 China
- 16 Brasil
- 17 México
- 18 Materias primas
- 20 *Las presiones inflacionistas reaparecen. ¿Subirán los tipos?*
- 23 Unión Europea
 - 23 Zona del euro
 - 26 Alemania
 - 28 Francia
 - 29 Italia
 - 30 Reino Unido
 - 32 Europa emergente
- 34 *Burbujas: un fenómeno complejo y difícil de identificar*
- 37 Mercados financieros
 - 37 Mercados monetarios y de capital
- 46 *¿Por qué están tan bajos los tipos de interés (libres de riesgo) a largo plazo?*
- 50 Coyuntura española
 - 50 Actividad económica
 - 54 Mercado de trabajo
 - 58 Precios
 - 62 Sector exterior
 - 65 Sector público
 - 67 Ahorro y financiación

Inundados de liquidez

Decía Milton Friedman que la teoría monetaria es como un jardín japonés: una simplicidad aparente que oculta una elevada sofisticación, una superficie que se desvanece en delicadas perspectivas... En los últimos tiempos, los diseñadores de políticas monetarias se han enfrentado al desafío de una gran recesión y se han adentrado en territorios desconocidos, tratando de evitar el colapso de las economías. Solo el tiempo permitirá juzgar su acierto o su extravío.

El diseño más audaz, sin duda, ha sido el de la Reserva Federal. Su *chairman*, Ben Bernanke, es un buen conocedor no de los jardines japoneses sino de la política monetaria seguida por Japón tras el estallido de la burbuja de activos a finales de los ochenta, un claro precedente de la situación actual. La Fed se ha embarcado en una política monetaria extremadamente laxa y más agresiva que la desarrollada por el banco central nipón en los noventa. Primero, recortó los tipos de interés de referencia para los fondos federales hasta un mínimo (una banda del 0% al 0,25%). Agotado el recorrido de los tipos, optó por la expansión cuantitativa, es decir, ensanchar la base monetaria mediante compras de deuda pública y privada, inyectando la máxima liquidez y movilizándolo mercados colapsados, como el hipotecario o el del papel comercial.

El recurso a políticas no ortodoxas, combinado con una política fiscal expansiva, contribuyó a contener la mayor recesión de las últimas décadas. También el Banco de Inglaterra optó por expandir la base monetaria sin reparos. Incluso el Banco Central Europeo, menos proclive a salirse de la ortodoxia monetaria convencional, ha adoptado medidas excepcionales, como inyectar toda la liquidez demandada por las instituciones financieras o comprar deuda pública de algunos estados del Eurosistema.

Sin embargo, estas actuaciones de las autoridades monetarias suscitan controversia. Por ejemplo, no está claro que la laxitud monetaria sirva para resolver una recesión provocada por un endeudamiento excesivo; es decir, por más que los tipos de interés se mantengan en el cero y por más que el banco central monetice la deuda, la preocupación del sector privado –familias, empresas, bancos– sigue siendo su excesiva deuda y cómo reducirla, abocando a la economía a una deflación o/y a una contracción. La experiencia japonesa en este sentido es muy ilustrativa.

Otro problema está en que inundando la economía de liquidez corremos el riesgo de despertar tensiones inflacionistas en el momento en que la actividad se recupere. Un riesgo que a primera vista parecería lejano cuando hasta hace poco la principal preocupación era la contraria, la deflación. Incluso algunos defienden que es bueno, en las actuales circunstancias, generar expectativas inflacionistas con el fin de movilizar el gasto. Al fin y al cabo, se supone, los bancos centrales serán capaces de retirar los excesos de liquidez del sistema a tiempo antes que la inflación se desanclé. En todo caso, la relajada política monetaria tiene sus efectos directos en la cotización del dólar, primera y principal moneda de reserva mundial, distorsionando los mercados de divisas y generando preocupación entre los principales tenedores de deuda americana, con China a la cabeza. También se sospecha que la excesiva liquidez se desvía hacia otros destinos que el previsto por el banco central, como podría ser el caso ahora de las materias primas. La experiencia reciente apunta a que una excesiva laxitud monetaria estaría detrás de burbujas pasadas, como la tecnológica o la inmobiliaria.

¿Sabrán los bancos centrales retirar a tiempo el enorme estímulo monetario?

RESUMEN EJECUTIVO

La economía mundial se recupera y en 2011 mantendrá el impulso de crecimiento.

China sigue creciendo a tasas del 10%, mientras que las economías avanzadas presentan resultados muy discretos.

Mejoran las previsiones para Estados Unidos y Japón sorprende positivamente en 2010.

Recuperación dual, con inflación al fondo

Aun sin disponer todavía de indicadores relevantes relativos a 2011, pocas dudas caben de que va a ser un año de recuperación. Pero, eso sí, a dos velocidades, como afirma Olivier Blanchard, *chief economist* del Fondo Monetario Internacional (FMI): crecimiento lento en las grandes economías frente a riesgos de recalentamiento en algunas emergentes. Como novedad, la subida de los precios de las materias primas en las últimas semanas, mucho más intensa de lo esperado, que se está trasladando ya a los índices de precios de consumo. En los mercados financieros se percibe un descenso de la incertidumbre y de la aversión al riesgo entre los inversores.

El FMI, en su revisión de enero de las perspectivas de la economía mundial, es ahora algo más optimista y prevé un crecimiento global del 4,4% en 2011, después de avanzar un 5,0% en 2010 y lejos ya de la recesión de 2009. Unas tasas elevadas que se explican principalmente por las economías emergentes y en desarrollo, que en 2011 crecerán un 6,5% tras el 7,1% de 2010. Este grupo se beneficia de la rápida recuperación del comercio internacional, tras el colapso de 2008-2009, de la creciente demanda global de materias primas y de una sostenida mejora de su demanda interna.

Mención aparte merece China. El crecimiento del 9,8% interanual en el cuarto trimestre del 2010, sitúa el cómputo del año en un robusto 10,3%, arrebatando a Japón el título de segunda economía mundial por detrás de Estados Unidos. Los indicadores de actividad más recientes,

correspondientes al mes de diciembre, no hacen sino confirmar la vitalidad china. Por lo que respecta a la formación de capital, la inversión en activos fijos creció un 24,5% interanual, lejos de corregirse a pesar de las numerosas medidas destinadas a enfriar el sector inmobiliario.

En cambio, las economías avanzadas experimentarán un crecimiento del 2,5% en 2011, medio punto menos que en 2010. Con todo, se trata de una previsión algo mejor que la que se manejaba hace unos meses, gracias al tirón que ejercen las economías emergentes y a un consumo privado más firme de lo esperado.

En particular, Estados Unidos encara 2011 con una expectativa de crecimiento superior al 2,9% de 2010 gracias a la pujanza del consumo privado y de la inversión en equipo. Un avance que, sin embargo, será insuficiente para reducir de forma significativa el desempleo. De ahí que las políticas fiscal y monetaria mantengan un sesgo netamente expansivo. La prioridad es la reducción del desempleo por la vía de la demanda. La necesaria consolidación fiscal queda para más adelante, de manera que el déficit público en 2011 no quedará muy por debajo del 10% del producto interior bruto (PIB).

La economía japonesa ha sorprendido al crecer más del 4% en 2010 gracias al repunte de las exportaciones. Pero en 2011 el motor exportador perderá fuerza y la demanda interna no está para muchas alegrías, de manera que es de esperar que Japón crezca en 2011 por debajo del 2%.

En la zona del euro, los últimos datos de actividad económica confirman que se

mantiene la divergencia en tasas de crecimiento, con Alemania y algunos de sus vecinos, que registran elevados crecimientos, y el resto de países, que presentan avances mucho más contenidos, cuando no cifras negativas. Esperamos que esta divergencia de crecimientos se reducirá ligeramente durante el año 2011 y ello ayudará a que las tensiones en el mercado de deuda soberana vayan remitiendo. La incertidumbre generada por esta crisis sigue siendo elevada, desplazándose en enero las tensiones hacia Portugal, cuya intervención se llegó a barajar en algunos momentos. Si bien es cierto que las últimas medidas emprendidas por la Unión Europea han contenido la misma, persisten las dudas sobre las trayectorias de consolidación fiscal de varios países miembros.

Está previsto que estos temas se aborden en profundidad en la próxima cumbre de la Unión Europea del 24 y 25 de marzo. En su reunión de enero, los ministros de Finanzas estudiaron elevar los recursos del fondo de rescate utilizado para hacer frente a la crisis de deuda soberana en la eurozona. Asimismo, se barajaron las formas de conseguir una disciplina fiscal más estricta, implementar las necesarias reformas estructurales y coordinar más estrechamente las políticas económicas. Los ministros también acordaron realizar nuevas pruebas de resistencia a los bancos de la región, cuyos resultados se publicarían en julio.

La atención se ha centrado también en la subida de la inflación. La principal responsabilidad se atribuye a las materias primas, que aumentaron considerablemente en 2010, principalmente debido a la fortaleza de la demanda. Pero también pueden tener su parte de culpa las expansivas políticas monetarias aplicadas por las economías desarrolladas, expansión que en buena parte se transfiere a las economías emergentes por diversas vías. En cualquier caso, el resultado es un notable repunte en los índices de inflación de los países emergentes, donde los precios de los alimentos

pesan mucho en la cesta de la compra. En China, la tasa de inflación de diciembre bajó al 4,6% anual, frente al 5,1% de noviembre, pero ello no impidió que el banco central endureciera de nuevo las condiciones monetarias.

En las economías desarrolladas, el impacto inflacionista es más visible en Europa. Mervyn King, gobernador del Banco de Inglaterra, ha afirmado que la inflación británica podría tocar el 5% en los próximos meses. El inicio de 2011 tampoco va a ser cómodo para Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo (BCE), ya que en diciembre la inflación de la eurozona se situó en el 2,2%, la más elevada en dos años, traspasando el umbral objetivo de la autoridad monetaria del euro. En su última rueda de prensa el presidente del BCE advirtió sobre el riesgo inflacionista y sobre una posible respuesta de la política monetaria al mismo.

De todas formas, el repunte de los precios en Europa no ha incidido apenas en las expectativas inflacionistas y los mercados se mueven en otros parámetros. Tanto la apelación al BCE como las reservas excedentarias de los bancos siguen mostrando una tendencia a reducirse, favoreciendo la normalización gradual del mercado monetario. Con respecto al cruce entre el euro y el dólar, cabe destacar la elevada volatilidad entre finales de 2010 y el arranque de este año, provocada por la crisis de la periferia de la eurozona, que es de esperar remita progresivamente. La rentabilidad de la deuda, tanto norteamericana como alemana puede registrar un sesgo ligeramente alcista, si se confirma el escenario macroeconómico expansivo y los bancos centrales consiguen neutralizar las amenazas inflacionistas.

En España, los indicadores disponibles apuntan a que la paulatina reactivación de la economía ha continuado en el cuarto trimestre de 2010. Esta tendencia se mantien-

Las tensiones de la crisis de la deuda pública europea se reproducen en enero.

La inflación reaparece por la subida de los precios de las materias primas en un contexto de liquidez abundante.

Por el momento, se confía en que las amenazas inflacionistas podrán ser neutralizadas.

La economía española crece levemente en el cuarto trimestre...

drá en 2011, en parte gracias al apoyo del sector exterior, pero el limitado progreso que experimentará la demanda interna mantendrá la tasa de crecimiento por debajo de su potencial. En el cuarto trimestre, el consumo privado mostró una frágil progresión, que se combinó con un retroceso de la confianza de los consumidores. También retrocedió la confianza del sector de la construcción, mientras que algunos indicadores de inversión en equipo mostraban un tono más positivo. Asimismo, algunos de los principales componentes del índice de producción industrial apuntaban en noviembre a un cierto repunte. Las exportaciones, por su parte, mantienen su dinamismo, particularmente las ventas al resto de países de la eurozona.

...pero no evita un nuevo avance del desempleo, al tiempo que la inflación sube hasta el 3%.

El débil avance de la actividad económica dificulta un cambio de tendencia en la creación de empleo, de forma que en el primer trimestre de 2011 se prevé todavía un descenso en el número de ocupados. Con todo, tras meses de estancamiento en el proceso de recuperación del empleo, en diciembre la caída en el número de afiliados en alta laboral de la Seguridad Social fue menor. En el conjunto de 2010, las afiliaciones se redujeron en casi 220.000, una caída menor que la registrada durante el año 2009 en el que se perdieron más de 700.000 puestos de trabajo. También la encuesta de población activa recoge un freno en la destrucción de empleo en el cuarto trimestre, que no evitó que en el conjunto de 2010 más de 370.000 personas se quedaran sin trabajo. La tasa de paro acabó el año en el 20,3%, frente al 18,8% de finales de 2009.

El cumplimiento de los objetivos de déficit público ayuda a paliar las tensiones en los mercados de deuda.

Una traba en el camino de la recuperación lo puede constituir el repunte inflacionario, que en España se ha alimentado, además del alza de las materias primas, de la

subida de impuestos indirectos. En diciembre el índice de precios de consumo alcanzó el 3,0% interanual, que contrasta con las tasas negativas registradas en 2009. La subida de los precios resta poder adquisitivo a las familias, cuya renta disponible se contrajo ligeramente en 2010, de manera que no facilita el relanzamiento del consumo privado. Por otra parte, constituye un indicador de posible pérdida de competitividad, en la medida en que el diferencial de inflación con la zona del euro se ha ampliado a 0,7 puntos porcentuales, frente al registro negativo de 2009.

De todas formas, la subida de impuestos por lo menos ha permitido cumplir holgadamente el déficit del Estado programado para 2010. Según la información más reciente, y en términos de PIB, el déficit del Estado fue del 5,1%, frente a una previsión inicial del 5,9%. Esta mejora permitirá aliviar el desvío en sentido contrario del déficit de las administraciones territoriales, de manera que el déficit del conjunto del sector público se situará en el 9,2%, una décima menos de lo previsto. El ajuste de las cuentas públicas es particularmente importante en un momento de tensiones en los mercados de deuda, de inquietud por su sostenibilidad y de exigencia de elevadas primas de riesgo.

Además, el Gobierno ha pactado con empresarios y sindicatos las líneas básicas de la reforma de las pensiones públicas, con la vista puesta en su viabilidad futura. Por último, destacan las nuevas disposiciones orientadas a acelerar el saneamiento y la capitalización de las cajas de ahorros, que representan cerca de la mitad del sistema financiero español.

28 de enero de 2011

CRONOLOGÍA

2010

- 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.

2011

- enero** 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Estonia, hasta diecisiete estados miembros.

AGENDA

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).
22 Comercio exterior (diciembre).
25 Precios industriales (enero).
28 Avance IPCA (febrero). IPC armonizado de la UE (enero).
Balanza de pagos (diciembre).
Ingresos y gastos del Estado (diciembre 2010 y enero 2011).

Marzo

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
4 Índice de producción industrial (enero).
10 Ventas minoristas (enero).
11 IPC (febrero).
15 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
16 IPC armonizado de la UE (febrero).
Coste laboral (cuarto trimestre).
22 Comercio exterior (enero).
Ingresos y gastos del Estado (febrero).
25 Precios industriales (febrero).
30 Ventas minoristas (febrero). Avance IPCA (marzo).
31 Balanza de pagos (enero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 2,8% y mejora sus perspectivas para 2011 a costa de un elevado déficit público.

Estados Unidos: creciendo en busca del empleo

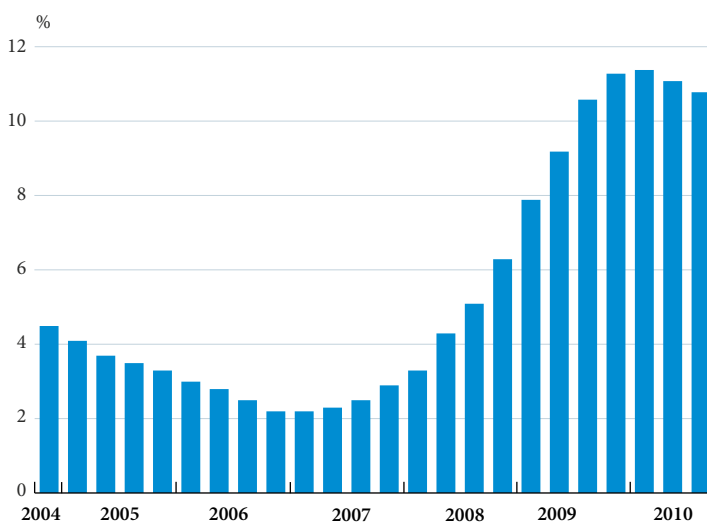
Al cierre de este informe, la publicación de los datos del producto interior bruto del cuarto trimestre de 2010, arrojó un crecimiento del 2,8% interanual, aupado por el consumo privado. Esto confirma que el crecimiento para 2011 debería ser superior al 2,9% del conjunto de 2010. Un avance que, sin embargo, bien podría ser insuficiente para reducir de forma significativa una tasa de desempleo que, según la Reserva Federal, está cuatro puntos por encima del nivel consistente con el pleno empleo. En el capítulo de precios, la inflación subyacente seguirá netamente por debajo del 2% en 2011. Esta ausencia de inflación, y del beneficio que supone para los deudores la erosión que provoca en el principal

de la deuda, hará que los hogares tengan un poco más difícil la reducción de su deuda, que en términos brutos supera el 117,7% de su renta disponible.

En virtud de lo dicho, el riesgo de un crecimiento insuficiente sigue siendo mayor que el que representan las posibles tensiones inflacionistas. De ahí que las políticas fiscal y monetaria mantengan un sesgo netamente expansivo, con una segunda expansión cuantitativa de la Fed anunciada en noviembre, extensión de la cobertura por desempleo y bajadas de impuestos. La prioridad es la reducción del desempleo por vía de la demanda, mientras que la necesaria consolidación fiscal queda para más adelante, con un déficit público para el conjunto de 2011 que no quedará muy por debajo del 10% del producto interior bruto (PIB).

ESTADOS UNIDOS: LOS ESTÍMULOS IMPLICAN DÉFICIT

Déficit público en porcentaje del producto interior bruto



NOTA: Media de los últimos 12 meses (incluye adm. federal y local).

FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Thomson Datastream y elaboración propia.

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	Diciembre
PIB real	0,0	-2,6	0,2	2,4	3,0	3,2	-	2,8	-
Ventas al por menor	-1,0	-6,4	1,6	5,7	6,9	5,8	7,9	7,5	7,9
Confianza del consumidor (1)	58,0	45,2	51,0	51,7	58,2	50,9	49,9	54,3	52,5
Producción industrial	-3,3	-9,3	-3,8	2,7	7,4	6,9	5,9	5,6	5,9
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	54,6	58,2	58,8	55,4	56,9	56,6	57,0
Viviendas iniciadas	-32,9	-38,4	-14,8	16,5	12,2	0,4	0,8	-6,1	-8,2
Tasa de paro (2)	5,8	9,3	10,0	9,7	9,6	9,6	9,7	9,8	9,4
Precios de consumo	3,8	-0,4	1,4	2,4	1,8	1,2	1,2	1,1	1,5
Balanza comercial (3)	-698,8	-374,9	-374,9	-398,9	-451,6	-486,6	-492,8	-495,8	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	2,8	0,7	0,3	0,3	0,5	0,3	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	73,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

Entre las fortalezas de la economía estadounidense está el vigor del consumo privado que, aupado por las políticas expansivas y por cierta moderación de la tasa de ahorro de los hogares, ya ha recuperado los niveles anteriores a la crisis. Así el consumo privado acabó el año creciendo un 1,1% intertrimestral (2,7% interanual), un fin de año vigoroso que debe contribuir a que, en 2011, podamos asistir a una reducción de la tasa de paro.

Otro punto fuerte es el buen tono del gasto de inversión en equipo, a pesar de la ralentización del cuarto trimestre. La inversión se seguirá sustentando en la mejora de los beneficios empresariales, que debería continuar a lo largo de 2011, gracias al mayor crecimiento de la demanda y a los costes contenidos que supone tener capacidad ociosa. Coherente con ello, la percepción empresarial reafirma su optimismo. El índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de diciembre retomó la senda alcista y se encaramó hasta el nivel de los 57,0 puntos, en el caso de

las manufacturas, y hasta los 63,5 en el de los servicios. Unos guarismos que se corresponden con una situación de expansión vigorosa. Sin embargo, esta visión optimista tiene un lunar significativo. El componente de empleo del índice de servicios, que representa el 80% del total del empleo privado, retrocedió hasta el nivel de los 50,5 puntos, mostrando que, de momento, las estrategias de la mayor parte de las empresas pasan más por la inversión y la mejora de los procesos que por la contratación de personal.

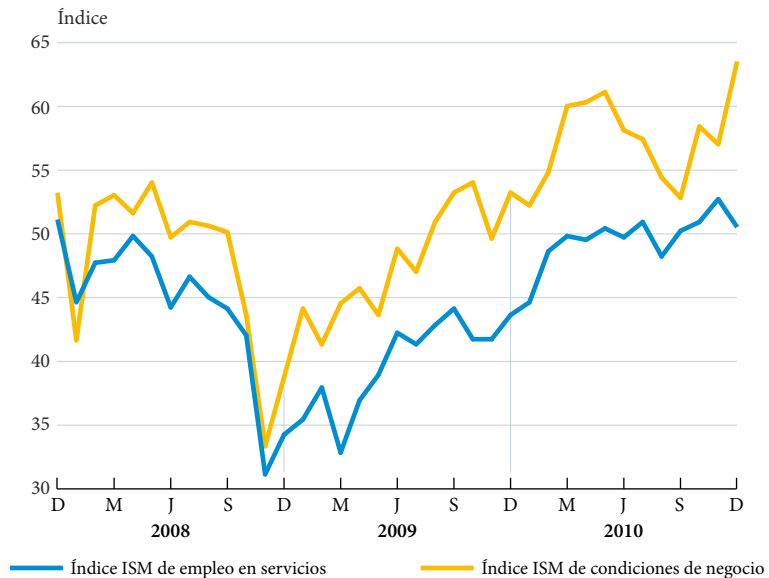
Todo ello no hace más que confirmar que el mercado de trabajo sigue siendo el principal punto a enmendar de la economía estadounidense. Para 2011 se espera una ligera mejoría pero es difícil que la total normalización llegue antes de tres años, a menos que el crecimiento no supere ampliamente el umbral del 3%. Pero el camino es duro. Si bien la tasa de paro de diciembre bajó del 9,8% al 9,4%, esta mejora pudo deberse a factores estacionales. En el conjunto de 2010 se crearon 1.124.000

El consumo asienta su mejora, aunque las ventas al por menor se desaceleran después de una buena racha.

La tasa de paro, 9,4%, bajará poco en 2011.

ESTADOS UNIDOS: UN CRECIMIENTO SIN MUCHO EMPLEO

Índices ISM de servicios



FUENTES: ISM, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

La vivienda sigue sumida en el fondo por culpa de los impagos de hipotecas.

empleos, pocos en comparación con los 8,5 millones perdidos durante la crisis. La reducción de peticiones de subsidio de desempleo y el crecimiento económico apuntan a que la creación de empleo para el conjunto de 2011 puede acercarse a los 2 millones, pero la cantidad de trabajadores desanimados, y los que trabajan a tiempo parcial involuntariamente, deberían absorber una parte importante de esta. Otra complicación sigue siendo la elevada proporción de parados de larga duración que, por encima del 40%, dobla a la de recesiones anteriores.

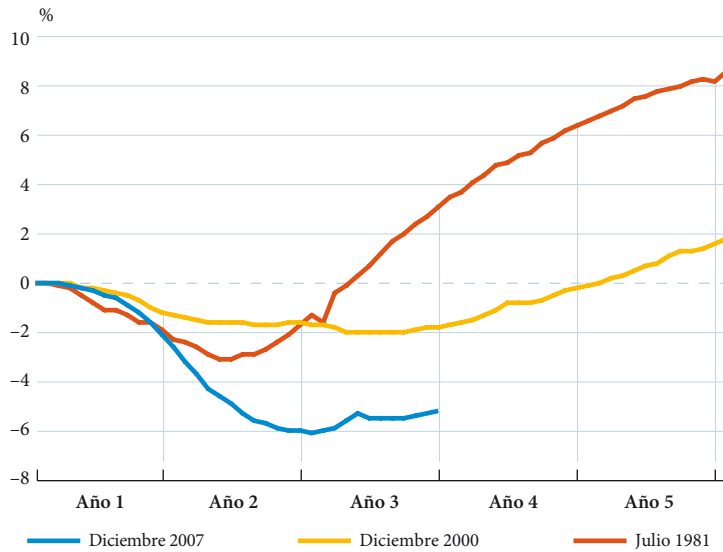
El desempleo es una de las causas principales del elevado número de ejecuciones de hipotecas por impago que, junto con el alto endeudamiento de los hogares, siguen haciendo que el mercado de la vivienda continúe dominado por la sobreoferta. Así, a pesar de que el esfuerzo para comprar una vivienda está en niveles favorables y que la ratio entre el precio de los inmuebles y los ingresos familiares ha vuelto a la normalidad, marcando el fin de la burbuja, el

mercado sigue sin reaccionar. El índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano tuvo en octubre el cuarto mes consecutivo de retrocesos, acumulando en estos cuatro meses una pérdida del 2,9%. La venta de viviendas repuntó en diciembre pero, en gran parte, gracias a que el punto de partida es muy bajo. Por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas del mismo mes volvieron a retroceder, completando un segundo año ancladas en niveles apenas superiores al medio millón de unidades, 1,1 millones menos de lo que podría considerarse normal. Las viviendas autorizadas, un indicador adelantado de la construcción, tuvieron un fuerte incremento en diciembre, pero ello se debió a que los constructores intentaron registrar las obras antes del inicio de 2011, cuando entró en vigor una normativa de construcción más restrictiva.

En el apartado de precios, la inflación sigue siendo muy moderada. El índice general de precios al consumo (IPC) subió un 1,5% interanual en diciembre, algo por encima

ESTADOS UNIDOS: LA RECUPERACIÓN DEL EMPLEO SE HARÁ ESPERAR

Pérdida de empleo en porcentaje del total de empleados al inicio de los descensos



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

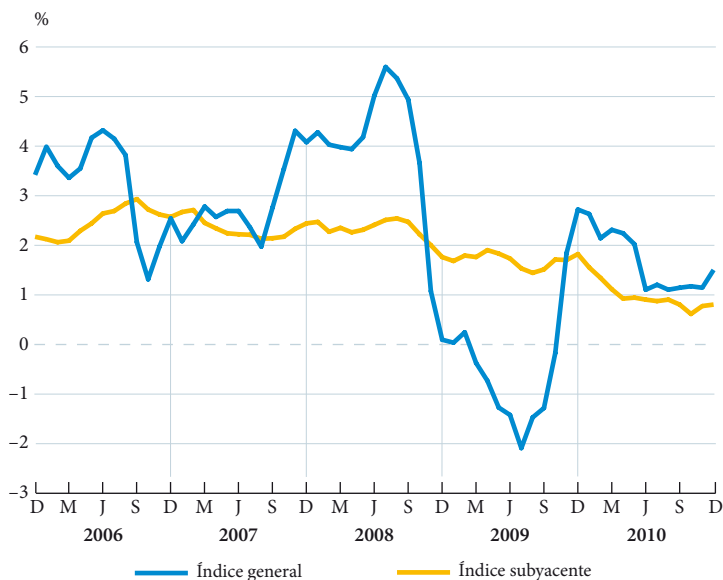
de meses anteriores a causa del repunte del precio del petróleo. Sin embargo, el índice subyacente, que excluye los precios de

energía y alimentación, y que refleja más fielmente las tendencias de fondo, subió un 0,8% interanual, muy cerca del mínimo

Las tensiones inflacionistas quedan lejos, con un IPC que sube un 1,5% y un subyacente que aumenta un 0,8%.

ESTADOS UNIDOS: PRECIOS SUBYACENTES IMPERTURBABLEMENTE MODERADOS

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



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

FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

El sector exterior mantiene la mejora de octubre y vuelve a contribuir al crecimiento.

histórico de octubre. La Fed ha mostrado poca preocupación por las posibles tensiones inflacionistas derivadas de un encarecimiento de las materias primas sobre el índice subyacente. En un entorno de exceso de capacidad productiva, es improbable que unos precios energéticos o de alimentación más altos puedan acabar por trasladarse al resto de la cesta de la compra.

El sector exterior, por su parte, sigue dando alegrías. El déficit comercial de bienes y servicios de noviembre mantuvo la mejora

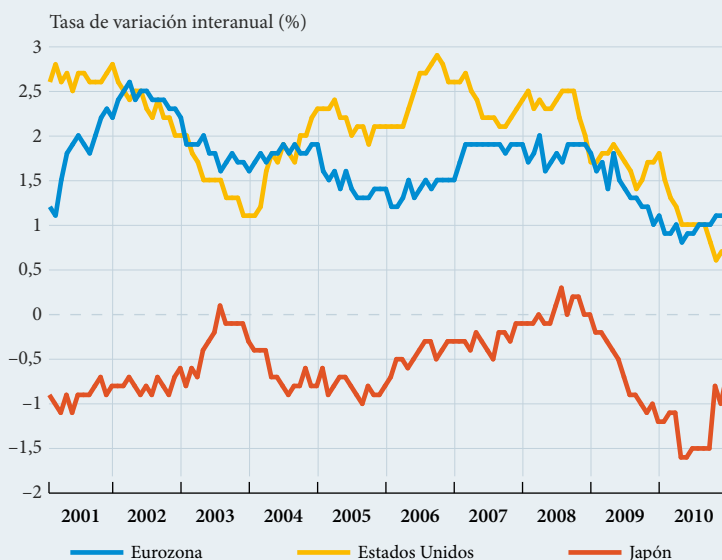
de octubre y se redujo hasta los 38.309 millones de dólares gracias a la pujanza de las exportaciones. El desequilibrio comercial de los últimos tres meses fue de un 3,3% del PIB claramente inferior al 5,0% de 2008. Esta mejora debería llevar al sector exterior a contribuir positivamente al crecimiento de la economía en el cuarto trimestre, después de nueve meses de constituir un lastre. Este factor, unido al consumo privado y a la inversión en equipo, contribuirá al buen tono de la economía estadounidense en los próximos meses.

Deflación, tipos cero... y otras trampas

A lo largo de 2010, los bajos niveles de inflación y el modesto arranque de la recuperación en las economías avanzadas resucitaron el fantasma de la deflación. El reciente repunte de las materias primas ha templado el temor a una caída generalizada de los precios en Alemania y la Eurozona (véase recuadro «Las presiones inflacionistas reaparecen. ¿Subirán los tipos?») pero el comedido avance de la actividad y la persistente atonía de la inflación subyacente al otro lado del Atlántico (véase gráfico siguiente) no han permitido aplacar del todo el espectro. En su reciente comparecencia ante el Comité Presupuestario del Senado, el propio presidente de la Reserva Federal

EN LAS TRES MAYORES ECONOMÍAS AVANZADAS, LA INFLACIÓN SUBYACENTE NO REMONTA

Inflación subyacente



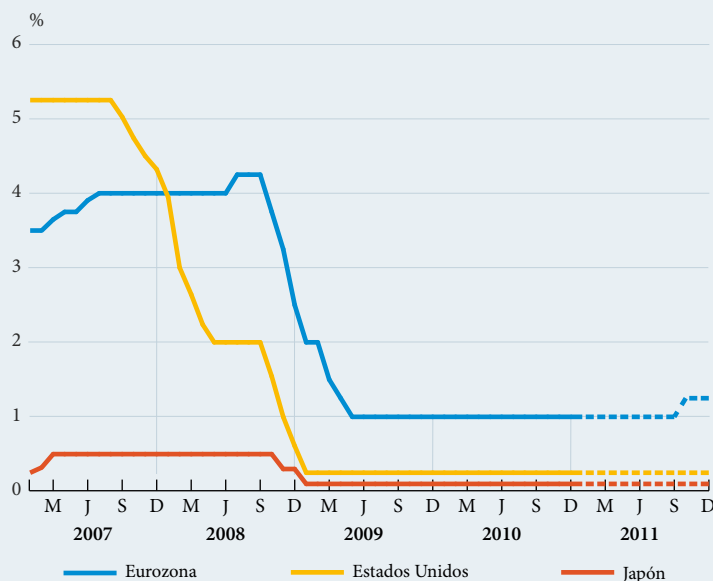
FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

advertía de los riesgos que acarrea un episodio deflacionista que, si se enquistaba, puede ser tanto o más temible que muchas formas de inflación. En estos momentos, la probabilidad que se le atribuye es baja pero la gravedad de dichos riesgos aconseja no perderlos de vista.

El control del nivel general de precios corresponde a la autoridad monetaria y su reacción habitual ante una situación de persistente desempleo e inflación subyacente inusualmente baja sería una reducción del tipo de interés de referencia. En principio, ello debería de dar aire a la demanda agregada y un empujón a los precios. Sin embargo, la realidad actual es un tanto más compleja: como ilustra el gráfico siguiente, el tipo de interés nominal de referencia de las grandes economías avanzadas se ha ido acercando a cero desde finales de 2008 con lo cual, al no poder fijar un tipo nominal negativo, hay poco margen para nuevas reducciones. Según algunos, las tres mayores economías avanzadas del mundo podrían hallarse en la temida «trampa de la liquidez», circunstancia en la que la política monetaria convencional pierde su capacidad para influir sobre el ciclo económico. ¿En ese caso, cuáles son las opciones? ¿Qué alternativas hay sobre la mesa para evitar la deflación y estimular una economía presa en una trampa de liquidez?

TIPOS DE INTERÉS AL LÍMITE

Tipo de interés de referencia



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Aunque existe cierto consenso acerca de cómo evitar una trampa de liquidez, éste se diluye cuando se trata de acordar la medida más apropiada para espolear la demanda agregada de una economía «atrapada» en ella. Con todo, en uno de los artículos más citados, Lars E.O. Svensson discute y valora distintas propuestas partiendo de la siguiente tesis:⁽¹⁾ el tipo de interés que realmente importa a la hora de tomar decisiones sobre consumo o inversión es el tipo de interés real, es decir, la diferencia entre el tipo de interés nominal y las expectativas de

(1) Svensson, Lars E.O. 2003. «Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others.» Journal of Economic Perspectives, 17(4): 145-166.

inflación. Por lo tanto, aunque el tipo de interés nominal roce el cero, la autoridad monetaria puede influir sobre la demanda agregada a través del tipo de interés real siempre y cuando consiga cambiar las expectativas de inflación. Es decir, si pudiera convencer al sector privado de que la inflación será mayor en el futuro, el tipo de interés real se reduciría, estimulando el gasto y facilitando la salida de la recesión y del hoyo de la deflación.

Según el planteamiento de Svenson, la estrategia óptima para empujar al alza las expectativas de inflación llevaría al banco central a embarcarse intencionadamente en una conducta de política monetaria marcadamente expansiva que acarrearía, sí o sí, mayor inflación en el futuro. Asimismo, debería mantener el tipo de interés nominal a cero por un periodo prolongado de tiempo, incluso una vez fuera de la recesión y de la deflación. Parafraseando a Paul Krugman, el banco central debería comprometerse a ser irresponsable y resultar creíble.

En la práctica, dicha conducta «marcadamente expansiva» podría consistir en anunciar un objetivo de inflación suficientemente elevado (por encima del habitual) y en mantenerlo por un periodo prolongado de tiempo (unos cuantos años) a fin de que casi certifique una mayor inflación en el futuro. Otra opción consistiría en anunciar un objetivo de nivel de precios a medio plazo. La ventaja de dicha estrategia está en que si, a corto plazo, la inflación registrada es baja, la expectativa de inflación a medio plazo se ajustará al alza puesto que el objetivo de nivel de precios exigirá una mayor inflación para compensar el rezago inicial. Si, en cambio, la meta es de inflación, aunque al principio la inflación quede corta respecto al objetivo, la meta para los periodos siguientes seguirá siendo la misma, con lo cual, las expectativas de inflación a largo plazo serán menores. Por lo tanto, un objetivo de nivel de precios en lugar de inflación permite influir más efectivamente sobre las expectativas de inflación a largo plazo (las que más importan para impulsar el gasto).

El talón de Aquiles de ambas estrategias es la credibilidad: aunque el banco central «atrapado» prometa mayor inflación en el futuro, el sector privado puede dudar de su voluntad o de su habilidad para mantener dicho compromiso una vez fuera de la trampa. Cuanto mayores las dudas, mayor la probabilidad de que las expectativas de inflación no aumenten y de que dicha estrategia fracase. Para contrarrestar la desconfianza, la autoridad monetaria podría reforzar su «compromiso inflacionista» con medidas concretas, comunicables, transparentes y que, de algún modo, le maniataran para no desviarse de su promesa en el futuro.

Una posibilidad es recurrir a una fuerte expansión cuantitativa. Ello implica expandir la base monetaria mediante operaciones de mercado abierto, comprando bonos o deuda, como hicieron las autoridades monetarias japonesas en los años noventa o, más recientemente, la Reserva Federal. Sin embargo, dicha opción también suscita controversia. Los más críticos alegan que existe un riesgo elevado de que se les vaya de las manos, generando un repunte inflacionista excesivo cuando se reactive la actividad. También advierten de la repercusión que este tipo de actuación puede tener sobre otras economías que se convierten en receptoras de parte de esa mayor liquidez, lo que presiona al alza el valor de sus monedas y alimenta el riesgo de una guerra de divisas.

Otra de las propuestas apuesta por reducir los tipos de interés a largo plazo. Aunque el nominal a corto sea cero, los tipos a largo no tienen por qué serlo y son estos los que afectan las decisiones de gasto. El propio Bernanke proponía en 2002 que el banco central podría anunciar un techo de tipo de interés para los bonos públicos de un determinado vencimiento, comprometiéndose a comprar una cantidad ilimitada para alcanzar dicho objetivo. Este compromiso es fácilmente verificable y, de hecho, la Fed ya señaló, en 2010, su disposición a intervenir el mercado de bonos a 10 años para mantener el tipo de interés por debajo del 3,5%. En un artículo reciente, Ricardo Caballero propone como alternativa utilizar la creación de dinero para financiar estímulos fiscales pero, como el resto de medidas propuestas, debería ser fácilmente reversible.⁽²⁾

(2) Caballero, R. «A helicopter drop for the U.S. Treasury», VoxEU (Agosto, 2010).

En definitiva, aunque su implementación práctica no esté exenta de dificultades y conlleve riesgos, el plan para salir con éxito de una trampa de liquidez incluye necesariamente tres elementos: el compromiso por parte de la autoridad monetaria de alcanzar un nivel de precios superior en el futuro; una acción concreta que dé fe de dicho compromiso y que permita inducir un cambio de expectativas en el sector privado; y, por último, una estrategia de salida que especifique cuándo y cómo se volverá a la normalidad para reforzar la credibilidad de la estrategia. Sin duda, Ben Bernanke conoce bien dicho plan y esa misma certeza ya refuerza la credibilidad de sus pasos.

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

Japón: compensando la ralentización exportadora

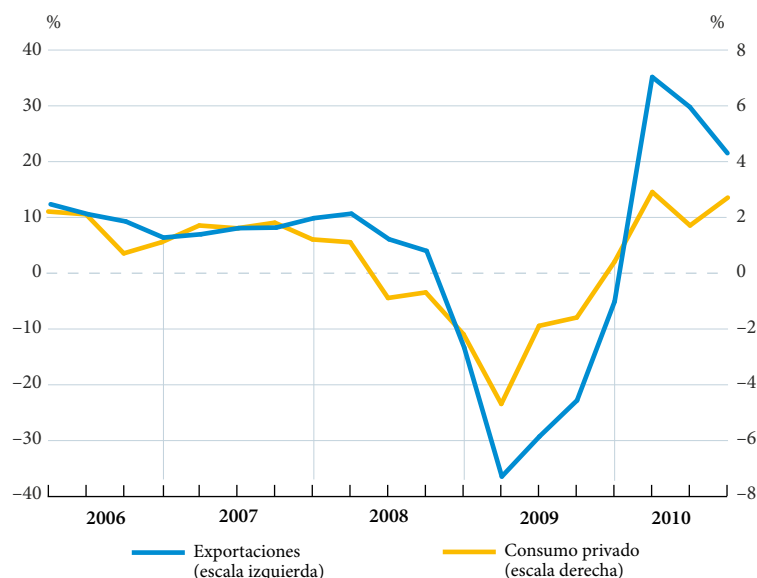
Japón ha crecido durante la mayor parte de 2010 gracias al repunte de las exportaciones, después de que estas pasaran por el pozo de 2009. Para 2010, esperamos un crecimiento superior al 4% pero en 2011, las cosas serán distintas. El motor exportador sigue perdiendo fuerza. La balanza

comercial de noviembre confirma esta tendencia, con un superávit que continuó reduciéndose, con unas exportaciones que crecieron muy por debajo de las importaciones. El gobierno de Naoto Kan sigue una política de apoyo al consumo privado para compensar esta ralentización, pero es dudoso que el consumo sea suficiente, por lo que es de esperar que Japón crezca en 2011 por debajo del 2%.

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

JAPÓN: ¿COMPENSARÁ EL CONSUMO LA DESACELERACIÓN EXPORTADORA?

Variación interanual del consumo privado y las exportaciones



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

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	Diciembre
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	1,5	...
Producción industrial	-3,4	-21,8	-5,1	27,1	21,1	12,9	5,8	4,2	...
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	6,9	...
Tasa de paro (2)	4,0	5,1	5,2	4,9	5,2	5,1	5,1	5,1	...
Precios de consumo	1,4	-1,4	-2,0	-1,1	-0,9	-0,8	0,2	0,1	...
Balanza comercial (3)	4,2	4,0	4,0	6,7	7,4	8,1	8,0	7,8	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	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	110,9

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

(5) Índice ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa. Promedio de 2000 = 100.

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

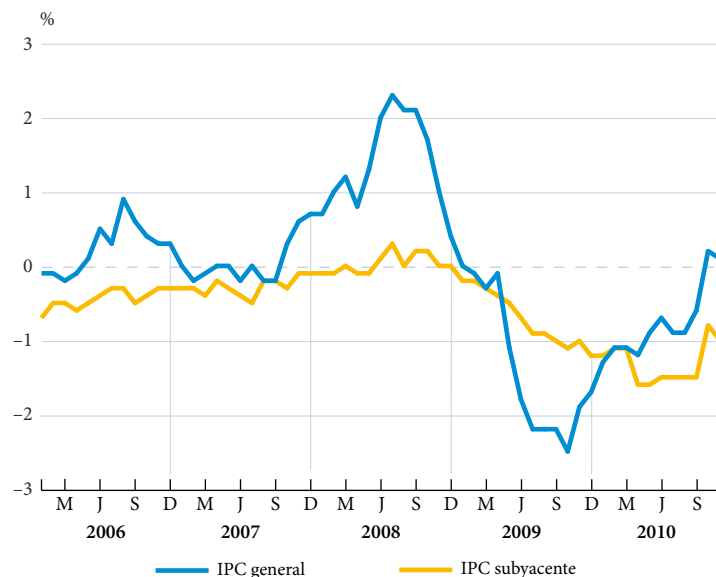
La producción industrial sigue mostrando una tónica de debilidad.

Abundando en esta tendencia de ralentización, la producción industrial, que en Japón tiene una fuerte correlación con la

marcha de la economía, ha invertido el rumbo de su recuperación, a pesar de que el dato de noviembre enmendó en parte la

JAPÓN: AL ÍNDICE SUBYACENTE AÚN LE QUEDA DEFLACIÓN

Variación interanual del índice de precios al consumo



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

debilidad del mes de octubre. El indicador sigue estando un 16,0% por debajo del de mayo de 2008, que marcó el inicio de la crisis. Noviembre tampoco fue un buen mes para las perspectivas de la inversión en equipo, con una fuerte caída de los pedidos de maquinaria destinados a la exportación.

A tenor de los últimos indicadores, difícilmente el consumo repetirá los fuertes datos del tercer trimestre. Las ventas de automóviles que, en el tercer trimestre, crecieron un 26,7% intertrimestral gracias a las ayudas públicas, descendieron un 40,5% en el cuarto trimestre. En el ámbito de la vivienda, la iniciación de viviendas parece haber tocado fondo mientras que las ventas de Tokio parecen encarar una suave recuperación, aunque hay que recordar los bajos niveles de partida y la depreciación acumulada del suelo del 17,9% respecto al primer trimestre de 2008.

La tasa de desempleo de noviembre repitió el 5,1%, de octubre mientras que los precios volvieron a descender tras el espejismo del mes anterior, viniendo a demostrar que la sombra de la deflación es alargada. El IPC general subió un 0,1% interanual, pero el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, intensificó su des-

censo cediendo un 1,0% interanual. Los precios de Tokio, un indicador adelantado que el mes pasado ya apuntaba a esta marcha atrás de los precios, volvieron a caer en diciembre, dejando claro que la deflación puede continuar unos meses más.

China: segunda posición en el podio mundial

De nuevo, China sorprende al alza y, con un crecimiento del 9,8% interanual el cuarto trimestre del 2010, sitúa el cómputo del año en un robusto 10,3%, arrebatando a Japón el título de segunda economía mundial por detrás de Estados Unidos.

Ante este vigor, los riesgos de sobrecalentamiento se acentúan. A pesar de la leve bajada de la inflación, que en diciembre marcó un 4,6% interanual, frente al 5,1% de noviembre –el máximo en algo más de dos años–, las tensiones inflacionistas no cesan. La tendencia creciente del componente sin alimentación se añade a la presión que ejercen los alimentos –que acumularon una subida anual del 7,2%– en el índice de precios del país. Por su parte, el precio de la vivienda creció un 6,4% interanual y las ventas volvieron a subir.

El consumo privado muestra signos de agotamiento tras el fin de los estímulos.

El IPC sube un 0,1%, pero el subyacente retrocede un 1,0%.

China acumula un crecimiento del 10,3% en 2010 y se convierte en la segunda potencia mundial.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2010				Diciembre
			I	II	III	IV	
PIB real	9,6	9,2	11,9	10,3	9,6	9,8	-
Producción industrial	12,6	12,5	19,8	16,0	13,5	13,3	13,5
Producción eléctrica	6,7	6,8	22,6	17,8	11,8	6,2	5,2
Precios de consumo	5,9	-0,7	2,2	2,9	3,5	4,7	4,6
Balanza comercial (*)	298	197	149	156	183	185	185
Tipo de interés de referencia (**)	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,81	5,81
Renminbi por dólar	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7	6,6

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

(**) Porcentaje a final de periodo.

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

Los indicadores de actividad siguen firmes a la vez que aumentan los riesgos de sobrecalentamiento.

Los indicadores de actividad más recientes, correspondientes al mes de diciembre, no hacen sino confirmar la vitalidad china. Así, la producción industrial creció un robusto 13,5% en términos reales. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor avanzaron un 19,1% en términos nominales, por encima de las previsiones del consenso y del 18,4% del tercer trimestre, reflejando un cierto despegue del consumo privado. Por lo que respecta a la formación de capital, la inversión en activos fijos creció un 24,5% interanual, lejos de corregirse a pesar de las numerosas medidas destinadas a enfriar el sector inmobiliario.

Asimismo, las limitaciones al crédito, una de las medidas destacadas en dicho enfriamiento, no han surgido el efecto deseado. La concesión de nuevos créditos rozó los 8 billones de renminbi para el conjunto de 2010, 0,5 billones por encima del objetivo fijado por las autoridades.

En este contexto de dinamismo e inflación, las condiciones monetarias han vuelto a endurecerse. Justo antes de terminar el año, el banco central subió en 0,25 puntos básicos el tipo de interés de referencia hasta el 5,81%, calmando los ánimos de los que se sorprendieron ante la inmovilidad del tipo en la reunión del 13 de diciembre. A ello se une la nueva subida del coeficiente de caja, la cuarta en dos meses –hasta el 18,5% en promedio y por encima del 19% para las mayores entidades–, anunciada a mediados de enero.

En el frente exterior, la fortaleza de las importaciones de diciembre y la debilidad de las exportaciones moderaron la recuperación comercial de los últimos meses y situaron el superávit total del año en 184.535 millones de dólares –un 6% por debajo del de 2009–. En porcentaje del PIB, la contracción del superávit fue considerable, desde el 3,9% del PIB en 2009 hasta el 3% en 2010.

A pesar de la ralentización del comercio exterior, las abundantes entradas de capital, en parte por la esperada apreciación del renminbi, catapultaron las reservas internacionales de China. Dichas reservas crecieron 448 miles de millones de dólares en 2010 hasta alcanzar los 2,85 billones. Dólares suficientes para adquirir el 20% del PIB norteamericano.

Brasil: la inflación no da tregua

Ante el persistente avance de los precios y con la tasa de inflación rozando el 6% al cierre de 2010 (la meta es del 4,5% ± 2%), el Comité de Política Monetaria de Brasil no sorprendió a nadie cuando decidió, por unanimidad, subir la tasa Selic 50 puntos básicos tras su reunión de enero. De este modo, el tipo de interés de referencia vuelve a situarse en el 11,25%, un nivel elevado incluso comparado con el de otras economías emergentes. Asimismo, se apuntó la intención de seguir con el ajuste monetario por lo que es de prever que la próxima subida de tipos no se haga esperar.

Esta decisión no está exenta de riesgos. El más significativo es, sin duda, la repercusión que ello tendrá sobre un ya fortalecido real y, por consiguiente, sobre la competitividad de los fabricantes manufactureros locales. Con el tipo de interés real en torno al 5%, las autoridades brasileñas no lo tendrán fácil para frenar los influjos de capital extranjero y las presiones al alza sobre el valor de su divisa. En las últimas semanas, se han multiplicado los esfuerzos para aplacar dichas presiones. Entre las nuevas medidas, destacan la subida de los requisitos de reserva de los depósitos en moneda extranjera y una subasta de *reverse currency swaps*, es decir, una apuesta del Gobierno en los mercados de futuros a favor de una depreciación del real que pretende contrarrestar las presiones en sentido opuesto.

Nuevo endurecimiento monetario: subida de tipos y coeficiente de caja.

El Banco Central de Brasil toma las riendas en la lucha contra el sobrecalentamiento.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2010				
			I	II	III	IV	Diciembre
PIB real	5,2	-0,7	9,3	9,1	6,8	...	-
Producción industrial	2,9	-7,2	17,3	14,2	8,1	3,9	...
Confianza del consumidor (*)	140,4	138,3	158,1	154,6	159,5	157,7	...
Tasa de paro São Paulo (**)	13,0	12,8	12,4	13,2	12,1	10,9	...
Precios de consumo	5,7	4,9	4,9	5,1	4,6	5,6	5,9
Balanza comercial (***)	24,8	25,3	23,2	19,3	16,9	20,3	20,3
Tipo de interés SELIC (%)	11,25	11,25	8,75	10,25	10,75	10,75	10,75
Reales por dólar (*)	1,8	2,3	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.

Por otra parte, se espera que dicha senda de ajuste monetario halle respaldo en el terreno fiscal. No hay duda de que la mayor laxitud del gasto público a raíz de la crisis, y que se prolongó durante el año electoral, ha contribuido significativamente al reciente repunte inflacionista. Dilma Rousseff y su gabinete saben bien que, si quieren cumplir con su objetivo de reducir el tipo de interés real, no tienen otra alternativa que reducir el presupuesto del Gobierno. Por ello, su intención es anunciar su plan de recortes del gasto público a finales de enero.

Todo ello debería contribuir a templar el obvio sobrecalentamiento de la economía brasileña. Los indicadores de actividad avanzados sugieren que la actividad habría ganado cierto ímpetu en el último trimestre de 2010 y la demanda interna sigue sin dar muestra de debilidad. Así pues, todo apunta a que la inflación seguirá dando guerra estos primeros meses del año, acusando, además, subidas significativas en las tarifas públicas y las presiones en los mercados de alimentos. El Banco Central de Brasil ya ha dejado claro que no bajará la guardia y su firmeza aumenta

la presión sobre el flanco fiscal para que cumpla su parte. Ahora Dilma debe recoger el guante.

México: a paso firme, sin bajar la guardia

Tal y como se esperaba, el Fondo Monetario Internacional aprobó la solicitud de las autoridades mexicanas de ampliar la dotación y la duración de la línea de crédito del Fondo hasta los 72 mil millones de dólares y por dos años. Esta línea sustituye y amplía la línea que habían renovado en marzo de 2010 por valor de 47 mil millones de dólares. De todos modos, no se espera que México recurra a la nueva línea de crédito y debe ser interpretada como una medida de precaución cuyo objetivo no es otro que mantener la confianza externa en la economía azteca.

Si no hay sorpresas, no será necesaria ni para restaurar dicha confianza. La evolución económica sigue evidenciando sólidos fundamentos y una estricta salvaguarda de la disciplina macroeconómica. El propio FMI ha subrayado que la recién-

Todo apunta a que el Gobierno de Rousseff no demorará su plan de ajuste fiscal.

México amplía su línea de crédito con el FMI.

La demanda interna se va reponiendo paulatinamente de la crisis, mientras la externa aguanta el tipo.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2010				
			I	II	III	IV	Diciembre
PIB real	1,5	-6,1	5,1	7,3	5,3	...	-
Producción industrial	-0,4	-7,0	5,4	7,5	6,5	3,9	...
Confianza del consumidor (*)	92,2	80,5	81,5	84,9	89,2	89,6	91,2
Índice avanzado de actividad (*)	118,2	110,9	114,9	116,8	117,8	...	...
Tasa de paro general (**)	4,0	5,5	5,4	5,2	5,6	5,3	4,9
Precios de consumo	-11,8	0,0	4,8	4,0	3,7	4,2	4,4
Balanza comercial (***)	-17,3	-4,6	-1,9	-2,4	-2,0	-2,9	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,50	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	10,6	14,2	12,3	12,8	12,6	12,3	12,3

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

La inflación sigue subiendo pero el *output gap* y la fortaleza del peso mantienen la subyacente contenida.

te renovación de la línea de crédito es un voto de confianza del Fondo en la economía azteca y ha alabado tanto la reacción de las políticas públicas ante la crisis como el avance en el proceso de enmendar debilidades de carácter más estructural, como la dependencia petrolera de las arcas públicas.

Los indicadores recientes de actividad esbozan una demanda interna que va recobrando paulatinamente su vigor, impulsada por la renovada confianza de los mexicanos en su economía, la progresiva mejoría del mercado de trabajo y la gradual recuperación del crédito. Por lo que concierne a la demanda externa, aunque habría ido moderando su arranque, sigue manifestando un buen tono. Dichas tendencias se reflejan en la evolución de la actividad por sectores con una industria que sigue sorprendiendo por su empuje, un sector de la construcción que va ganando tracción y unos servicios que empiezan a contribuir significativamente al crecimiento económico.

En cualquier caso, el *output gap* es todavía negativo, lo que ha permitido, junto a un

peso relativamente fuerte, mantener más o menos controlada la inflación subyacente. La inflación general, en cambio, sigue subiendo y sobrepasa la meta oficial del $3\% \pm 1\%$. Con todo, no prevemos cambios en la política monetaria de Banxico, al menos, hasta finales de 2011.

¿Han tocado techo el petróleo y el oro?

El precio del petróleo detuvo momentáneamente su tendencia alcista, quedando cerca de la referencia de los 100 dólares. Así, entre el 20 de diciembre y el 20 de enero, el precio del crudo subió un 5,2% para situarse en los 97,34 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), lo que arroja un incremento del 24,1% desde el inicio de 2010.

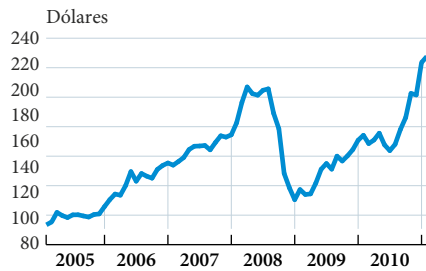
El frío invernal ayudó a catapultar el precio del Brent en estos inicios de año. Asimismo, la OPEP decidió recientemente aumentar la producción para estabilizar los precios. Ambos factores deberían facilitar una cierta recogida de beneficios en

El petróleo corrige después de haber rozado los 100 dólares por barril.

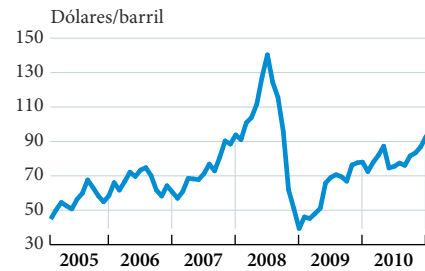
El petróleo debería alejarse de los 100 dólares con el fin de los rigores invernales.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

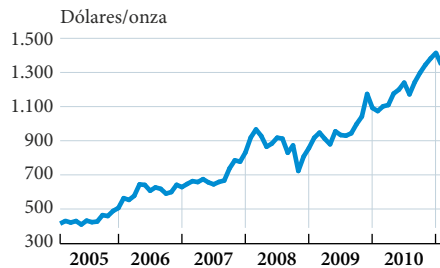
Índice The Economist



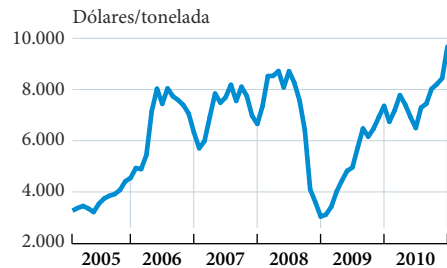
Petróleo Brent



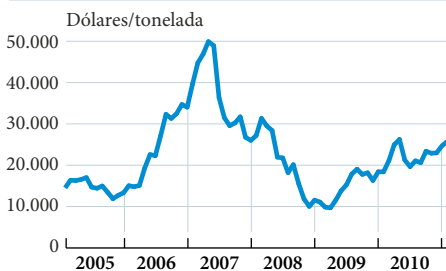
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 20 de enero).

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

febrero y marzo en un precio que también se ha visto afectado por movimientos especulativos. En los próximos meses, el crudo debería seguir una tendencia de suave crecimiento, pero no creemos que se supere la barrera de los 100 dólares en 2011.

Las alzas siguieron predominando en el conjunto de las primas, con un índice The Economist que subió un 7,1% respecto al mes pasado y que acumula una ganancia del 41,0% desde inicios de 2010. Entre los

metales, el hierro y los preciosos paladio y platino fueron los que más se apreciaron mientras que el cobre se tomó un respiro en su carrera alcista, aunque continúa la escasez de oferta motivada por la obsolescencia de ciertas explotaciones. Por parte de los alimentos, el trigo y el café siguieron encareciéndose, el azúcar se tomó un respiro y el arroz continuó siendo el menos alcista. Respecto al oro, la demanda actual es principalmente de tipo inversor y se sustenta en la aversión al riesgo de otros activos.

Hierro, platino y paladio son los más alcistas entre los metales, y el trigo en alimentos.

Las presiones inflacionistas reaparecen. ¿Subirán los tipos?

Pocas conferencias de prensa reciben tanta atención como las que ofrecen periódicamente los máximos responsables de la política monetaria. Detrás de un discurso aparentemente descriptivo de las condiciones macroeconómicas suele haber indicaciones clave de los futuros movimientos del tipo de interés de referencia. En este sentido, la rueda de prensa que el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, celebró el mes de enero tras la reunión del comité de política monetaria podría marcar un punto de inflexión. Después de meses con un discurso en el que sobre todo destacaba la elevada incertidumbre que rodea el proceso de recuperación, el tono del mensaje experimentó un ligero pero importante cambio. El máximo responsable de la política monetaria europea señaló que las presiones inflacionistas habían aumentado más de lo esperado y que previsiblemente continuarían presentes en la primera mitad del año. También recordó que él nunca se había comprometido a no subir el tipo de interés, y añadió que todos debíamos tener presente el episodio del verano de 2008, cuando, en un entorno económico muy adverso, el BCE subió el tipo de interés de referencia para frenar el alza de la inflación.

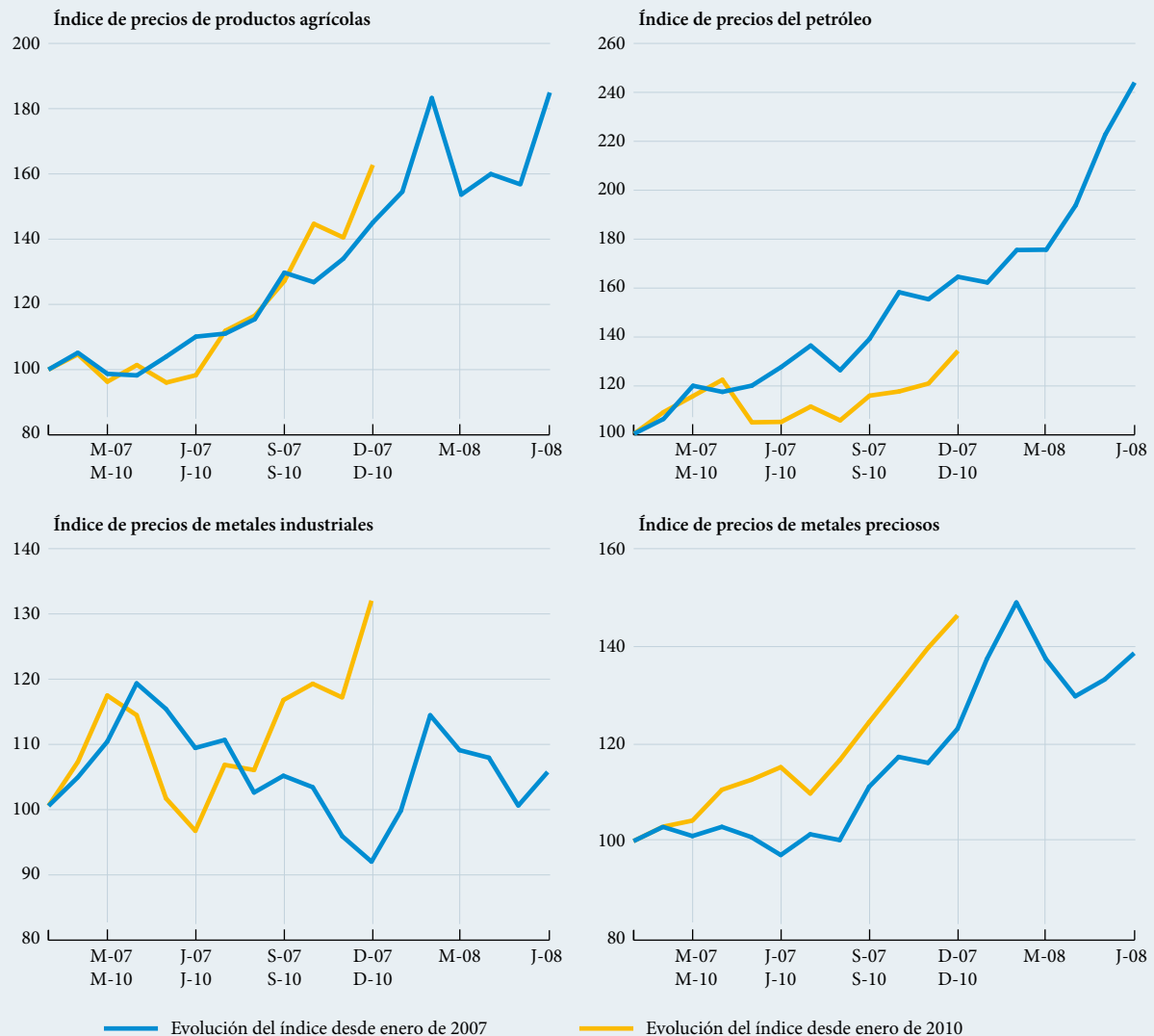
Ciertamente, la situación actual ofrece ciertos paralelismos con la vivida en 2008. Entonces, las presiones inflacionistas también tenían su origen en el aumento del precio de las materias primas. El petróleo había aumentado un 143% entre enero de 2007 y junio de 2008 y el índice de productos agrícolas, un 85%. La tendencia registrada por estos índices desde enero de 2010 es similar, aunque las cotas alcanzadas todavía no son las mismas. El índice de productos agrícolas ha subido un 63% desde enero de 2010, y el petróleo, un 34%. Además, el precio de los metales industriales está aumentando con fuerza esta vez y acumula una subida del 32% desde enero de 2010. Lo mismo sucede con el precio de los metales preciosos.

Pero no todo son similitudes. Una de las cosas que hace distinto el contexto actual del de 2008 son las condiciones en las que se encuentran los bancos centrales para poder luchar contra la inflación. Entonces, el tipo de interés de referencia del BCE y la Fed se encontraba alrededor del 4%, con lo que tenían margen tanto al alza como a la baja para poder estabilizar los precios. Ahora, los tipos de interés se encuentran en mínimos históricos y, por lo tanto, el recorrido al alza no es un problema. Pero, desde el inicio de la crisis, en ambas instituciones se han llevado a cabo medidas de inyección de liquidez, no convencionales, que podrían complicar la gestión de la política monetaria en un contexto de presiones inflacionistas.

Como es bien sabido, los principales bancos centrales de los países desarrollados han inyectado una enorme cantidad de liquidez en sus economías para asegurar el buen funcionamiento del sistema financiero internacional. Estas medidas han sido criticadas por algunos economistas por el riesgo inflacionista que conllevan. En última instancia, un aumento de la liquidez en el sistema financiero podría sobreestimar la demanda vía un aumento del crédito, y ello acabaría presionando los precios al alza (véase recuadro «Deflación, tipos cero... y otras trampas»). Sin embargo, este escenario no parece nada probable dadas las condiciones en las que se encuentra la demanda. Pero existe otro canal, un poco menos vistoso pero igualmente peligroso, a través del cual la liquidez podría generar presiones inflacionistas. Esta podría haberse dirigido hacia activos con un elevado potencial de crecimiento, alimentando así movimientos especulativos. En este sentido, las materias primas son un buen candidato, pues el fuerte crecimiento que están experimentando los países emergentes hace probable un crecimiento sostenido de sus precios en el medio plazo. El problema es que, como se explica en el recuadro «Burbujas: un fenómeno complejo y difícil de identificar», es muy difícil distinguir si el alza del precio de un activo es fruto de un movimiento especulativo o si se debe a un cambio estructural de la economía.

EL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS AUMENTA LAS PRESIONES INFLACIONISTAS

Índices enero 07 = 100, enero 10 = 100



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

En este contexto, la disyuntiva en la que se encontrarán el BCE y la Fed si el alza del precio de las materias primas continúa será de primer orden. La decisión de subir el tipo de interés en este tipo de escenarios no tiene una respuesta obvia. Solo hace falta recordar que la estrategia de la Fed y el BCE fue totalmente opuesta en 2008. Mientras en la eurozona el tipo de interés de referencia aumentó 25 puntos básicos y se situó en el 4,25%, en Estados Unidos la Fed lo bajó del 4% al 2%. Pero, además, ambas instituciones deberán analizar la oportunidad de empezar a retirar la liquidez de los mercados financieros antes de que estos se hayan estabilizado.

La imposibilidad de demostrar si las políticas de expansión cuantitativa están detrás del alza de los precios puede generar un amplio debate acerca de cuál es la mejor estrategia para luchar contra la inflación. Ello, de por sí, podría aumentar la volatilidad de los tipos de interés interbancarios, ya que a los mercados les será más difícil predecir la estrategia que seguirán los bancos centrales. Además, si al final se optara por empezar a retirar la liquidez, la volatilidad podría subir más. Es cierto, como han apuntado repetidamente Jean-Claude Trichet y Ben Bernanke, que retirar la liquidez inyectada es técnicamente sencillo. Basta con incentivar a las entidades financieras a que la devuelvan al banco central. Una forma sencilla de hacerlo, por ejemplo, es subiendo el tipo de interés de los depósitos que las entidades tienen en el BCE o la Fed. Pero la enorme cantidad de liquidez inyectada y la falta de experiencia, pues sería la primera vez que se pondría en práctica este mecanismo a gran escala, hacen muy difícil calibrar los efectos de esta estrategia.

Otra forma que tienen las autoridades monetarias de retirar la liquidez inyectada consiste en vender a las entidades financieras los títulos de deuda inicialmente comprados. Ello, sin embargo, podría generar fuertes presiones sobre los tipos de interés. En un entorno en el que los estados ya están emitiendo una gran cantidad de deuda pública, si además la oferta se ve incrementada por la de la autoridad monetaria, los tipos de interés podrían tener que subir rápidamente para satisfacer a la demanda. Este escenario, de producirse, sería muy dañino para el conjunto de la economía y podría frenar el proceso de recuperación.

En definitiva, cabe esperar que las presiones inflacionistas al final sean moderadas y pasajeras. Los bancos centrales de los países en vías de desarrollo con altas presiones inflacionistas, como China y Brasil, ya han empezado a subir el tipo de interés. Ello debería moderar el crecimiento de su economía y, por lo tanto, restar presión a los precios de las materias primas. De no ser así, la presión sobre los bancos centrales de los países desarrollados volverá a ser máxima.

*Este recuadro ha sido elaborado por Oriol Aspachs Bracons
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Zona del euro: crecimiento divergente

Los últimos datos de actividad económica confirman que se mantiene la divergencia de crecimiento entre los países que forman la eurozona. Mientras Alemania continúa su avance a toda máquina, otros países, como Francia, Italia o España, siguen a ritmos inferiores. Esta divergencia de crecimientos se reducirá ligeramente durante el año 2011 y ello ayudará a que las tensiones en el mercado de deuda soberana vayan remitiendo.

A la espera de la publicación de los datos del producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre, ha sorprendido la revisión del PIB del tercer trimestre. Aunque el crecimiento interanual se mantiene sin cambios en el 1,9%, se modificó el crecimiento

del consumo privado, que pasó de una estimación previa del 0,3% al 0,1% intertrimestral, y sobre todo la inversión, que se revisó tres décimas a la baja hasta el -0,3% intertrimestral.

A pesar de esas modificaciones en la composición del crecimiento, los indicadores económicos avanzados apuntan hacia una ligera aceleración para los dos próximos trimestres. Efectivamente, el último dato de confianza de los consumidores europeos del mes de enero ha empeorado ligeramente con respecto al mes de diciembre, pero visto en perspectiva (véase gráfico siguiente) se mantiene por encima de la media histórica.

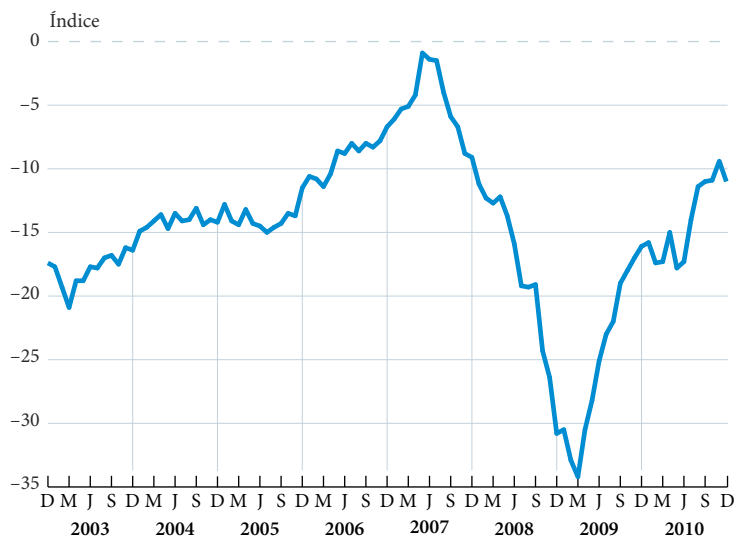
Los datos de ventas minoristas también muestran un ligero retroceso, aunque la

Se mantiene la divergencia de crecimiento en la zona del euro.

Los indicadores avanzados de consumo e inversión son positivos...

LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES SE MANTIENE ALTA

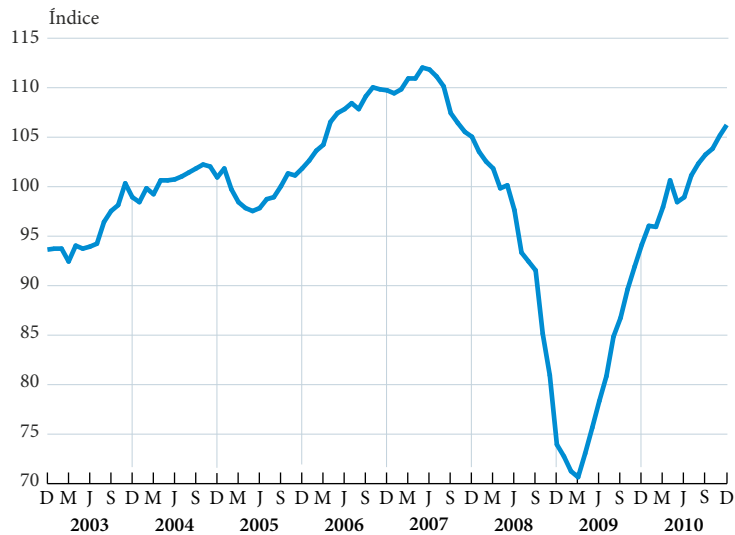
Evolución del índice de confianza



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

LA CONFIANZA EMPRESARIAL MANTIENE SU TENDENCIA ALCISTA

Sentimiento económico empresarial



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

...lo que augura un crecimiento sólido en el primer trimestre.

La consolidación de la mejoría en la actividad favorecerá la situación del mercado laboral...

...aunque las políticas fiscales restrictivas y la crisis de deuda soberana son factores negativos.

tendencia sigue siendo positiva. En el mes de noviembre crecieron al 0,1% en términos interanuales, mientras que el registro del mes anterior fue del 1,2%. Pero la esperada mejoría en el mercado laboral, que debería iniciarse en los próximos meses, así como el incremento de la concesión de crédito para la adquisición de vivienda para el conjunto de la eurozona, y el mantenimiento de una confianza de los consumidores alta debería favorecer incrementos del componente del consumo del 0,4% para el primer trimestre de este año.

Concretamente, la tasa de paro del mes de octubre alcanzó el 10,1%, pero en realidad la serie está estancada alrededor del 10% desde octubre de 2009. Las perspectivas empresariales, el mejor tono del consumo y la contención de los costes laborales deben reflejarse en los próximos meses en una mayor capacidad de creación de puestos de trabajo en la eurozona que permitirá reducir la tasa de paro.

Por otra parte, aunque la revisión de los datos de inversión del tercer trimestre fue

más negativa de lo esperado, los datos de producción industrial (7,5% interanual del mes de noviembre) y la cartera de pedidos, sobre todo provenientes del exterior de la eurozona, han impulsado al alza los diferentes índices que miden la confianza empresarial. De todas maneras este crecimiento de la inversión no será sostenible hasta que la demanda interna no se recupere con mayor intensidad.

Respecto al sector exterior, las exportaciones siguen creciendo a un fuerte ritmo, aunque el incremento del precio del petróleo ha hecho repuntar las importaciones con mayor intensidad. Esto ha comportado un déficit en la balanza de pagos del mes de noviembre en la eurozona de 11.200 millones de euros. En principio el reciente fortalecimiento del euro con respecto al dólar no debería impactar negativamente sobre el comercio exterior porque el movimiento ha sido muy limitado.

Pero no todo son buenas noticias, hay dos factores que van en contra de la tendencia positiva de la actividad en la eurozona. En

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	Diciembre
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	1,2	0,1	...
Confianza del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-17,0	-16,8	-16,7	-12,1	-10,9	-9,4	-11,0
Producción industrial	-1,9	-14,7	-7,4	4,7	9,0	7,0	7,1	7,5	...
Sentimiento económico (1)	93,5	80,8	91,9	96,6	99,3	102,2	103,8	105,1	106,2
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	2,2
Balanza comercial (3)	-1,2	-13,6	15,9	27,8	22,7	9,3	8,8	5,3	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,6	1,2	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	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	102,6

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

primer lugar, la puesta en marcha de políticas fiscales restrictivas en varios países que impedirán que la aportación del gasto público al crecimiento económico se mantenga en los niveles actuales.

En segundo lugar, la incertidumbre generada por la crisis de deuda soberana en la eurozona sigue siendo elevada y, de mantenerse, podría frenar la recuperación de la inversión. Si bien es cierto que las últimas medidas emprendidas por la Unión Europea han contenido la misma, persisten las dudas sobre las trayectorias de consolidación fiscal de varios países miembros.

Estos temas está previsto que se aborden en profundidad en la próxima cumbre de la Unión Europea del 24 y 25 de marzo. En la reunión de enero, los ministros de Finanzas de la eurozona (ECOFIN) exploraron maneras de elevar la capacidad efectiva de concesión de crédito a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF). Este fue creado el año pasado como mecanismo temporal para hacer frente a la crisis de deuda soberana en la eurozona.

El ministro de Finanzas de Holanda, Jan Kees de Jager, afirmó que se había rechazado la posibilidad de ampliar el EFSF desde los 440.000 millones de euros actuales. Aunque el ministro de Finanzas alemán, Wolfgang Schäuble, aceptó la posibilidad de que el montante disponible del fondo fuera superior, siempre que se incluyera una disciplina fiscal más estricta, reformas estructurales y una mayor coordinación de las políticas económicas en la eurozona.

Adicionalmente, la Unión Europea acordó realizar nuevas pruebas de resistencia a los bancos de la región, resultados que se publicarían en julio según fuentes de la presidencia húngara de la Unión Europea. El comisario de Mercado interno de la Unión Europea, Michel Barnier, reconoció que los nuevos tests sobre los bancos de la eurozona deben ser más robustos y creíbles, aunque los detalles sobre la metodología aplicable todavía se están negociando.

Por otra parte, el dato de inflación en la eurozona del mes de diciembre fue de un

La Unión Europea estudia reformar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y aprueba realizar nuevas pruebas de resistencia a los bancos.

La inflación aumentó hasta el 2,2% por el alza de los precios energéticos.

El presidente del BCE desea mantener ancladas las expectativas de inflación.

2,2% interanual, frente al 1,9% de noviembre y el 0,9% de hace un año, según los datos publicados por Eurostat. El motivo del incremento fue debido al alza de los precios energéticos. Además, el componente de alimentación que hace un año era deflacionista ha dejado de serlo y, aunque solo crece a un ritmo de un 1,8% interanual, se espera que mantenga la tendencia alcista debido al futuro impacto del encarecimiento de las materias primas agrícolas. Sin embargo, la inflación subyacente, excluidos los componentes más volátiles, como los precios energéticos y la alimentación, se mantiene contenida en el 1,1% interanual.

El presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, anunció que el dato ponía de relieve la presión al alza de los precios en el corto plazo. Aunque confía que a largo plazo la inflación se moderará, subrayó que la situación requiere una atención especial y añadió que «no hay ningún compromiso de no subir los tipos» a pesar de la fragilidad de la situación financiera en la eurozona. Sin embargo, según el consenso de los analistas, las palabras del banco emisor iban dirigidas a mantener ancladas las expectativas de inflación (que han aumentado ligeramente en las encuestas).

El propio Axel Weber, presidente del Bundesbank y miembro del consejo del BCE, ha indicado que espera que la inflación en la eurozona alcance una tasa del 2,4% en el mes de marzo, si bien reconoce que esta situación pasajera no pone en peligro la estabilidad de precios a medio plazo.

Resumiendo, el nuevo año empieza con buenas perspectivas para la consolidación de la actividad económica y, aunque se mantendrán las divergencias en la velocidad de crecimiento por países, estas serán menores que en el año 2010. Para ello será clave que el repunte de la inflación sea temporal y que la reforma del Fondo Europeo de

Estabilidad Financiera y las pruebas de resistencia a los bancos consigan reconducir la crisis de deuda soberana.

Nivel récord del empleo en 2010 en Alemania

Después de haber sufrido la mayor caída anual del PIB en 2009 desde la Segunda Guerra Mundial, del -4,7%, la mayor economía de la eurozona se relanzó con fuerza en 2010 y creció el 3,6%, según datos provisionales del Instituto de Estadística Federal de Alemania. Esta tasa es la mayor registrada desde la reunificación alemana de 1990. No obstante, la expansión del PIB ajustada por el número de días hábiles se reduce al 3,5% en 2010, la más elevada desde 2006.

El robusto crecimiento anotado en 2010 fue mayor que el esperado por el conjunto de los analistas al final de 2009, el 1,7%. Sin embargo, el nivel del PIB en 2010 todavía se situaba el 1,3% por debajo del alcanzado en 2008 y lógicamente la brecha de producción, diferencia entre el PIB real y el potencial, continuaba siendo negativa por segundo año consecutivo.

El incremento del PIB fue impulsado por la demanda externa, que contribuyó con 1,1 puntos porcentuales al crecimiento anual, pero la demanda interna aportó más de dos tercios del aumento. Es destacable la subida de la inversión en bienes de equipo del 9,4% tras el desplome del 22,6% registrado en 2009. La inversión en construcción también se recuperó, si bien subió con menos intensidad, el 2,8%, después del retroceso del 1,5% en el año anterior. Por su parte, la variación de existencias contribuyó con 0,8 puntos porcentuales al aumento económico.

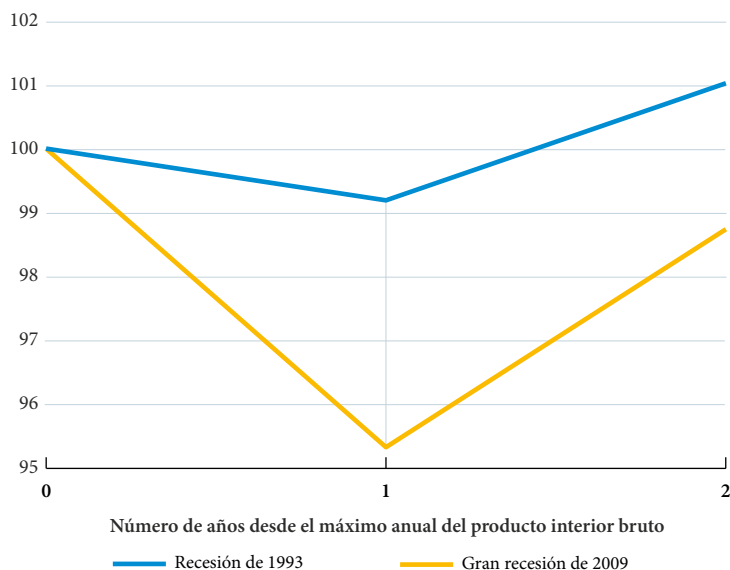
El consumo de los hogares también repuntó, si bien en menor grado, y subió el 0,5%. La mayor alza correspondió al vestido y cal-

El producto interior bruto de la economía germánica crece el 3,6% en 2010 después del desplome del año anterior.

La recuperación económica fue impulsada por la demanda interna, además del sector exterior.

FUERTE RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ALEMANA EN 2010, PERO TODAVÍA PARCIAL

Índices del producto interior bruto en volumen



FUENTES: Statistisches Bundesamt Deutschland y elaboración propia.

zado, que ascendió el 3,2%. Por otro lado, el consumo público moderó su expansión y se elevó el 2,2%, al disminuir los gastos por medidas en el mercado laboral.

En efecto, el mayor consumo de las familias se basó en un nivel de empleo más alto, 40,5 millones de personas en promedio

anual, un máximo histórico, con un incremento del 0,5% en relación con 2009. La mejora de la actividad económica permitió la retirada de la mayor parte de las medidas de reducción de jornada que se habían puesto en funcionamiento para hacer frente a la crisis económica en 2009, el denominado *Kurzarbeit*. De este modo, el

Retirada del *Kurzarbeit*, pero aumenta la temporalidad.

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	Diciembre
PIB	0,7	-4,7	-2,0	2,1	3,9	3,9	-	...	-
Ventas al por menor	0,0	-3,1	-2,6	1,0	0,6	2,8	1,1	-0,4	...
Producción industrial	-0,1	-15,5	-8,0	6,1	12,2	10,3	12,3	11,1	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	93,4	96,6	101,8	106,7	107,7	109,3	109,8
Tasa de paro (**)	7,8	8,2	8,2	8,1	7,7	7,6	7,5	7,5	7,5
Precios de consumo	2,6	0,4	0,4	0,7	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7
Balanza comercial (***)	195,2	142,8	133,1	143,1	149,7	149,1	154,8	151,5	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El déficit público alemán supera el límite del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por primera vez en cinco años y se pone en marcha el proceso de consolidación fiscal.

número de horas trabajadas por ocupado ascendió el 2,0% anual. No obstante, se registró un aumento de la contratación temporal. También el incremento de las rentas apoyó al consumo. Sin embargo, la tasa de ahorro de las familias se mantuvo en niveles relativamente altos e incluso se elevó ligeramente.

Las exportaciones fueron la punta de lanza de la recuperación de la economía germanica y se elevaron el 14,2% después de haber disminuido el 14,3% en el año previo. Las importaciones de bienes y servicios también se expandieron notablemente después de la contracción de 2009 espoleadas por el reavivamiento de la demanda interna y subieron el 13,0%. La depreciación del euro en 2010 contribuyó a la positiva evolución del sector exterior, que había supuesto -2,9 puntos porcentuales de la variación del PIB en 2009.

Desde la óptica de la oferta, cabe señalar la recuperación de la industria, si bien el número de empleados continuó la tendencia secular descendente al ritmo de las deslocalizaciones. La construcción creció por primera vez en más de diez años y los servicios se expandieron sensiblemente.

El rebote económico no presionó en demasía sobre los precios. El índice de precios de consumo (IPC) subió el 1,1% en promedio anual, gracias en parte al avance de la productividad. No obstante, en los últimos meses del ejercicio el IPC experimentó una aceleración, a causa mayormente de la escalada de los precios del petróleo y otras materias primas, y subió el 1,7% en los últimos doce meses hasta diciembre de 2010.

Como dato negativo cabe mencionar que el déficit público, por primera vez en cinco años, superó el límite del 3% del PIB fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea y se colocó en el 3,5%. Esto implica la puesta en marcha de una política presupuestaria restrictiva en 2011

dentro del plan de consolidación fiscal, una vez afirmada la recuperación. Sin embargo, esto impactará negativamente en la expansión económica.

De hecho, la mayor parte del crecimiento económico de 2010 tuvo lugar en la primera mitad del ejercicio. En el cuarto trimestre se estima un aumento intertrimestral del PIB del 0,5%. La moderación de la actividad fue influida por un adelanto de los rigores invernales, que motivó un insignificante aumento del paro en términos desestacionalizados en diciembre. No obstante, la mayoría de indicadores adelantados apuntan a la continuación de la mejoría de la economía teutona y se prevé que el PIB recobre el nivel previo a la crisis en el transcurso de 2011. En este contexto el Gobierno alemán subió su previsión de crecimiento del PIB en 2011 al 2,3% en términos reales.

La economía francesa va tirando

El PIB francés, después de haber anotado un crecimiento intertrimestral del 0,3% en el tercer trimestre de 2010, registrará una aceleración de la expansión económica en el periodo octubre-diciembre, según los indicadores disponibles. De esta forma, se habrá afirmado la recuperación económica después de la caída anual del 2,5% de 2009, si bien la segunda economía del área del euro aún no ha alcanzado el nivel de actividad previo a la crisis.

Las matriculaciones de turismos se dispararon en diciembre ante el final de las ayudas a las compras, la denominada *prime à la casse*, en enero de 2011 y se elevaron el 9,9% respecto a noviembre en términos desestacionalizados y corregidos de calendario, aunque bajaron el 0,9% con relación al mismo mes de 2009. Sin embargo, el conjunto de las ventas minoristas flexionaron a la baja en diciembre a la par que la confianza de las familias. La preocupación por el paro y la inflación está detrás de este

La expansión económica gala se acelera en el cuarto trimestre de 2010.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

deterioro. En efecto, según los datos estandarizados de Eurostat la tasa de paro aumentó ligeramente en Francia en noviembre de 2010 hasta el 9,8%, situándose un poco por encima de la media de la Unión Europea, aunque por debajo del promedio de la eurozona. No obstante, la tendencia del consumo de bienes se mantenía al alza.

Por el lado de la oferta, la producción industrial ascendió el 2,2% en noviembre en relación con el mes anterior en términos homogéneos. En el periodo septiembre-noviembre se elevó el 4,9% respecto a doce meses antes. No obstante, el nivel de la producción se situaba sensiblemente por debajo del máximo anterior a la recesión de 2008/2009. En diciembre, el indicador del clima de negocios en la industria señaló un nuevo avance y las entradas de pedidos continuaron progresando, lo que apunta a buenas perspectivas a corto plazo para el sector secundario. Asimismo, los servicios continuaron aumentando su actividad en diciembre, salvo el transporte y el número de ocupados del sector terciario siguió incrementándose.

Los precios se mantuvieron en niveles moderados en 2010. El índice de precios de consumo subió el 1,5% en promedio anual, si bien finalizó el ejercicio en el 1,8% y en el 2,0% en términos armonizados con la

Unión Europea. El incremento de los últimos meses se debió fundamentalmente a los productos petrolíferos y la inflación subyacente fue del 0,7%. Aunque la inflación podría continuar ascendiendo en enero, posteriormente tenderá a disminuir, salvo subidas bruscas de las materias primas.

Las perspectivas para 2011 son de consolidación de un relanzamiento económico que está resultando irregular. Ciertamente, la política presupuestaria no aportará combustible al crecimiento, pues el déficit público se deberá recortar al 6,0% del PIB, según el plan de ajuste que lo debe reducir al 3,0% en 2013 y al equilibrio en el horizonte 2016-2017. No obstante, el panorama es moderadamente optimista y el presidente Sarkozy ha fijado sus prioridades en el campo económico para 2011 en el empleo, la competitividad y la preservación del modelo social.

Italia: *piano*

Piano piano si va lontano, reza el proverbio. Esto se podría aplicar a la economía italiana si en este ejercicio y en el próximo se emprende la realización de reformas estructurales que amplíen el potencial de crecimiento a medio plazo y que le permi-

Perspectivas moderadamente optimistas para la economía francesa en 2011.

Después de un lento crecimiento de la economía transalpina en el cuarto trimestre de 2010, el Banco de Italia prevé magros aumentos en los dos años siguientes.

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	Diciembre
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	0,5	0,6	-0,1	...
Producción industrial	-3,8	-18,2	-9,0	3,5	7,7	6,3	3,3	4,2	...
Tasa de paro (*)	6,8	7,8	8,3	8,4	8,4	8,3	-	...	-
Precios de consumo	3,3	0,8	0,7	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9
Balanza comercial (**)	-10,0	-10,2	-6,6	-7,7	-13,2	-19,1	-22,3	-24,7	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El potencial de crecimiento a medio plazo podría ser aumentado con reformas estructurales.

tan un mayor aprovechamiento del relanzamiento global, tal como han sugerido organismos internacionales y el mismo banco central transalpino.

En efecto, la reciente revisión de las previsiones de crecimiento por parte del Banco de Italia sitúa el aumento del producto interior bruto en 2011 en el 0,9%, una décima menos que la estimación para 2010, y sólo en el 1,1% en 2012. De esta manera, al final de 2012 el PIB sólo habría recuperado la mitad de la pérdida sufrida en la recesión reciente. Además, estos magros ritmos de crecimiento solo permitirían un escaso aumento del empleo, cuando la tasa de paro armonizada por Eurostat en noviembre de 2010 se colocaba en el 8,7%, cuatro décimas más que un año antes y suponía la mayor cota de los últimos años.

Estas proyecciones están influidas por el efecto de la política presupuestaria restrictiva prevista. En 2010, a falta de cifras definitivas, es probable que se haya logrado el objetivo de un déficit público del 5,0% del PIB, en base a un ajuste basado sobre todo en el lado del gasto. Para el periodo subsiguiente parece creíble la determinación del Gobierno de colocarlo en el 3,9% en 2011 y en el 2,7% en 2012, ya por debajo del límite de Maastricht. El resto de reformas estructurales no serán fáciles, y más

dado que la política italiana parece que ha vuelto a una típica situación de fragilidad.

No obstante, si la demanda exterior tirara con más fuerza de la prevista, se podrían superar los crecimientos del 1%. Pero, por otro lado, también hay riesgos a la baja, pues, si se recrudesciese la crisis de la deuda soberana de los países periféricos de la zona del euro, los tipos de interés de la financiación al sector privado y la lánguida recuperación podrían verse afectados. De momento, después de un lento aumento de la actividad en el cuarto trimestre de 2010 (aún no hay datos oficiales), en enero de 2011 se ha relajado la presión sobre los bonos italianos y los indicadores de confianza presentan una mejoría. Todavía hay esperanza de que este y el próximo no sean años perdidos.

El Reino Unido inicia el año con grandes desafíos

Los datos de actividad de la economía británica de finales del año 2010 fueron mixtos, por lo que de momento no se espera un cambio de tendencia en la tasa de crecimiento de la economía británica. Las órdenes exteriores ayudaron al sector manufacturero de forma intensa. Así, por ejemplo, el índice PMI del sector manufac-

Buenos registros en el sector manufacturero, pero la atonía del sector servicios presenta indicios preocupantes.

turero alcanzó los 58,3 puntos en diciembre, el nivel más alto de los últimos diez años. Este indicador de actividad económica permite hacer una lectura de expansión económica si presenta registros superiores a 50 y de contracción en caso contrario.

Pero el mismo índice para el sector servicios presentó un valor de 49,7 puntos a finales de diciembre. Signo preocupante, debido a que el sector servicios tiene un peso más importante en una economía desarrollada como la británica. Si bien es cierto que el motivo de esta contracción de la actividad en el sector servicios fue influenciada por el mal tiempo a final del año pasado (con intensas nevadas) que afectó negativamente al sector de distribución minorista.

Desafortunadamente, el sector de distribución minorista tendrá un problema añadido a partir de principios de 2011: un incremento permanente del impuesto del IVA del 17,5% al 20%. En un contexto de atonía del crecimiento del consumo y sin poder fijar precios al alza, se deberá estudiar hasta qué punto el incremento del impuesto se traslada a una caída de los márgenes empresariales.

La situación del consumo tampoco es muy halagüeña. A la subida del IVA se añade la reducción de la renta disponible, debido al fuerte aumento de la inflación en un entorno de contención de los salarios. Además, el entorno laboral sigue siendo adverso y se mantiene la destrucción de puestos de trabajo. Situación que se agravará ligeramente con los recortes de empleo público previstos en el restrictivo plan fiscal presentado por el Gobierno.

Efectivamente, la inflación armonizada del mes de diciembre subió hasta el 3,7% interanual, mientras que la inflación subyacente alcanzó el 2,9% interanual. Ante el fuerte incremento, varios economistas criticaron la credibilidad del Comité de polí-

tica monetaria del Banco de Inglaterra por su incapacidad para preverlo y por el riesgo potencial de que la inflación siga aumentando. A principios del año pasado el banco emisor preveía para diciembre de 2010 una inflación más cercana al 1%. La dificultad del banco central estriba en el riesgo que representa subir el tipo de interés oficial en un entorno de recuperación económica sobre la que se ciernen graves incertidumbres.

Pero también existen datos esperanzadores. Por una parte, el consenso de economistas asigna una alta probabilidad de éxito al Gobierno en su desafío para implementar su plan de austeridad fiscal sin varar la recuperación económica. Además, la contención de costes laborales está permitiendo una recuperación de los beneficios empresariales. Concretamente, los beneficios empresariales presentados por el sector financiero han sido robustos, lo que es una buena noticia por ser el sector económico que tuvo que ser en parte nacionalizado al inicio de la reciente crisis financiera.

Adicionalmente, la intensa depreciación de la libra esterlina deberá apoyar las exportaciones británicas y su contribución al crecimiento económico. Situación que se produce en un contexto de crecimiento intenso en el resto del mundo y en particular en los países a los que dirige sus exportaciones, particularmente: Estados Unidos, Alemania, Francia y Holanda.

En resumen, el crecimiento del PIB del Reino Unido previsto para este año, que los analistas sitúan en promedio alrededor del 2%, está sujeto a importantes incertidumbres. Por lo tanto, deberá seguirse con atención los datos económicos avanzados para ir esbozando su trayectoria final. Serán especialmente importantes la recuperación en el sector servicios y la del sector inmobiliario. De ellos dependerá en buena medida que se consolide el proceso de recuperación iniciado en el segundo trimestre de 2010.

Los salarios crecen a un ritmo inferior al de la inflación, reduciendo la renta disponible de los consumidores...

...pero la contención de costes laborales, los buenos resultados empresariales y el éxito inicial del plan de austeridad fiscal son factores positivos.

Hay que seguir dos sectores clave, servicios y mercado inmobiliario, para esbozar la futura trayectoria económica en el Reino Unido.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2010						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB	-0,1	-4,9	-2,8	-0,3	1,6	2,7	-	...	-
Ventas al por menor	1,7	1,0	2,6	-0,1	0,8	0,7	0,3	0,9	0,0
Producción industrial	-3,1	-10,1	-5,9	0,2	1,5	3,2	3,5	3,3	...
Tasa de paro (1)	2,8	4,7	5,0	4,9	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5
Precios de consumo	3,6	2,1	2,1	3,2	3,4	3,1	3,1	3,2	3,7
Balanza comercial (2)	-93,6	-86,8	-82,4	-83,0	-85,0	-90,3	-93,4	-95,2	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	5,5	1,2	0,6	0,6	0,7	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	80,6

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.

En Europa emergente, los bancos centrales de Hungría y Polonia han empezado a subir sus tipos de interés de referencia.

Europa emergente: cambio de tercio en política monetaria

Hungría abrió el baile inesperadamente. En noviembre de 2010, cuando pocos lo preveían, el banco central magiar incrementó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos, repitiendo la decisión en diciembre y enero. En tres meses, el tipo de intervención había pasado del 5,25% al 6%. La justificación argüida fue que la política fiscal del ejecutivo no estaba siendo suficientemente contractiva para paliar el riesgo de inflación. También en enero, y en un movimiento preanunciado por los miembros de su banco central, Polonia subió su tipo de referencia del 3,5% al 3,75%. Como en el caso de su homónimo húngaro, el banco central justificó este tensionamiento basándose en riesgos inflacionistas de medio plazo.

Esta valoración podría parecer excesivamente rigurosa, toda vez que los niveles de inflación registrados actualmente tampoco pueden considerarse excepcionalmente alarmantes. En promedio, las cinco economías que habitualmente reseñamos en esta sección (Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania) registran una inflación, en términos armoniza-

dos, del 3,8% interanual en diciembre pasado. Con todo, existen otros elementos en la discusión que deben tomarse en consideración.

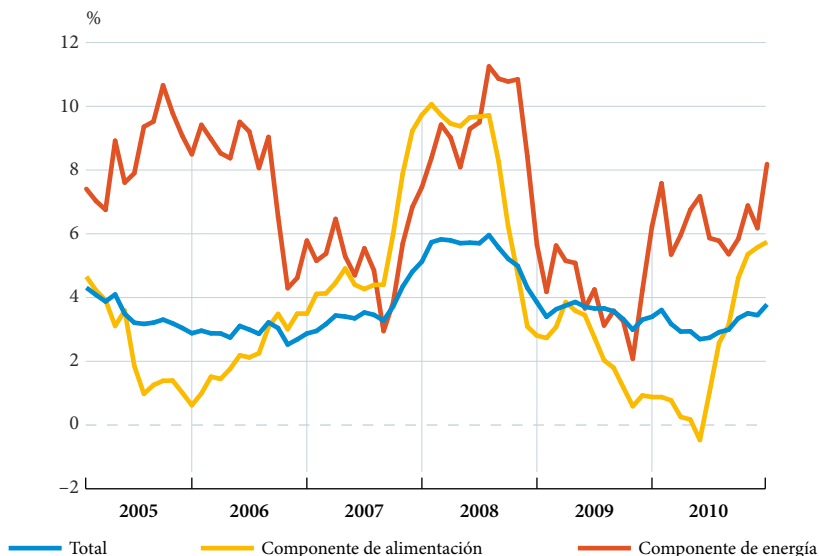
De entrada, en algunos países de la región, los actuales niveles de inflación superan los objetivos que los respectivos bancos centrales tienen fijados. Así, por ejemplo, la inflación húngara de diciembre se situó en el 4,7%, cuando el objetivo de referencia del banco central está en el 3% y el límite máximo en el 4%. Se trata, adicionalmente, de un incumplimiento que no es temporal, ya que la situación se viene manteniendo desde 2009. Adicionalmente, de cumplirse las previsiones de inflación que se manejan para 2011, esta situación de incumplimiento de los objetivos de inflación nacionales podría generalizarse en la región.

Además, inquieta la naturaleza del incremento inflacionista. Como es conocido, el fuerte aumento de los precios en origen de las materias primas se está transmitiendo con contundencia a los precios de consumo de las distintas economías. En el caso de Europa emergente, mientras el índice general se sitúa en el mencionado 3,8% interanual, el componente de alimentación

La aceleración del crecimiento y el alza de energía y alimentos presionan las expectativas de inflación de la región.

SENSIBLE PRESIÓN INFLACIONISTA DE ALIMENTOS Y ENERGÍA

Variación interanual del índice de precios de consumo armonizado, media ponderada de Polonia, República Checa, Eslovaquia, Hungría y Rumania



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

asciende al 5,8% y el de energía al 8,2%. Cifras preocupantes si se consolidan en estos niveles, ya que podrían afectar a las expectativas de inflación de los consumidores de estos países en un contexto de crecimiento al alza.

Si a este repunte de precios se le suma el hecho que los tipos de interés de intervención tienden a estar en niveles mínimos, situación que restringe el margen de maniobra de la política monetaria frente a un hipotético *shock* económico negativo, cabe preguntarse no tanto por qué los bancos centrales de Europa emergente están cambiando su política monetaria sino más bien por qué han tardado tanto en iniciar este giro restrictivo. Para entender la reluctancia de los banqueros centrales, tienen que revisarse diferentes factores que han pesado en sus decisiones.

El primero de estos, el fundamental, eran las dudas sobre la consolidación de la expansión económica y la posibilidad de que un tensionamiento monetario precipitado

podiese debilitarla. Aunque a partir de la segunda mitad de 2010 los interrogantes sobre la intensidad de la recuperación se pueden dar por solventados, desde entonces existe fuerte incertidumbre sobre la continuidad de dicha tendencia alcista de la actividad. Preocupa, en particular, un posible agotamiento del ciclo de reconstitución de existencias industriales que se ha dado a nivel global. Este desarrollo ha beneficiado notablemente a las muy exportadoras e industriales economías de Europa emergente, especialmente a través de su canal comercial con Alemania y otras economías centrales de la eurozona.

Aun cuando se antoja altamente improbable que la economía germana repita su excelente registro de crecimiento económico de 2010 (3,6%), las previsiones para 2011 que ahora se manejan, en la zona del 2%, deberían ser suficientes para proporcionar una holgada contribución del sector exterior en Europa emergente. Los indicadores disponibles de producción industrial, exportaciones de mercancías y pedidos

Las dudas sobre la expansión y el temor a apreciaciones excesivas de las divisas retrasan el tensionamiento monetario.

Con la recuperación afianzada y menores presiones sobre las divisas, desde finales de 2010 se ha abierto la puerta a la normalización monetaria.

A lo largo del año, la República Checa y Rumania se sumarán al proceso de normalización de la política monetaria.

industriales, referidos a finales de 2010, apuntan que al menos el primer tramo de 2011 va a mantenerse en zona de clara aceleración de la actividad. Todo ello reafirma el escenario de crecimiento al alza en las cinco economías mencionadas en 2011, acercándose al final del ejercicio a ritmos próximos al potencial de crecimiento.

Un segundo elemento que explica la contención en algunos de los bancos centrales de la región, vinculado al anterior, era el temor a alimentar una excesiva apreciación de sus divisas que drenase competitividad exterior en un momento de fuerte competencia internacional. Este es el caso evidente de Polonia y la República Checa. Aunque el año 2010 se ha cerrado con sus divisas en niveles similares a los que se registraban en el principio del ejercicio, entre junio y noviembre, el zloty polaco y la corona checa registraron una apreciación, en térmi-

nos de tipo de cambio efectivo nominal, del 6% y del 7%, respectivamente. El respiro de los últimos meses de 2010, cuando la tendencia a la apreciación se revertió, sin duda ha atemperado los riesgos en este ámbito.

El proceso que encabezan Hungría y Polonia representa, en definitiva, los primeros pasos hacia la normalización de la política monetaria. Se espera que ambos países continúen en esta línea de forma paulatina, y que otros bancos centrales se sumen al movimiento alcista del tipo de referencia nacional. Concretamente, el banco central checo podría subirse al carro del tensionamiento en el segundo trimestre de este 2011 y el rumano, en el tercero. Eslovaquia, en tanto que miembro de la eurozona, quedará por el momento fuera de este calendario de alzas inminentes del tipo de interés.

Burbujas: un fenómeno complejo y difícil de identificar

En enero de 1637 el precio de los tulipanes alcanzó niveles tan elevados en Holanda que para adquirir un único bulbo era necesario reunir el equivalente al salario anual de diez artesanos neerlandeses. Pocas semanas después, el precio de este artículo se desplomó estrepitosamente, dejando en la ruina a quienes habían colocado su riqueza en tan curiosa inversión.

Aquel evento es considerado por muchos economistas el primer caso documentado de burbuja en el precio de un activo:⁽¹⁾ la situación en la que el precio o cotización aumenta muy por encima del valor intrínseco o fundamental, para después caer de forma brusca. Pero no todos los economistas comparten este tipo de interpretación. De hecho, las intensas subidas y bajadas que de tanto en cuanto tienen lugar en los precios de los activos han alimentado un largo y polémico debate entre escuelas de pensamiento económico sobre la naturaleza del fenómeno. Para unos, puede tratarse de burbujas especulativas en el sentido antes referido. Para otros, no cabe hablar de burbujas, sino de oscilaciones ligadas al valor fundamental (o la percepción del mismo) en el contexto de mercados eficientes. Aunque no está cerrada, la discusión parece decantarse a favor de la primera corriente, máxime tras la traumática evidencia aportada por dos grandes episodios de los últimos años: el del auge y caída de las empresas de Internet entre 1997 y 2002, así como el *boom* y la posterior crisis del precio de la vivienda en múltiples países entre 2003 y 2010. Admitiendo que las burbujas son una posibilidad, surgen algunas preguntas importantes: qué efectos tienen sobre la economía, qué factores facilitan su formación, cómo detectarlas. Las respuestas a estas preguntas tienen una gran trascendencia para las autoridades económicas y los inversores particulares.

(1) Véase Peter M. Garber, «Famous First Bubbles». Journal of Economic Perspectives (1990).

Una conclusión que parece estar ganando consenso es que las burbujas tienen, al final del proceso, efectos perniciosos sobre el desarrollo de la economía real.⁽²⁾ Por un lado, cuando se forman, distorsionan las decisiones de inversión de los agentes económicos en detrimento de la eficiencia en la asignación de recursos. Por otro, su estallido reduce la riqueza de algunos inversores y puede socavar la estabilidad del sistema financiero, repercutiendo negativamente sobre el crecimiento económico. Esto otorga, desde la óptica de los responsables de política económica, gran relevancia al estudio de la dinámica de la formación de burbujas y las herramientas para actuar sobre ellas.

Algunos economistas atribuyen el desarrollo de las burbujas a comportamientos no del todo racionales por parte de los inversores.⁽³⁾ Es cierto, argumentan, que generalmente el nacimiento de las burbujas está ligado a sucesos o nuevos desarrollos que mejoran las perspectivas de beneficios futuros asociados a un activo. Fenómenos como la popularización del uso de Internet, los crecientes flujos de inmigrantes o el despegue económico de los países en desarrollo explicarían respectivamente el aumento inicial del precio de acciones tecnológicas, viviendas o materias primas en los últimos años. Sin embargo, es tras este primer incremento de los precios cuando las expectativas de los inversores pueden tornarse excesivamente optimistas, generando a su vez nuevas subidas. Este entusiasmo suele atribuirse a factores intrínsecos al comportamiento humano. Así, la creencia miope de que subidas recientes de precios se repetirán en el futuro, el sesgo a subestimar la probabilidad de incurrir en pérdidas y las constantes referencias en los medios de comunicación, aumentan el optimismo respecto a la evolución de los precios. Como consecuencia, los activos sobre los que recae la moda son cada vez más atractivos para los inversores, retroalimentando el aumento de su valor.

En cualquier caso, el comportamiento irracional no es el único factor que puede impulsar la formación de burbujas.⁽⁴⁾ Numerosos estudios demuestran que hasta con la presencia de agentes racionales capaces de identificar desviaciones en el precio de los activos (respecto a los fundamentos), la existencia de «límites al arbitraje» en los mercados puede no solo mantener, sino aumentar, dichas desviaciones durante cierto tiempo. Algunas de estas restricciones se deben a la falta de instrumentos para realizar el arbitraje, dejando la evolución del precio de los activos en manos de los inversores más desinformados y optimistas. Pero incluso si existen tales instrumentos, el riesgo de que las desviaciones de precios prolongadas dañen la solvencia de los inversores informados y racionales puede inhibir su actuación correctora. Ello ocurre cuando, por la magnitud del mercado, es imposible para un único agente revertir el precio de un activo, obligando a los inversores racionales a coordinarse, algo que se antoja difícil. Ante dichas limitaciones, la estrategia óptima de estos agentes puede ser la de «subirse a la burbuja», intentando vender justo antes de su estallido. Esto, lejos de corregir las desviaciones de los precios, intensifica aún más sus fluctuaciones.

Aparte de estos elementos asociados a la microestructura de los mercados, es decir, relativos a cómo fluye y se procesa la información por parte de los diversos agentes, otros economistas han identificado factores de carácter macroeconómico relacionados con el aumento desmesurado del precio de los activos. De hecho, varios estudios recientes coinciden en que la mayoría de episodios severos han venido precedidos por periodos de abundante liquidez y exceso de crédito.⁽⁵⁾ El argumento es que un entorno de tipos de interés bajos y fácil acceso al crédito resulta propicio para la formación de burbujas, incidiendo a través de diversos canales (por ejemplo, fomentando la toma de riesgos en búsqueda de más rentabilidad).

Salvo en casos tan extremos como el de los tulipanes, identificar en tiempo real la existencia de una burbuja es una tarea muy complicada. La principal causa reside en las dudas respecto a cuál es el valor fundamental de cada acti-

(2) Una excepción a este punto de vista se presenta en A. Martín y J. Ventura, «Economic Growth with Bubbles», NBER Working Paper no. W15870 (2010).

(3) R. Shiller, «Irrational Exuberance» (2000).

(4) M. K. Brunnermeier, 2008. «Bubbles» en *The New Palgrave Dictionary of Economics*.

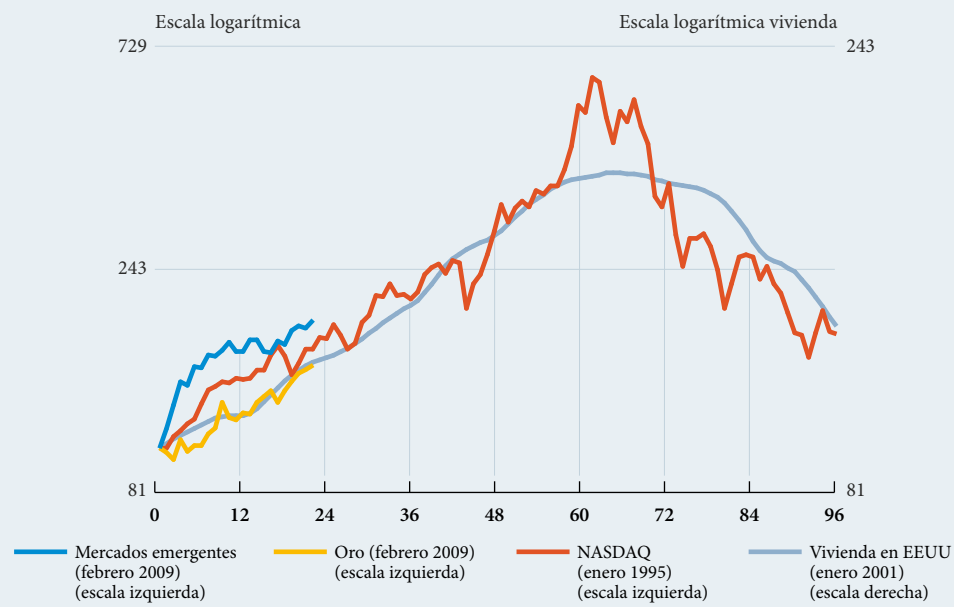
(5) Véase R. Adalid y C. Detken. «Liquidity Shocks and Asset Price Boom/Bust Cycles». ECB Working Paper no. 732 (2007).

vo en cada momento, algo que suele provocar importantes discrepancias entre los economistas.⁽⁶⁾ Ante esta circunstancia, los analistas suelen apoyarse en indicadores asociados al fenómeno, confiando que aporten información sobre cada caso particular. Así, serían señales de alerta elementos como: niveles elevados de liquidez y apalancamiento de la economía, muestras de confianza de los inversores que alcanzan la euforia o la manía, escasa transparencia del mercado, ausencia de arbitrajistas activos, etc. En retrospectiva, parece claro que durante las burbujas de las acciones de Internet y de inmuebles se observaron este tipo de factores. Sin embargo, lo cierto es que las dificultades que también rodean su medición no permiten, desgraciadamente, un diagnóstico inapelable sobre la magnitud de la eventual burbuja. Una nueva muestra de esta incómoda ambigüedad se da actualmente en activos como las bolsas de algunos países emergentes y numerosas materias primas: su rápido encarecimiento (véase el gráfico siguiente) y la observación de signos sospechosos está llevando a algunos analistas a advertir que otra vez se está produciendo el fenómeno.

En suma, la incertidumbre que rodea la identificación de burbujas especulativas representa un importante desafío para todos aquellos interesados o afectados por su desarrollo. En concreto, los bancos centrales siguen investigando posibles vías de actuación, tomando buena nota de los episodios más recientes. Por su lado, las estrategias óptimas de los inversores particulares varían en función de su perfil de riesgo: para los más conservadores, mantenerse al margen; para otros, «subirse a la burbuja» tratando de vender antes de su estallido, y para los restantes tomar posiciones que generen beneficios en caso de deshincharse. Esta última opción, incluso conociendo la existencia de las burbujas, no resulta sencilla.

ALGUNOS ACTIVOS PRESENTAN CRECIMIENTOS SIMILARES A LOS DE LAS ÚLTIMAS BURBUJAS

Índice (100 = inicio del crecimiento)



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

(6) K. Gerardi y C. Foote. «Reasonable people did disagree: optimism and pessimism about the U.S. housing market before the crash.» Federal Reserve Bank of Boston Public Policy. Discussion Paper no. 10-5 (2010).

*Este recuadro ha sido elaborado por Avelino Hernández y Joan Daniel Pina
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Sorteando obstáculos

El comportamiento reciente de los mercados financieros globales responde a pautas que hace ya algunos meses que están vigentes, y que previsiblemente se mantendrán a lo largo de 2011. Al desarrollo de un entorno macroeconómico favorable, caracterizado por la mejora del crecimiento mundial, niveles de inflación razonables y tipos de interés históricamente bajos, se añade la progresiva reducción de la incertidumbre y de la aversión al riesgo.

No obstante, aún se perciben signos de vulnerabilidad en diversos ámbitos y siguen acechando riesgos que no deben minimizarse, puesto que podrían amenazar la estabilidad financiera, como por ejemplo la lenta corrección de los desequilibrios globales y algunos locales, la agresividad de las políticas económicas en Estados Unidos y la posible formación de burbujas (principalmente en los países emergentes).

En lo referente a la evolución de la crisis de deuda periférica europea, los inversores han comenzado a valorar de forma más positiva los esfuerzos y progresos realizados tanto por los países afectados como por los propios órganos de la Unión Europea y el Banco Central Europeo (BCE). Esto se ha traducido en modestas pero alentadoras reducciones en las primas de riesgo soberano. Esta tregua hace pensar que, de cara a los próximos meses, las tensiones derivadas de esta larga crisis podrían entrar en una fase de contención definitiva si se persevera en el camino de la disciplina y la cohesión. Pero, desafortunadamente, está surgiendo otro obstáculo

en el escenario global: el encarecimiento de las materias primas. Su potencial impacto inflacionista y el debate en torno a la necesidad de endurecer o no las políticas monetarias está empezando a acaparar la atención de los inversores.

Bancos centrales: adaptándose a la dinámica del ciclo en cada región

Las actuaciones de los bancos centrales han seguido presentando notables diferencias según las regiones. Mientras en las economías emergentes se extienden las medidas de política monetaria restrictiva, en los países desarrollados las autoridades apuestan todavía por mantener niveles de tipos de interés excepcionalmente bajos, con el fin de estimular los procesos de recuperación económica.

Atendiendo a los datos conocidos recientemente, parece probable que el comportamiento de la economía norteamericana durante el último trimestre de 2010 habrá superado, de nuevo, las previsiones. De confirmarse este hecho, cabe esperar que la Reserva Federal revise al alza sus estimaciones del producto interior bruto (PIB) para 2011 –actualmente situadas en el rango 3,5%-4,2%– coincidiendo con la próxima reunión del comité de política monetaria. No obstante, el gobernador Ben Bernanke ha enfatizado en sus últimas apariciones públicas que todavía existe una variable primordial en la recuperación económica que presenta un inadecuado comportamiento: la creación de empleo. Por este motivo, la mayoría de observadores consideran que la institución seguirá manteniendo su posición

En 2011, los mercados se verán apoyados por un entorno macro favorable y por la menor incertidumbre.

Los inversores valoran los esfuerzos de las autoridades para solventar la crisis de deuda en los países periféricos de Europa.

Las divergencias en las actuaciones de los bancos centrales a nivel mundial están ligadas a las diferentes posiciones cíclicas.

La Fed y el BCE mantienen su rumbo y, a través del tono de los mensajes, señalan que se preparan para un cambio en las condiciones económicas.

Los grandes países emergentes ya están inmersos en un proceso de paulatina restricción monetaria.

Los mercados interbancarios empiezan a cuestionarse futuros aumentos de los tipos oficiales.

actual de política monetaria, justificándola en base al amplio *output gap* negativo y el elevado desempleo. Asimismo, dado que el reciente aumento de los precios de las materias primas apenas se ha materializado en un aumento de las expectativas inflacionistas en Estados Unidos, no parece que haya llegado todavía el momento en el que la Fed anuncie que altera su diagnóstico y pronóstico de la economía. En suma, cabe esperar que por ahora no haya cambios ni en los niveles de tipos oficiales ni en el programa de compra de activos (QE2), que debería completarse en los términos anunciados el pasado noviembre.

En Europa, el BCE se encuentra ante la encrucijada constituida por el sólido ritmo de crecimiento de Alemania y los países del norte europeo y la crisis de deuda soberana de las economías periféricas. Esta dicotomía parece haber suscitado algunas primeras preguntas en el seno del banco central sobre cuál debería ser el rumbo de la política monetaria de cara a los próximos trimestres. Hasta el momento, y respaldándose en el firme compromiso de vigilar la estabilidad de precios, Trichet mencionó, tras la última reunión del Consejo de Gobierno, que no hay un precompromiso de mantener los tipos bajos y que la actitud será vigilante ante un posible aumento de los riesgos inflacionistas. Asimismo, y acorde con su actuación reciente en los mercados de deuda soberana, reconoció la conveniencia de seguir actuando selectivamente sobre aquellas áreas del mercado que registren tensiones injustificadas y/o indeseadas (a través de programas y medidas no convencionales como las que ya lleva tiempo aplicando), pero reiteró que la voluntad del BCE es abandonar progresivamente este papel, dejando que sean los agentes privados y los gobiernos quienes apunten la estabilidad. Esto deja entrever que tanto en la vertiente de política convencional como en la no convencional, el BCE está considerando adaptar

sus posiciones a las cambiantes circunstancias. En este sentido, lo más probable es que la reorientación sea muy gradual, empezando por ligeros cambios en el contenido de los mensajes, y telegrafando con tanta antelación como sea posible la intención de endurecer las condiciones monetarias, algo que, en cualquier caso, no parece probable durante la primera mitad del año.

La situación se presenta bien distinta en el caso de los países emergentes. El intenso ritmo de crecimiento de sus economías y el incremento de sus tasas de inflación están desencadenando una respuesta más restrictiva de sus políticas monetarias. Por lo general, las estrategias de actuación son graduales, y todo indica que tendrán continuidad durante los próximos meses. Este ha sido el caso, por ejemplo, de los bancos centrales de Polonia y Brasil, donde los tipos de referencia han aumentado en 25 y 50 puntos básicos, respectivamente. El proceso particular emprendido por las autoridades chinas destaca por su compleja instrumentación, puesto que, a la última subida de tipos de interés oficiales realizada en diciembre, se ha añadido la aplicación de distintas medidas administrativas dirigidas a controlar la masa monetaria y el crédito al sector privado, para con ello aliviar el recalentamiento de la economía.

En este contexto, los mercados interbancarios han mostrado distintos comportamientos en base al escenario económico en que se desarrollan. Por una parte, la evolución reciente del mercado norteamericano se ha caracterizado por la estabilidad y la ausencia de fricciones. Tres son los motivos que han propiciado estas circunstancias. El primero es la persistencia de abundante liquidez –gracias a las compras de bonos de la Fed– y la consiguiente acumulación de reservas excedentarias de los bancos comerciales. El segundo corresponde a la estabilidad de las primas de riesgo de contrapartida de las entidades

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	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
2011									
Enero (1)	1,00	1,03	1,59	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,33

NOTAS: (1) Día 24.

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

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

bancarias, fruto del progresivo saneamiento que las instituciones han emprendido. El tercero se remite a la estabilidad en las expectativas de consenso respecto a las futuras actuaciones de la Fed. En principio, es este tercer factor el que constituirá en adelante fuente de movimientos más significativos en los mercados monetarios en dólares, pero previsiblemente ya para la segunda mitad del año.

Por otra parte, en la eurozona el mercado interbancario se está desarrollando sin alteraciones de alcance sistémico, aun a pesar de la crisis de la deuda soberana. Las afectaciones, que por momentos son agudas, tienen incidencia local, lógicamente centradas en los países periféricos. En términos agregados, tanto la apelación al

BCE como las reservas excedentarias de los bancos siguen mostrando una tendencia a reducirse, favoreciendo la normalización gradual del mercado monetario. De cara a los próximos meses sería previsible un mayor rango de variación de los tipos euríbor a medida que el crecimiento económico del área se consolide y el lenguaje del BCE se torne más beligerante con los riesgos inflacionistas.

Las divisas de los países emergentes, en el punto de mira de los inversores

La evolución reciente de los mercados de divisas está siendo determinada por las diferencias cíclicas y estructurales entre las distintas regiones y por los focos de inesta-

Los tipos interbancarios en Estados Unidos no registran fricciones, mientras que en la eurozona las tensiones están localizadas.

El intenso crecimiento y las ganancias de productividad han apoyado la apreciación de las divisas de los países emergentes.

bilidad financiera surgidos en la eurozona. El intenso ritmo de crecimiento y las notables ganancias de productividad de las economías emergentes están generando una tendencia a la apreciación de sus divisas con respecto al dólar y al euro. Las autoridades de numerosos países están intentando, con mayor o menor empeño, incidir sobre esta dinámica mediante medidas de diversa índole, incluyendo los controles de cambios. En las últimas semanas ha habido nuevos ejemplos al respecto, pero en conjunto parece que los acontecimientos discurren con razonable orden, lo que hace confiar que se evite la temida «guerra de divisas» y sus derivaciones comerciales. En este sentido, el caso del yuan chino es especialmente significativo. Coincidiendo con una emblemática visita de los máximos mandatarios del país asiático a Estados Unidos el yuan prosiguió en enero su lenta pero sostenida apreciación frente al dólar. Desde que el

pasado junio China decidió reanudar la senda alcista de su moneda, esta se ha revalorizado cerca de un 4% frente al billete verde, y todo indica que este proceso tendrá continuidad a lo largo de 2011.

Con respecto al cruce entre el euro y el dólar, cabe destacar el período de elevada volatilidad vivido entre finales de 2010 y el arranque de este año, con oscilaciones de hasta el 5%, provocadas por la crisis de la periferia de la eurozona. Cabe esperar que en los próximos meses la intensidad de este tipo de tensiones remita progresivamente, dando paso a una etapa de mayor estabilidad cambiaria en la que los fundamentos económicos y financieros de ambas regiones constituyan el determinante básico de los movimientos. A este respecto, el nivel actual del tipo de cambio entre dólar y euro parece estar razonablemente bien alineado con dichos fundamentos, lo que lleva a anticipar pocas variaciones en el acumula-

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

25-01-2011

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2010	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	82,4	-0,5	1,6	-9,6
Libra esterlina	0,633	2,4	1,2	-2,8
Franco suizo	0,946	-1,5	1,1	-9,9
Dólar canadiense	0,999	-0,8	0,1	-5,9
Peso mexicano	12,085	-2,3	-2,1	-6,4
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,364	-3,6	-1,9	3,6
Yen japonés	112,4	3,0	3,5	-13,7
Franco suizo	1,290	2,0	3,0	-14,1
Libra esterlina	0,863	1,0	0,6	-1,0
Corona sueca	8,935	-0,4	-0,6	-14,5
Corona danesa	7,454	0,0	0,0	0,1
Zloty polaco	3,874	-2,8	-2,3	-5,1
Corona checa	24,21	-4,8	-3,3	-7,4
Forint húngaro	275,3	-1,4	-1,2	1,1

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

FUENTE: Bloomberg.

do de los próximos meses, con un leve sesgo a la apreciación del dólar una vez finalice el programa de expansión cuantitativa que ahora tiene en vigor la Fed.

Los mercados de deuda pública buscan la normalidad

Una vez superada la fase de dudas sobre la capacidad de recuperación de la economía norteamericana, y tras la puesta en marcha del programa de compra de bonos (QE2) por parte de la Fed, la trayectoria de la tasa de rentabilidad de la deuda pública de Estados Unidos experimentó un rápido aumento durante los dos últimos meses de 2010. En enero ha tenido lugar una consolidación de aquel movimiento, y así, por ejemplo, la tasa de rentabilidad del bono a 10 años ha oscilado en un estrecho rango alrededor del 3,40%. Las razones de esta estabilidad se encuentran, de una parte, en la ausencia de sorpresas en los datos ma-

croeconómicos, y de otra parte, en la credibilidad de la que parecen seguir gozando la economía de Estados Unidos y sus gestores entre la comunidad inversora internacional, que se manifiesta en forma de una muy reducida prima por riesgo de insolvencia.

Por su lado, el mercado europeo presenta otras características más complejas debido a la heterogeneidad de la región y el impacto de la crisis soberana de los países de la periferia. En primer lugar, la confirmación de la espectacular recuperación de la economía alemana en 2010 ha provocado la extensión del aumento de las tasas de rentabilidad de los bonos alemanes en todos los plazos. En el caso del *bund* a 10 años hasta niveles cercanos a los de principios del año 2010. En segundo lugar, a pesar de que las tensiones de las primas de riesgo de los países periféricos se han relajado (gracias al rigor que los inversores perciben en las medidas fiscales y estructurales adoptadas por

La rentabilidad de la deuda a 10 años de Estados Unidos se consolida en enero en torno al 3,40%.

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
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	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
2011								
Enero (*)	3,15	3,48	5,24	4,67	3,40	1,24	3,67	1,87

NOTA: (*) Día 24.

FUENTE: Bloomberg.

En Europa, las medidas fiscales y estructurales ayudan a reducir las tensiones en las primas de riesgo de los países periféricos.

Los mercados de renta fija privada comienzan el año con marcadas divergencias entre los índices sectoriales y regionales.

El mercado norteamericano apenas se ve perjudicado por la crisis de deuda soberana europea, sino más bien lo contrario.

estas economías) los diferenciales de sus bonos a 10 años con el alemán se mantienen en niveles elevados. En cuanto a las últimas novedades sobre la resolución de la crisis soberana, destaca el debate abierto en la Unión Europea sobre la posible ampliación del tamaño del EFSF (Fondo de Estabilidad Financiera Europeo) así como su capacitación para comprar deuda pública de los países en dificultades en el mercado secundario. También es remarcable el razonable éxito de las últimas emisiones de deuda soberana en Portugal, España y Grecia.

De cara a los próximos trimestres, es razonable esperar que la trayectoria de la rentabilidad de la deuda norteamericana y la alemana mantengan un sesgo ligeramente alcista, bajo un escenario macroeconómico expansivo en el que un elemento crucial será que los bancos centrales consigan neutralizar, gracias a su credibilidad y acertada política de comunicación, las amenazas inflacionistas procedentes del reciente encarecimiento de las materias primas. Pero en ambos casos, serán necesarios nuevos datos que confirmen la consolidación del proceso de crecimiento económico para que la senda alcista de los tipos se materialice. Entre tanto, no es descartable que las principales turbulencias sigan vinculadas a la resolución de la crisis soberana europea, que sin duda todavía deparará episodios emocionantes antes del esperado final.

Con respecto a la deuda pública de las economías emergentes, el hecho más destacable es que continúa el estrechamiento que vienen experimentando desde hace meses los diferenciales de los bonos soberanos con respecto al bono norteamericano. Esta tendencia es firme desde comienzos del 2009, y obedece al buen tono que presentan estas economías, así como a la abundancia de liquidez a nivel global. No obstante, la evolución podría no ser tan placentera a lo largo de 2011, puesto que el proceso de endurecimiento de las políticas

monetarias y la aplicación de controles de capitales en muchos de estos países generarán probablemente una volatilidad macroeconómica y financiera mayor.

High Yield, el segmento de moda en la renta fija corporativa

Los mercados de renta fija privada han comenzado el año con marcadas divergencias entre los distintos índices sectoriales y regionales, atribuibles a diversos factores.

De una parte, en la eurozona la crisis de deuda soberana en los países periféricos ha afectado principalmente a los sectores financieros, elevando las primas de riesgo de las entidades bancarias hasta máximos históricos, llegando a alcanzar en algún caso niveles cercanos a los observados en el tramo de bonos de *High Yield*. De igual manera, en las jornadas de máxima tensión, el contagio ha alcanzado también a la deuda de empresas con elevada calidad crediticia. Por otro lado, en Estados Unidos y en los países emergentes –principalmente en los BRIC–, los *spreads* de crédito corporativo han cedido hasta mínimos históricos.

El mercado norteamericano apenas se ha visto perjudicado por la crisis de deuda soberana europea, sino más bien lo contrario, de manera que las empresas de elevada calificación crediticia (*investment grade*) han aprovechado la circunstancia para emitir bonos a tipos de interés muy bajos. La finalidad de estas emisiones es variada: empiezan a ser más frecuentes las destinadas a financiar inversiones productivas, pero siguen teniendo lugar las que pretenden la financiación de operaciones de M&A, la recompra de acciones o el reparto de dividendos. Igualmente, las empresas del segmento de muy baja calidad crediticia (*High Yield*), apoyándose en el fuerte apetito de los inversores, han co-

NUEVO EPISODIO DE TENSIONES EN LA DEUDA BANCARIA EUROPEA

Índices iTraxx sector financiero



FUENTE: Bloomberg.

menzado a emitir bonos a tipos más atractivos para ellas.

En relación con la evolución reciente de los flujos de los inversores minoristas, se aprecian dos tendencias: en primer lugar, los flujos han alcanzado volúmenes máximos en los mercados de bonos americanos, tanto de alto riesgo como de *investment grade*. En segundo lugar, se ha desacelerado el ritmo de entrada de flujos hacia los mercados emergentes, debido a factores como la reducción que ya ha tenido lugar en los *spreads* de crédito y el endurecimiento de las políticas monetarias en estos países, que amenazan seriamente las expectativas de retorno en dichos mercados.

Entretanto, las agencias de calificación están realizando revisiones de los *ratings* que resultan cada vez más optimistas, con especial incidencia en el segmento de empresas de alto riesgo. Esta circunstancia retroalimenta el escenario favorable para este segmento: buenas expectativas de crecimiento de beneficios y fortaleza de los balances, en un entorno de tipos de interés

excepcionalmente bajos, lo que posibilita la emisión de deuda con rendimientos muy reducidos y a precios competitivos.

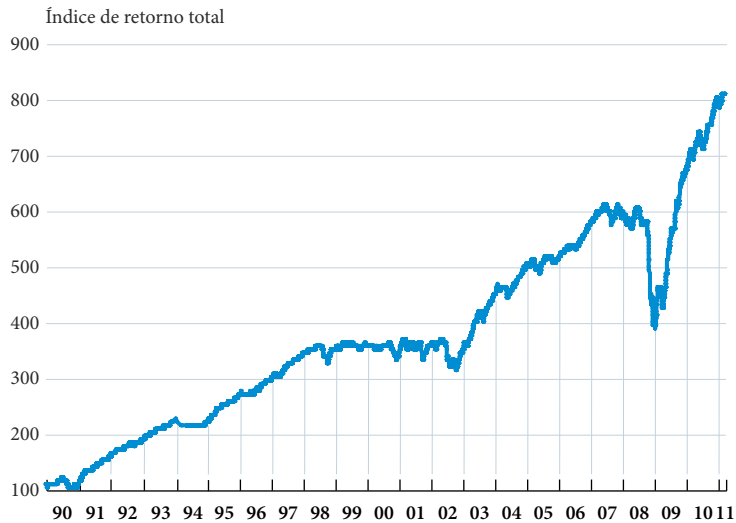
En conjunto, este contexto –donde una gran cantidad de empresas han aprovechado para emitir deuda a tipos bajos, los flujos minoristas alcanzan máximos y los *ratings* resultan algo optimistas– delinea un mercado que requiere una cierta dosis de calma y cautela. El argumento para sugerir una posición precavida se basa en que, tanto en el área de deuda corporativa de países desarrollados como de emergentes, existen síntomas de madurez, que en ocasiones rozan la exuberancia. Esto hace que la relación entre el riesgo asumido y la recompensa potencial haya perdido atractivo cuando se compara con otros activos. Por tanto, si esta situación avanza, no sería extraño observar que los inversores –minoristas e institucionales– recompongan sus carteras, con la vista puesta en otros mercados financieros que ofrezcan oportunidades más atractivas en el medio plazo como puede ser la renta variable.

Las agencias de calificación están realizando revisiones de los *ratings*, que resultan cada vez más optimistas.

Los inversores giran la mirada hacia otros mercados financieros con mayores oportunidades en el medio plazo, como la renta variable.

LOS BONOS DE EMPRESAS DE ALTO RIESGO APURAN LAS GANANCIAS

Índice de bonos *High Yield* de Merrill Lynch



FUENTE: EcoWin.

Los primeros compases bursátiles del año se están desarrollando en un entorno financiero más favorable.

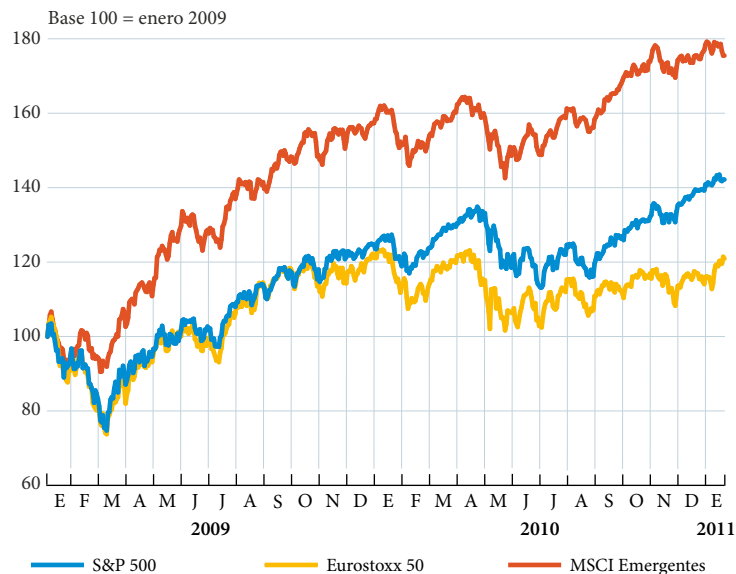
Nuevo año, nuevas oportunidades en bolsa

Los primeros compases bursátiles del año se están desarrollando en un entorno que

progresivamente se muestra más favorable para los mercados bursátiles globales. Se está percibiendo un descenso de la incertidumbre y de la aversión al riesgo de los inversores, que vienen constatando desde

EL EJERCICIO EMPIEZA POSITIVAMENTE EN LAS BOLSAS

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

hace unos meses que las dinámicas macroeconómicas y corporativas en marcha confieren atractivo a la renta variable.

Entre los factores positivos destaca, en primer lugar, la mejoría del flujo de indicadores económicos. Este proceso ha sido reforzado por la aplicación de razonables medidas de política económica en las distintas regiones, dirigidas al objetivo de sostener la recuperación económica. El temor a una recaída en recesión, que tanto castigó a las bolsas a mediados de 2010, parece quedar definitivamente atrás, mientras que el debate sobre el impacto del encarecimiento de las materias primas está siendo encajado por las bolsas con gran tranquilidad, posiblemente confiadas en que la respuesta de política económica será acertada.

En segundo lugar, otro elemento clave para la renta variable está siendo la mejora

generalizada de los beneficios empresariales. Precisamente, esta circunstancia se está observando a lo largo del mes de enero en el comienzo de la campaña de resultados del cuarto trimestre de las compañías norteamericanas y europeas, donde se confirma la continuidad de la recuperación de los márgenes por segundo año consecutivo. Por ejemplo, en el caso del S&P 500, hasta la fecha, han publicado resultados el 16% de las compañías, y el 70% de las mismas han superado las expectativas del consenso de analistas. Adicionalmente, el escenario de bonanza generada por los tipos de interés bajos está estimulando los procesos de fusiones y adquisiciones entre empresas, que recuperan los niveles de 2008, así como la recompra de acciones por parte de las compañías, actividad que está aportando un mayor soporte a las bolsas de Estados Unidos.

La mejora de los beneficios empresariales es un elemento clave en el proceso de recuperación de las bolsas.

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

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

25-01-2011

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	11.871,8	2,6	2,5	16,7
<i>Standard & Poor's</i>	1.283,4	2,1	2,0	17,5
<i>Nasdaq</i>	2.689,5	0,9	1,4	22,0
Tokio	10.345,1	0,6	1,1	-2,3
Londres	5.906,9	-1,7	0,1	11,4
Zona del euro	2.957,8	3,3	5,9	4,3
<i>Fráncfort</i>	7.019,2	-0,5	1,5	23,2
<i>París</i>	4.006,6	2,7	5,3	4,9
<i>Ámsterdam</i>	358,4	0,7	1,1	8,8
<i>Milán</i>	21.994,0	5,9	9,0	-2,5
<i>Madrid</i>	10.722,0	6,1	8,8	-5,7
Zúrich	6.563,3	-0,5	2,0	1,1
Hong Kong	23.801,8	4,2	3,3	14,8
Buenos Aires	3.648,3	4,9	3,5	56,5
São Paulo	69.133,1	0,9	-0,2	4,4

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.

La consolidación de la tendencia descrita anteriormente está empezando a obtener el apoyo de los pequeños inversores, atraídos por la mejora de las perspectivas de retorno de la renta variable frente a otros activos con menor potencial, como es el caso de la deuda pública. Tras años durante los cuales los particulares, en su intento de reducir riesgos y preservar patrimonio, han dado la espalda a las bolsas, la configuración actual de las carteras es defensiva, dejando amplio margen para la toma de posiciones en renta variable.

En cuanto a las condiciones de corto plazo, diversos indicadores de sentimiento y

flujos continúan señalando una probabilidad no despreciable de correcciones puntuales que tendrían, no obstante, un alcance limitado. A los factores que podrían desencadenar este movimiento correctivo se suma ahora el de un encarecimiento adicional de las materias primas y/o el endurecimiento temprano de la política monetaria. En cualquier caso, en el medio plazo, podríamos afirmar que las perspectivas para las bolsas se mantienen positivas, basadas en un escenario económico satisfactorio y una fase expansiva del ciclo empresarial, con volatilidades y riesgos de crédito a la baja.

¿Por qué están tan bajos los tipos de interés (libres de riesgo) a largo plazo?

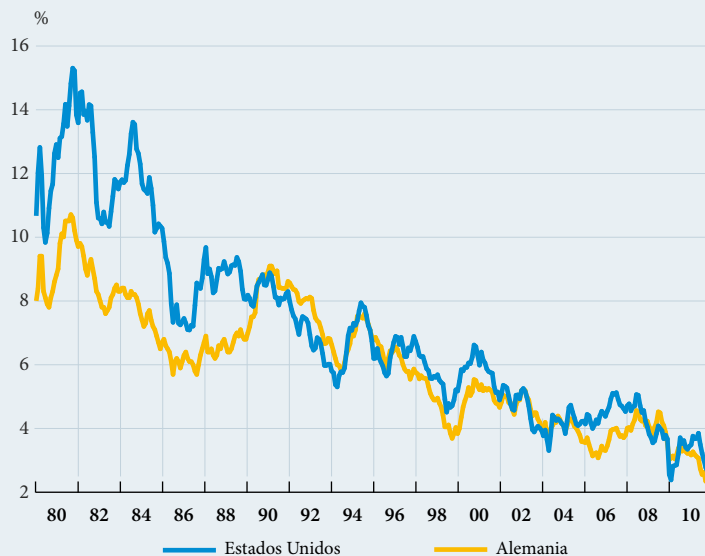
Mientras los países de la periferia europea luchan por contener el coste de su deuda pública, otros soberanos gozan de unos tipos de interés históricamente bajos. La rentabilidad de los bonos a diez años de Estados Unidos y Alemania, dos países con un riesgo de impago prácticamente nulo, se situó alrededor del 2,5% en la segunda mitad de 2010. Para el país germano, se trataba del nivel más bajo desde que existen datos y, para Estados Unidos, de una rentabilidad que, en cincuenta años, solo se había visto puntualmente a finales de 2008, tras la crisis de Lehman Brothers. A pesar de haber experimentado un ligero ascenso en las últimas semanas, los tipos de interés continúan estando muy bajos. ¿Se prolongará esta situación durante mucho tiempo? ¿O ha comenzado la normalización de los tipos de interés hacia niveles más elevados?

La evolución de los tipos de interés durante el último ciclo económico se enmarca dentro de una tendencia claramente bajista en los últimos tres decenios (véase gráfico siguiente). Dicha tendencia se explica principalmente por la caída de las tasas de inflación y por su volatilidad. En Estados Unidos, el promedio de la inflación anual alcanzó el 5,5% en la década de los ochenta, fluctuando entre un mínimo del 1,9% y un máximo del 13,5%. La década de los dos mil mostró, en contraste, un menor promedio (2,6%) y mucha menos variabilidad (entre el -0,9% y el 3,8%). Lo mismo sucedió en Alemania, aunque las magnitudes de los cambios no fueron tan extremas.

A la caída de la inflación cabe añadir otros factores que también empujaron a la baja los tipos de interés durante la década de los dos mil. Por una parte, la economía global mostró una mayor propensión al ahorro debido a la creciente importancia de las economías asiáticas, frugales (especialmente China), y al altísimo ahorro generado en los países exportadores de petróleo tras la escalada de los precios del crudo a mediados de la década. Parte de este ahorro se dirigió a instrumentos de deuda americana o alemana a largo plazo, lo que tendió a reducir su rentabilidad. Otro factor que a menudo se menciona es la abundante liquidez que generaron unas políticas monetarias relativamente laxas. Aunque dicha liquidez no habría provocado un aumento de la inflación gracias a la presión global sobre los costes que han ejercido las economías emergentes, sí habría contribuido a aumentar el precio de ciertos activos financieros, entre ellos, la deuda a largo plazo (y un mayor precio de la deuda implica menores rentabilidades).

30 AÑOS DE TIPOS A LA BAJA

Promedio mensual de rentabilidad de la deuda pública a 10 años de Estados Unidos y Alemania



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

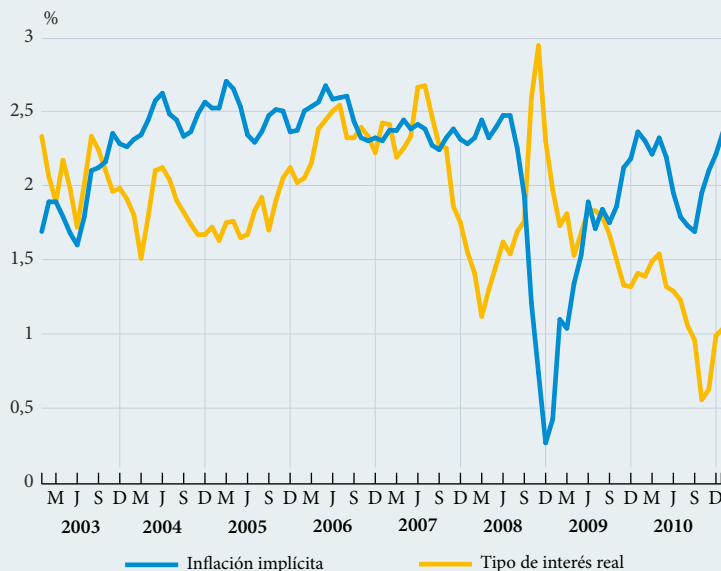
A las puertas de la crisis *subprime*, los tipos de interés a diez años se encontraban en un nivel cercano a lo que se podría considerar normal, o de equilibrio a largo plazo, alrededor del 4,5%. Concretamente, el bono americano ofreció una rentabilidad promedio del 4,8% durante la primera mitad de 2007. Gracias a la existencia de bonos indexados a la inflación en Estados Unidos, esta rentabilidad se puede descomponer entre un tipo de interés real (el que paga un bono indexado) y la inflación implícita (aquella que igualaría la rentabilidad entre los bonos indexados y los bonos nominales y que puede interpretarse como una medida de la inflación esperada).⁽¹⁾ Pues bien, esta rentabilidad nominal del 4,8% reflejaba un tipo de interés real del 2,4% y una inflación implícita, casualmente, de también un 2,4% (véase gráfico siguiente). Desde ese momento, el tipo de interés nominal comenzó a deslizarse reflejando, principalmente, una caída del tipo real, influido por el empeoramiento de las expectativas de crecimiento económico y la debilidad de la inversión privada. El tipo de interés real más bajo se alcanzó en octubre de 2010, tras unos meses en los que se avivaron los temores a una recaída en recesión de la economía americana y a un escenario deflacionista.

Llama la atención que el tipo de interés real no fuera más bajo a finales de 2008 o durante 2009, en los momentos de mayor debilidad económica, pero ello se puede explicar por las anomalías reinantes en los mercados financieros, incluidos los de deuda pública. Durante esos meses, los inversores huyeron de aquellos instrumentos, como los bonos indexados a la inflación, que no eran muy líquidos, por lo que el tipo de interés sobre dichos bonos, el tipo real, repuntó exageradamente.

(1) Abstrayéndonos de algunas complejidades técnicas, fundamentalmente, un bono indexado a la inflación se compromete a pagar un tipo de interés fijo conocido en el momento de comprar el bono (lo que se considera el tipo de interés real) más la inflación acumulada entre la fecha de emisión y el vencimiento. La descomposición de la rentabilidad nominal de un bono entre un tipo de interés real (el del bono indexado) y una tasa de inflación implícita (la que igualaría la rentabilidad de los bonos nominales y los indexados) es una simplificación pues la diferencia de rentabilidades también puede deberse a factores como la prima de riesgo de inflación o la prima de liquidez.

LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN SE HAN NORMALIZADO PERO EL TIPO DE INTERÉS REAL SE MANTIENE MUY BAJO

Promedios mensuales del tipo de interés real y la inflación implícita en los bonos a 10 años indexados a la inflación de Estados Unidos



NOTA: La inflación implícita se calcula como la tasa de inflación promedio durante los próximos diez años que igualaría la rentabilidad de los bonos nominales y los bonos indexados a la inflación.

FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

Por el mismo motivo, como la inflación implícita en los bonos indexados se calcula como la diferencia de rentabilidad entre los bonos nominales y los bonos indexados, la inflación implícita a finales de 2008 era exageradamente baja (por la combinación de unos tipos nominales muy bajos debido a la gran liquidez ofrecida por los bonos nominales y unos tipos reales anómalamente altos). Aunque es cierto que las expectativas de inflación cayeron en aquellas fechas, la inflación implícita en los bonos indexados infraestimaba a buen seguro las expectativas de inflación. A medida que las primas de liquidez se normalizaron a lo largo de 2009, la inflación implícita retornó a niveles alrededor del 2%, algo por debajo de lo que era habitual en 2004-2007, pero no mucho. Ello sugiere que las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido bien ancladas cerca de los niveles objetivo de la Fed. Y cuando, el pasado verano, dichas expectativas amenazaban con descender, la Fed anunció una nueva ronda de expansión monetaria (conocida como QE2, por *quantitative easing 2*). Desde entonces, la inflación implícita ha vuelto a situarse alrededor del 2,4%.

La mejora de las perspectivas de crecimiento a partir del anuncio del QE2 y la aprobación de un nuevo paquete de estímulo fiscal también ha empujado al alza el tipo de interés real del bono americano, hasta algo más del 1% a principios de 2011. La rentabilidad nominal del bono a diez años se ha situado así alrededor del 3,4%. En los próximos meses, es probable que la implementación del QE2, que implica la compra de deuda a largo plazo por parte de la Fed, frene el ascenso del tipo de interés. Sin embargo, en la segunda mitad del año, finalizado el QE2 y si se consolidan unas perspectivas positivas de crecimiento económico, tal y como prevemos que suceda, el tipo de interés real debería retomar una senda alcista. Por entonces, uno de los focos de atención de los inversores será el déficit fiscal norteamericano y el plan de ajuste que haya diseñado la Administración para reducirlo. La ausencia de un plan ambicioso y creíble añadiría presiones al alza sobre los tipos de interés.

En el caso de Alemania, donde solo existen bonos indexados a la inflación desde 2009, el vaivén de los tipos de interés y la inflación implícita ha sido similar al experimentado por Estados Unidos. El tipo de interés real mínimo (0,7%) se alcanzó en octubre de 2010, un momento en el que las expectativas de inflación también se situaron en el 1,6%, por debajo de lo habitual. Desde entonces, ambos indicadores han repuntado hasta el 1% y 2%, respectivamente. Su evolución en los próximos meses también se espera que sea al alza.

Lo que estamos observando es, por lo tanto, un tímido inicio de retorno a la normalidad en los tipos de interés a largo plazo. El camino será probablemente gradual, salpicado sin duda de altibajos, pero a medio plazo volveremos a ver unos tipos libres de riesgo a largo plazo entre el 4% y el 5%. No podemos descartar incluso que el mayor peso de las economías emergentes y de sus necesidades de inversión combinado con el envejecimiento de la población en las economías avanzadas, lo que reducirá su tasa de ahorro, eleve los tipos de interés por encima de lo que era habitual en los años dos mil. En cualquier caso, todos deberíamos estar preparados para el inevitable camino hacia unos tipos de interés más normales, y esto solo apunta en una dirección: hacia arriba.

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

Actividad económica

Lánguida recuperación de la actividad económica

El gradual avance de la economía española se consolidó durante el segundo semestre del 2010. Aunque la tasa de crecimiento del producto interior bruto (PIB) se mantiene en cotas moderadas, en el tercer trimestre se quedó en el 0,2% en términos interanuales, los indicadores disponibles apuntan a que la paulatina reactivación de la economía ha continuado en el cuarto trimestre. Esta tendencia se mantendrá en 2011, en parte gracias al apoyo del sector exterior, pero el limitado progreso que experimentará la demanda interna mantendrá la tasa de crecimiento por debajo de

su potencial. Hasta que el consumo privado y la inversión no despierten, hecho que sucederá gradualmente a lo largo de este año, el ritmo de avance será bastante moderado.

Efectivamente, de acuerdo con los últimos datos disponibles de la demanda, el consumo privado mostró un frágil relanzamiento, si bien su evolución en el último tramo del año fue algo más favorable. Así, el índice de ventas al por menor atenuó su retroceso cinco décimas, con un descenso del 1,6% interanual en el mes de noviembre. Por su parte, las matriculaciones de automóviles experimentaron una caída en diciembre del 23,9% interanual, aunque esta

La economía avanzará a un ritmo bastante moderado a principios de 2011...

...por la debilidad de la demanda interna.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2010						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	-4,7	-8,2	-1,7	0,4	2,5	0,4	-1,2	-1,3	...
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	-23,9
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	-23,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-8,8	-22,1	-10,3	-2,4	-1,7	-6,3	-6,9	1,4	...
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	1,3
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.

tasa sigue estando afectada por la finalización del Plan 2000E. Los indicadores más cualitativos también sugieren que la recuperación del consumo sigue siendo débil. De este modo, la confianza de los consumidores empeoró en el cuarto trimestre con respecto al periodo anterior, y se colocó en un nivel bastante inferior al registrado doce meses atrás. Dado que este indicador continúa estando bastante por debajo del promedio histórico, una rápida recuperación del consumo es improbable en el corto plazo.

Tampoco el conjunto de la inversión parece haber encontrado el camino de la recuperación. En este caso, sin embargo, ello se debe a la pobre evolución del sector de la construcción. El indicador de la confianza en la construcción, por ejemplo, intensificó en diciembre cuatro puntos porcentuales su caída interanual y ello no permite ser muy optimista acerca de la reactivación de este sector en los próximos meses. Tam-

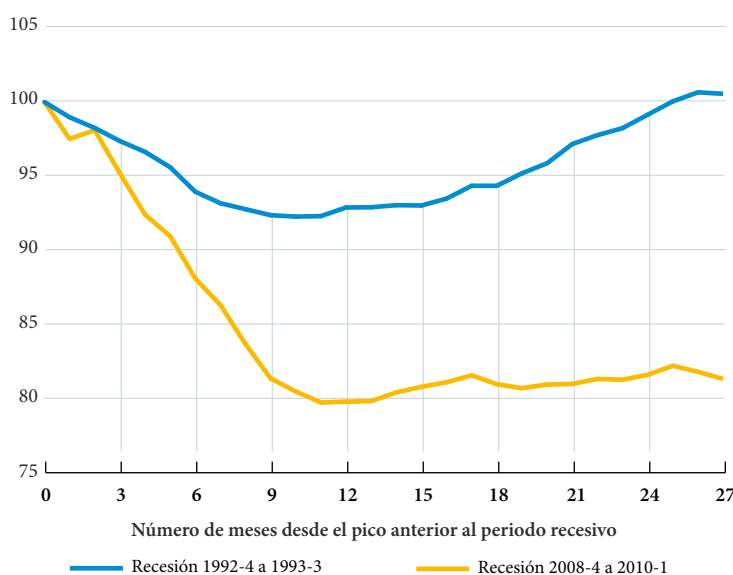
co ayudará la abolición de las desgravaciones fiscales para la compra de la primera vivienda efectiva a partir de enero de 2011. El resto de indicadores, en cambio, ofrecen una tendencia algo más positiva. Por ejemplo, las importaciones de bienes de equipo se incrementaron un 14,5% interanual en octubre. Asimismo, las matriculaciones de vehículos industriales retornaron en el cuarto trimestre a tasas interanuales positivas tras varios meses consecutivos de retrocesos. Ello muestra que hay cierto dinamismo en los sectores no directamente relacionados con la construcción y nos permite ser relativamente optimistas acerca de la futura evolución del conjunto de la economía.

El análisis de la evolución del índice de producción industrial también ofrece una buena radiografía de la situación actual. Desde el pico anterior al periodo recesivo la reactivación de la actividad está siendo muy lenta y solo se han recuperado dos

La inversión continúa empeorando en el sector de la construcción, pero mejora en el resto de los sectores.

LENTA RECUPERACIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL TRAS LA RECIÉN CRISIS

Índice de producción industrial



NOTA: Corregido de estacionalidad y medias móviles de seis meses.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El índice de producción industrial sorprende al alza en el mes de noviembre.

puntos del nivel máximo perdido, que fue del 20%. Ello contrasta con la evolución del índice después de la recesión del periodo 1992-1993, en que la recuperación fue algo más rápida.

No obstante, los datos de noviembre del índice de producción industrial sugieren un posible cambio de tendencia en algunos de sus principales componentes. Ello ha hecho que este indicador corregido de efectos de calendario haya aumentado el ritmo de avance en más de cuatro puntos porcentuales en términos interanuales y se haya situado en el 2,3%. De todas formas, la volatilidad de esta serie obliga a la prudencia y, para confirmar el cambio de tendencia, deberemos esperar a los datos de los próximos meses.

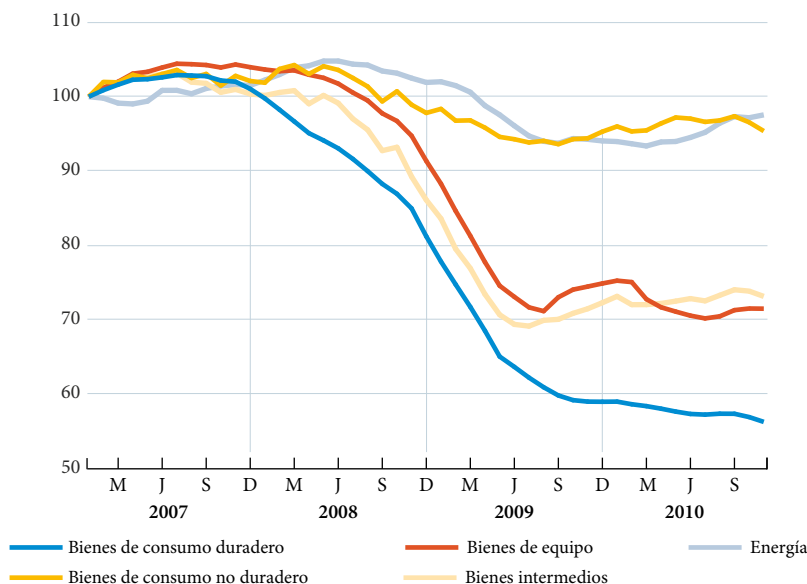
Como muestra el gráfico siguiente, los bienes de consumo duradero son los que muestran una tendencia de fondo más negativa.

No solo no han encontrado un suelo, sino que su retroceso se vio agravado durante la segunda mitad de 2010 tras la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA).

El resto de componentes, que hasta la fecha no ha conseguido definir una tendencia clara, ha sorprendido positivamente en el mes de noviembre. Destaca especialmente el dinamismo de los bienes de equipo, que ha impulsado su tasa de crecimiento interanual más de ocho puntos porcentuales y se ha situado en el 1,4%. El progreso de la producción de los bienes de equipo es un dato importante para calibrar el avance de la actividad, ya que su peso supera el 20% del total. Además, si esta partida no aumenta puede indicar que las empresas tienen suficiente capacidad productiva para satisfacer la demanda y, por lo tanto, no necesitan renovar su maquinaria. De este modo, el hecho de que su producción haya experi-

LOS BIENES DE CONSUMO DURADERO LIDERAN LA CAÍDA DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Índice de la producción industrial



NOTA: Corregido de estacionalidad y medias móviles de seis meses.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2010						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	0,5	-4,3	-1,4	2,7	4,6	1,8	2,0	3,3	2,9
Índice de producción industrial (2)	-7,3	-15,8	-5,6	0,3	2,9	-0,2	-1,9	2,3	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-18,0	-31,2	-24,1	-20,1	-14,4	-13,7	-10,0	-10,0	-8,0
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	-9,6
Indicador de confianza en la construcción (3)	-22,6	-30,6	-24,5	-24,9	-24,3	-28,0	-32,0	-43,0	-49,0
Viviendas (visados obra nueva)	-59,4	-58,1	-45,5	-24,4	-10,3	-13,2	-37,1	...	...
Licitación oficial	3,0	-8,2	-17,0	-50,5	-11,1	-36,4	0,1	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista (6)	-6,0	-5,4	-2,7	0,7	-0,2	-2,5	-0,8	-1,2	...
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	7,4	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-7,7	-28,4	-7,7	4,5	20,9	5,9	-10,0	-0,7	...
Tráfico aéreo pasajeros	-3,0	-7,9	-0,5	3,5	-0,6	4,2	8,6	5,1	-2,3
Consumo de gasóleo automoción	-3,8	-5,1	-2,0	-0,5	-0,6	-2,1	-4,9	...	...

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.

mentado una subida tan importante aporta una nota optimista, especialmente tras su leve estancamiento en los últimos meses.

El progreso de la producción industrial de bienes intermedios, que representan más de un tercio del total, es también más favorable, ya que su tasa interanual subió cinco puntos porcentuales hasta el 4%. Por su parte, la producción de consumo no duradero y energía muestra una tendencia ligeramente positiva y dan así un cierto respiro a la oferta.

El sector exterior, de momento, sigue siendo la gran referencia de la economía española en el gradual proceso de recuperación. En este sentido, cabe señalar el buen tono de las exportaciones, que aumentaron un 24% en el mes de noviembre. A lo largo del año la demanda interna también irá ganando fuerza, lo que permitirá que la tasa de crecimiento del conjunto de la economía mejore en 2011. Los indicadores de los sectores no relacionados con la construcción ya ofrecen una tendencia más positiva, y ello es fundamental para que el consumo retome, gradualmente, la confianza.

Fuerte repunte de la producción industrial de bienes de equipo.

Mercado de trabajo

En el último año se perdieron cerca de 220.000 empleos.

El sector servicios crea empleo en diciembre impulsado por la campaña navideña.

Leve mejoría del comportamiento del mercado de trabajo

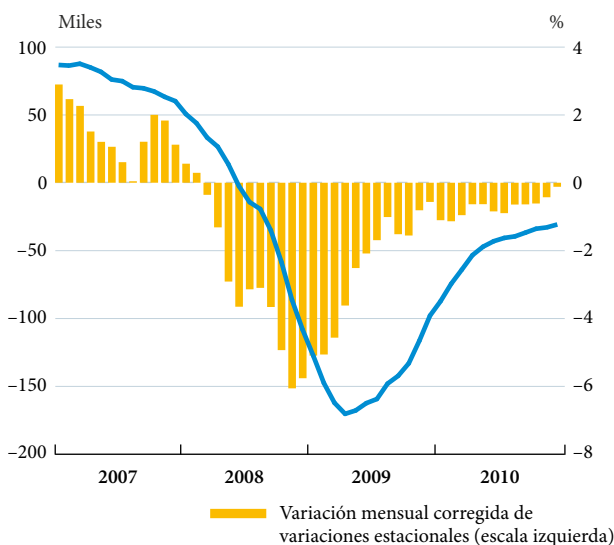
El débil avance de la actividad económica dificulta un cambio de tendencia en la creación de empleo de forma que en el primer trimestre de 2011 se prevé todavía un retroceso en el número de ocupados. Con todo, tras meses de estancamiento en el proceso de recuperación del empleo, en diciembre la caída en el número de afiliados a la Seguridad Social fue menor. Así, en este mes el total de ocupados descendió en 27.728 respecto al mes anterior (3.000 en términos desestacionalizados), y de este modo la tasa interanual bajó una décima hasta el 1,2%. En el conjunto de 2010, las afiliaciones se redujeron en casi 220.000, una caída menor que la registrada durante

el año 2009 en el que se perdieron más de 700.000 puestos de trabajo. Por tanto, estas cifras muestran que la situación del empleo sigue deteriorándose, aunque con menor intensidad.

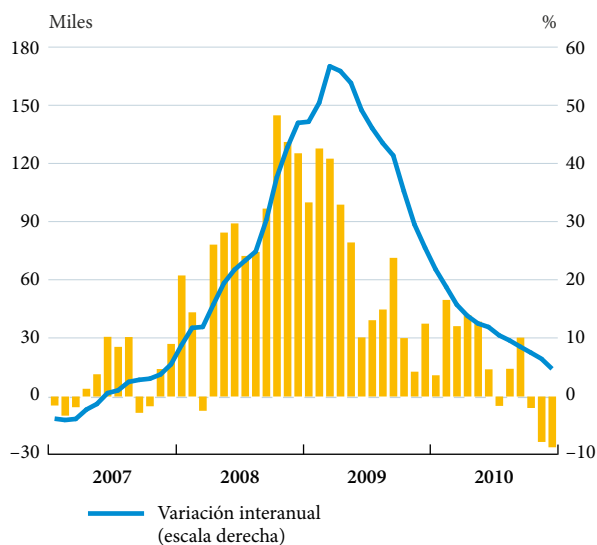
Un ejemplo de que la reactivación del mercado de trabajo sigue teniendo poco vigor se hace patente cuando observamos la evolución del sector que tiene el mayor volumen de masa laboral, a saber, los servicios. En efecto, aunque este fue el único sector que generó ocupación en diciembre con un incremento de 20.000 personas manteniendo así la tasa de creación de la ocupación en el 0,4% interanual, una vez corregida la estacionalidad, los datos revelan una subida del empleo muy marginal. Los otros sectores de actividad, la construc-

TRAS MESES DE ESTANCAMIENTO EL EMPLEO RETOMA LA SENDA DE RECUPERACIÓN

Afiliados en alta laboral a la Seguridad Social



Parados registrados



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2010						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
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	-3,1
<i>Construcción</i>	-10,3	-23,1	-18,9	-16,4	-13,1	-12,5	-11,8	-11,3	-10,9
<i>Servicios</i>	1,7	-2,6	-2,1	-0,8	0,1	0,4	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	-1,1
<i>No asalariados</i>	0,4	-4,8	-4,9	-4,0	-3,0	-2,4	-2,1	-1,9	-1,8
Total	-0,5	-5,8	-4,6	-3,0	-1,9	-1,6	-1,4	-1,3	-1,2
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	8,6
Temporales	-10,4	-13,5	-2,1	3,7	5,2	3,5	-0,3	4,8	4,3
Total	-10,9	-15,5	-4,3	2,0	4,2	2,6	-0,9	4,4	4,6

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el INEM.

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

ción y la industria, continuaron destruyendo puestos de trabajo, aunque de forma algo más moderada, situando la tasa de caída interanual en el 10,9% y el 3,1%, respectivamente.

Este progreso dispar entre los sectores marca también las diferencias de la evolución de la ocupación por género y nacionalidad, ya que tanto los hombres como los inmigrantes tienen una mayor representación en los sectores más castigados por la crisis económica. De esta forma, mientras la afiliación de mujeres acabó el año con un balance ligeramente positivo, con un aumento del 0,1% interanual en diciembre, en los hombres el ejercicio cerró con una caída del 2,3% interanual. Como resultado, la ratio de trabajadoras con respecto al total de la fuerza laboral continuó su senda creciente hasta el 45,2%. Asimismo, los

datos también muestran que en 2010 la caída de la afiliación fue más abrupta entre los individuos de nacionalidad extranjera que entre los españoles, del 1,8% i del 1,2% interanual, respectivamente.

Una visión más optimista la otorgan las cifras de contratación ya que en el último año la tasa interanual fue positiva, del 2,8%. Ello contrasta con la caída del total de contratos del 10,9% y del 15,5% en el año 2008 y 2009, respectivamente, y de este modo apunta a que el mercado de trabajo ha dejado atrás lo peor de la crisis. Además, por primera vez desde mediados de 2007, los contratos indefinidos dejaron de caer con respecto al año anterior en el último trimestre del 2010. Sin embargo, alrededor del 92% de los contratos firmados en el mes de diciembre fueron temporales.

Tras dos años de retrocesos, el número total de contratos crece en 2010.

El paro registrado sube un 4,5% en un año.

El paro registrado se sitúa alrededor de los cuatro millones

El paro registrado en las oficinas de empleo descendió en 10.221 personas en diciembre hasta alcanzar un total de 4.100.073, una caída mayor que la prevista, con la consiguiente moderación del crecimiento interanual cerca de dos puntos, hasta el 4,5%. Además, en términos desestacionalizados, el paro se redujo en cerca de 25.000 personas, el primer descenso en el mes de diciembre desde que se inició la crisis. No obstante, es probable que parte del freno en la subida del total de parados registrados se deba a que algunos se están transformando en inactivos, ya que de momento el mercado de trabajo no genera ocupación.

Aumenta el número de parados sin prestaciones contributivas.

Por otro lado, en los últimos meses el total de beneficiarios de prestaciones experimentó un ligero descenso motivado por el

incremento relativo de los parados de larga duración que han agotado las prestaciones contributivas. Por tanto, si esta tendencia se mantiene, las expectativas son que el número de personas sin prestaciones o subsidios aumente en el corto plazo ya que no está previsto que el total de parados disminuya antes del segundo trimestre de 2011. Este hecho, junto con la caída del poder adquisitivo de las rentas salariales de los trabajadores, puede tener un efecto negativo sobre el consumo en el corto plazo y ralentizar así la recuperación de la actividad económica. En este contexto, cabe señalar la reorientación de los programas de ayudas a desempleados que restringirán la percepción de subsidios a aquellos parados que se comprometan a formarse. Esta nueva modalidad sustituye el denominado plan Prodi que otorgaba 426 euros a los parados que habían consumido las prestaciones contributivas.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

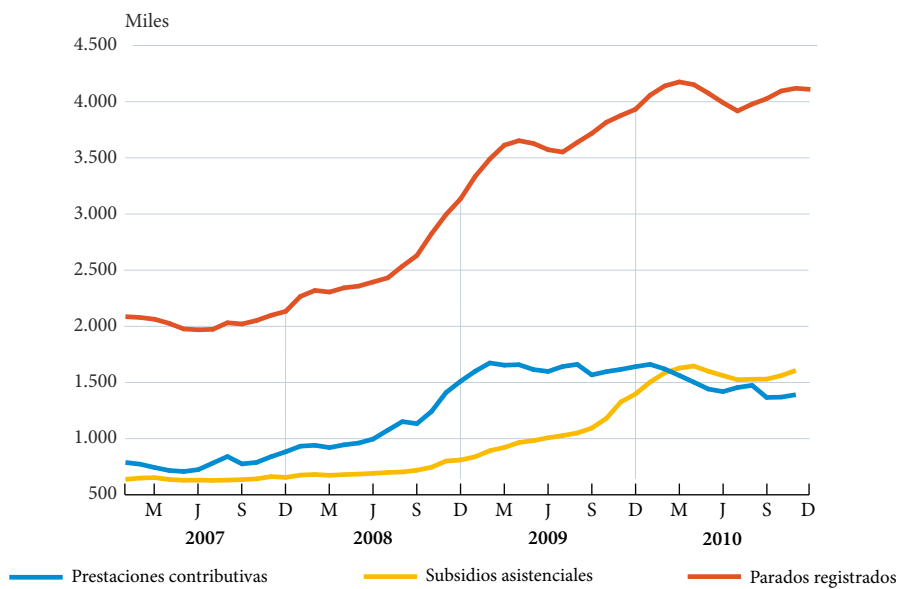
Diciembre 2010

	Parados	Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	
Por sectores				
Agricultura	126.829	20.696	19,5	3,1
Industria	491.638	-17.164	-3,4	12,0
Construcción	753.067	-28.657	-3,7	18,4
Servicios	2.371.939	130.874	5,8	57,9
Primer empleo	356.600	70.721	24,7	8,7
Por sexos				
Hombres	2.053.188	40.652	2,0	50,1
Mujeres	2.046.885	135.818	7,1	49,9
Por edades				
Menores de 25 años	433.774	-12.995	-2,9	10,6
Resto de edades	3.666.299	189.465	5,4	89,4
TOTAL	4.100.073	176.470	4,5	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

SE CONSOLIDA EL FINAL DE LA ESCALADA DEL PARO REGISTRADO

Beneficiarios de prestación y subsidios vinculados al desempleo



FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

Precios

En 2010, la inflación sube en promedio el 1,8% como resultado del encarecimiento del petróleo, de las materias primas y de los impuestos indirectos.

La inflación finaliza 2010 en el 3,0%, una cifra por encima de lo previsto

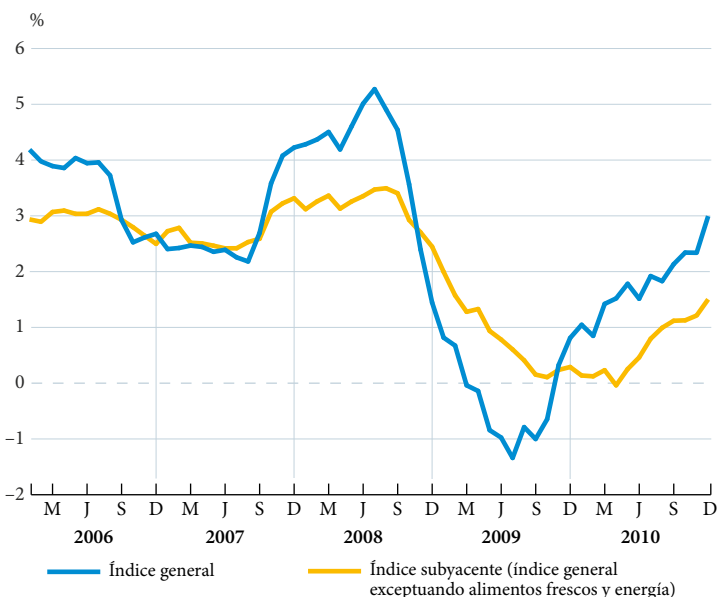
La variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) escaló siete décimas en diciembre hasta el 3,0%, la tasa más alta desde octubre de 2008 cuando alcanzó el 3,6%. Este fuerte repunte fue consecuencia del encarecimiento de las materias primas, especialmente del petróleo, y de la subida del impuesto del tabaco, y es un nivel notablemente superior al 0,8% registrado el mismo mes del año anterior. Por tanto, tras un 2009 marcado por la incertidumbre de una posible situación de deflación, el 2010 termina bajo una preocupación bien diferente, a saber, la

estanflación: estancamiento del crecimiento y precios elevados.

Naturalmente, los efectos de una escalada de precios sobre la evolución de la actividad económica son muy diferentes si son el resultado de un mayor dinamismo de la economía que si, por el contrario, son atribuibles a incrementos del precio del petróleo, de otras materias primas, de los impuestos indirectos o de otros precios regulados como, por ejemplo, la electricidad. En el segundo caso, el poder adquisitivo de los hogares empeora y ello puede intensificar la contención del consumo interno y agravar el entorno de la economía.

LAS MATERIAS PRIMAS Y EL GRAVAMEN DEL TABACO DISPARAN LA INFLACIÓN

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	0,6	3,0	3,0

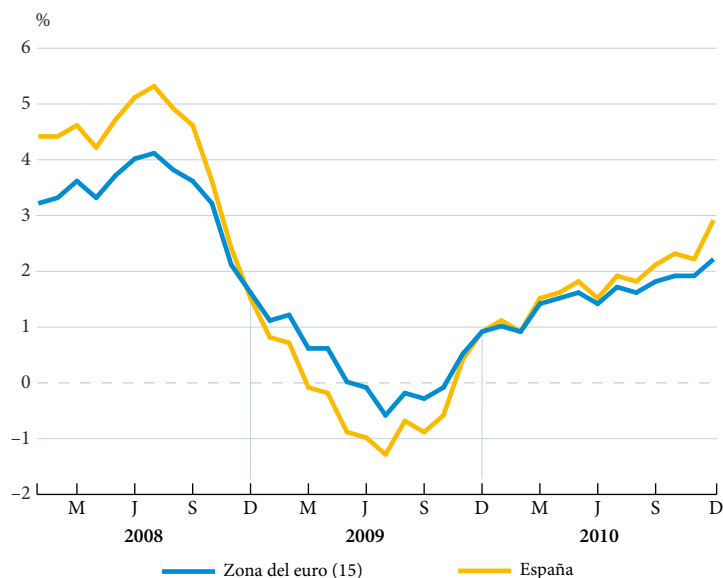
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Una muestra de que la recién subida de los precios puede poner trabas en el proceso de recuperación de la economía se hace patente cuando se observa la variación del

índice subyacente, que excluye la energía y los alimentos frescos y que refleja mejor el dinamismo de la demanda interna que el índice general.

FUERTE REPUNTE DEL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON RESPECTO A LA ZONA DEL EURO

Variación interanual del IPCA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y elaboración propia.

La subida del gravamen del tabaco incrementa casi dos décimas la tasa de inflación en el mes de diciembre.

En este contexto, cabe señalar que fue el cambio de gravamen del tabaco en diciembre, y no la mayor fortaleza del consumo, lo que determinó el repunte de tres décimas de la tasa de inflación subyacente hasta el 1,5%, ya que el resto de los componentes contribuyeron a contener la subida de los precios. En particular, el incremento de los impuestos especiales al tabaco, producto que representa el 2% del total de la cesta a partir de la cual se calcula el índice general del IPC, acentuó el aumento de su precio en el mes de diciem-

bre hasta el 21% interanual, y comportó que el IPC general aumentara más de cuatro décimas este mes. De este modo, la evolución de los componentes principales de la inflación apunta a que a pesar de este rebrote inflacionista, el gasto de las familias continuó endeble por lo que probablemente gran parte de las empresas tendieron a frenar los precios para impulsar las ventas.

Otro resultado negativo del repunte de la inflación es la pérdida de la competitiv-

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Diciembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,8	0,2	0,4	-2,4	0,7	-2,4	0,7
Bebidas alcohólicas y tabaco	145,1	-0,1	6,1	12,7	15,2	12,7	15,2
Vestido y calzado	108,6	-1,2	-1,2	-0,8	0,6	-0,8	0,6
Vivienda	119,0	0,0	0,3	0,8	5,7	0,8	5,7
Menaje	108,5	0,1	0,2	0,8	1,0	0,8	1,0
Medicina	96,3	0,0	0,0	-1,3	-1,2	-1,3	-1,2
Transporte	112,9	-0,5	1,9	3,9	9,2	3,9	9,2
Comunicaciones	98,6	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-0,3	-0,7
Ocio y cultura	97,5	1,4	1,3	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Enseñanza	117,1	0,0	0,0	2,7	2,3	2,7	2,3
Hoteles, cafés y restaurantes	113,7	0,0	0,2	1,2	1,7	1,2	1,7
Otros	112,9	0,1	0,2	2,1	2,8	2,1	2,8
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	114,7	0,1	1,4	0,7	2,6	0,7	2,6
Alimentos sin elaboración	109,5	0,2	0,6	-3,1	2,6	-3,1	2,6
Conjunto no alimentario	110,2	-0,1	0,5	1,1	3,1	1,1	3,1
Bienes industriales	108,0	-0,5	0,6	0,7	4,7	0,7	4,7
<i>Productos energéticos</i>	124,0	-0,6	2,8	7,5	15,6	7,5	15,6
<i>Carburantes y combustibles</i>	121,1	-0,8	3,8	7,9	18,4	7,9	18,4
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	102,3	-0,4	-0,3	-1,7	0,9	-1,7	0,9
Servicios	112,5	0,3	0,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Inflación subyacente (**)	109,3	0,0	0,3	0,3	1,5	0,3	1,5
ÍNDICE GENERAL	111,0	0,0	0,6	0,8	3,0	0,8	3,0

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

dad. Ello se pone de manifiesto cuando se compara la evolución de los precios en España con la del resto de los países de la zona del euro. Así, según datos de Eurostat, el índice armonizado de la inflación en el mes de diciembre de la zona del euro se situó en el 2,2%, mientras el índice registrado en España fue del 2,9%. De este modo, se acentuó el diferencial de la inflación con la zona del euro hasta los 0,7 puntos porcentuales.

Las expectativas son que en el mes de enero la inflación continúe ascendiendo ligeramente por una subida de la electricidad y otros servicios regulados. No obstante, posteriormente, la inflación tenderá a ceder por la debilidad del consumo, por la reversión del efecto del IVA en la segunda mitad de 2011 y, sobre todo, porque espe-

ramos que la presión de los precios de las materias primas vaya perdiendo fuerza en los próximos meses.

Finalmente, por lo que respecta a los precios industriales, estos siguieron su tendencia alcista en el mes de noviembre, con un aumento de tres décimas hasta el 4,4% interanual, impulsados sobre todo por los bienes de consumo y los bienes intermedios. A ello ha contribuido el incremento de las materias primas. Por el contrario, el sector energético desaceleró su subida, aunque continuó teniendo el mayor peso en el incremento de precios industriales. Por lo que respecta a los precios industriales de importación, estos se incrementaron más, el 9,2% en los últimos doce meses hasta noviembre, una tasa superior a la del mes anterior, en parte por la depreciación del euro.

España pierde competitividad al aumentar el diferencial de precios con respecto a la zona del euro.

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											
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	5,1	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,7	6,0	1,8	10,2	1,4
Septiembre	8,0	3,4	0,2	0,5	4,0	9,1	9,2	6,0	1,8	10,6	-
Octubre	...	4,1	0,6	0,5	4,3	10,5	8,6	6,4	1,7	10,5	-
Noviembre	...	4,4	0,9	0,6	5,1	10,6	9,2	7,7	2,2	10,9	...

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

(**) Excepto energía.

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

Sector exterior

El déficit comercial se reduce un 20% en noviembre.

El aumento del precio del petróleo puede suponer una resistencia a la corrección del déficit.

El déficit comercial mejora a pesar del precio del crudo

El déficit comercial registró en noviembre su cuarta reducción consecutiva, del 20,1% interanual, hasta alcanzar los 3.880 millones de euros. Esta mejora del desequilibrio comercial respondió al fuerte repunte de las exportaciones, que aumentaron un 24,6% en este mismo periodo, aproximadamente el doble del crecimiento de las importaciones. Sin embargo, ambas series presentan dinámicas muy distintas. Así, el incremento de las exportaciones fue fruto de la mayor demanda de bienes españoles

en el extranjero. Por el contrario, el aumento del precio de las importaciones en noviembre, particularmente del petróleo, explicó más de tres cuartas partes del repunte de estas. De hecho, la evolución del precio del crudo será un factor clave para explicar el déficit comercial a medio plazo.

Concretamente, la corrección del saldo no energético, del 57,1% respecto al del mismo mes de 2009, redujo el déficit acumulado durante los últimos doce meses hasta niveles de 1998. Sin embargo, esta mejora se vio parcialmente neutralizada por el déficit energético, que, tras la subida del 14,2% de

COMERCIO EXTERIOR

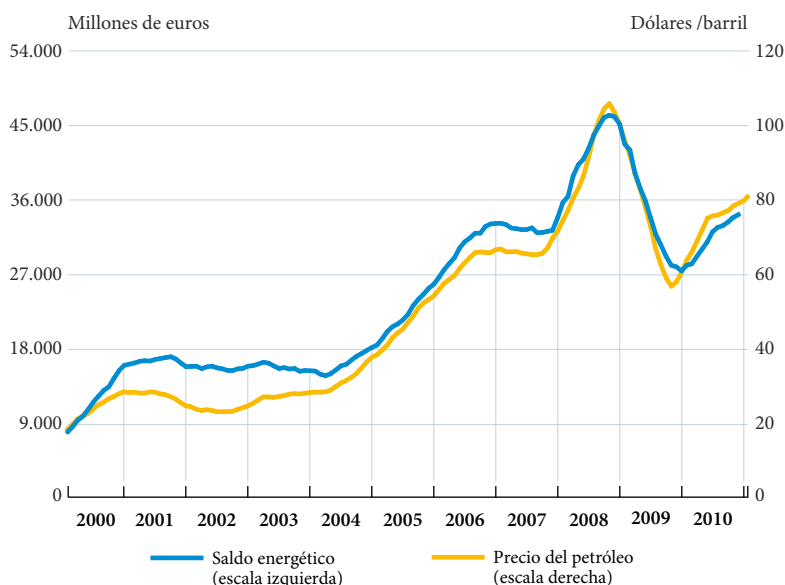
Enero-noviembre 2010

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	Tasa de cobertura (%)
Por grupos de productos								
Energéticos	39.943	27,8	18,4	8.094	30,2	4,8	-31.849	20,3
Bienes de consumo	54.082	-9,1	25,0	57.267	-0,7	33,7	3.185	105,9
<i>Alimenticios</i>	14.117	5,8	6,5	21.520	11,5	12,7	7.404	152,4
<i>No alimenticios</i>	39.965	-13,4	18,4	35.747	-6,8	21,0	-4.219	89,4
Bienes de capital	16.527	9,4	7,6	14.351	19,6	8,4	-2.176	86,8
Bienes intermedios no energéticos	106.207	25,2	49,0	90.130	31,1	53,1	-16.077	84,9
Por áreas geográficas								
Unión Europea	118.793	6,7	54,8	115.114	14,9	67,8	-3.679	96,9
<i>Zona del euro</i>	95.609	4,2	44,1	94.541	14,6	55,7	-1.068	98,9
Otros países	97.968	23,5	45,2	54.729	23,1	32,2	-43.238	55,9
<i>Rusia</i>	5.560	31,6	2,6	1.824	33,3	1,1	-3.736	32,8
<i>EEUU</i>	8.454	7,5	3,9	5.965	12,6	3,5	-2.489	70,6
<i>Japón</i>	3.195	11,8	1,5	1.296	18,2	0,8	-1.898	40,6
<i>América Latina</i>	13.037	32,6	6,0	9.296	31,8	5,5	-3.740	71,3
<i>OPEP</i>	20.709	32,6	9,6	6.245	8,6	3,7	-14.465	30,2
<i>Resto</i>	47.013	20,7	21,7	30.103	26,0	17,7	-16.910	64,0
TOTAL	216.760	13,7	100,0	169.843	17,5	100,0	-46.917	78,4

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

EL AUMENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO IMPOSIBILITA MAYORES REDUCCIONES DEL DÉFICIT COMERCIAL

Datos acumulados últimos doce meses y media móvil doce meses



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

noviembre, alcanzó los 34.236 millones de euros entre diciembre de 2009 y noviembre de 2010, cerca de dos terceras partes del total. Todo apunta a que esta tendencia se mantendrá a corto y medio plazo. Como se observa en el gráfico anterior, la inelasticidad de la demanda de energía hace que el saldo energético esté fuertemente ligado a la evolución del precio del petróleo, que se espera que alcance cotas cercanas a los 94 dólares por barril durante los próximos años. Ello podría elevar, si se mantiene en el futuro esta relación entre ambas series, el déficit energético cerca de los 40.000 millones de euros, más del 3% del PIB español, convirtiéndose en una clara resistencia a la reducción del déficit comercial español.

Los datos de noviembre muestran algunas tendencias que, de mantenerse, podrían provocar nuevas mejoras del saldo comercial en el futuro. En efecto, las exportaciones a la zona del euro (que representan más de la mitad del total) están intensificando su crecimiento. Como consecuencia, el sal-

do comercial español con el resto de países de la unión monetaria fue positivo en noviembre, un hecho que no se observaba desde 1996. El repunte de las exportaciones hacia Francia, Italia y Portugal son la razón principal de esta mejora. Sin embargo, las tensiones aparecidas en el seno de la Unión Europea a raíz de la deuda soberana, y las consecuencias económicas sobre algunos países, podrían romper esta evolución.

Mejora generalizada en todos los componentes de la balanza corriente

Los últimos datos de la balanza por cuenta corriente del mes de octubre sitúan el déficit en 2.713 millones de euros, un 44,9% inferior al registrado en el mismo mes del año anterior. Este ajuste fue resultado de la mejora de todos los componentes que forman la balanza corriente, algo que no sucedía desde mayo de 2009. Las partidas con una mayor aportación a esta corrección fueron la de servicios y la de transfe-

Mejora el saldo comercial con la zona del euro.

El déficit corriente se reduce un 45% en octubre.

BALANZA DE PAGOS

Octubre 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	-37.980	2,7	-46.126	1.255	-2,6
Servicios					
<i>Turismo</i>	24.393	3,3	26.829	575	2,2
<i>Otros servicios</i>	340	-	501	1.382	-
Total	24.734	8,8	27.331	1.957	7,7
Rentas	-18.655	-27,6	-23.409	8.424	-26,5
Transferencias	-9.182	1,4	-8.108	682	-7,8
Total	-41.083	-16,3	-50.312	12.318	-19,7
Cuenta de capital	5.096	77,4	6.282	2.960	89,1
Balanza financiera					
Inversiones directas	-1.053	-	-4.936	-1.289	35,3
Inversiones de cartera	36.211	21,7	51.375	42.088	453,2
Otras inversiones	533	-91,3	-2.272	-38.741	-
Total	35.690	-7,6	44.167	2.058	4,9
Errores y omisiones	-8.813	178,2	-8.655	-6.275	263,6
Variación de activos del Banco de España	9.109	-17,6	8.519	-19.688	-69,8

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.

El superávit de servicios alcanza un máximo en octubre.

rencias corrientes, con contribuciones del 29,1% y el 31,9%, respectivamente.

Además, el nuevo incremento del superávit de servicios elevó el saldo acumulado los últimos doce meses por esta balanza hasta los 27.331 millones de euros, convirtiéndose en un máximo histórico. Ello permitió reducir el déficit corriente acumulado en este mismo lapso de tiempo hasta los 50.312 millones de euros. Una cifra que se situaría por debajo del 5% del PIB, en línea con nuestras previsiones, del 4,7% en el conjunto de 2010. La buena evolución del superávit de la balanza de capital volvió a reducir la necesidad de financiación de la economía española.

La inversión en cartera es la principal fuente de financiación en octubre.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, esta menor necesidad de

financiación del mes de octubre se tradujo en una reducción de las entradas de capital extranjero. Los datos sitúan la inversión en cartera como la principal fuente de financiación en este mes, con una entrada neta de 23.125 millones de euros, la mayor desde junio de 2006. Esta entrada respondió tanto al aumento de inversión en cartera en España por parte de extranjeros como a las retiradas de inversiones (desinversiones) españolas en el extranjero. Por otro lado, la captación de fondos del Eurosistema por parte del Banco de España fue negativa por cuarto mes consecutivo, con una salida de 16.092 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.

Sector público

El mes de enero da una pequeña tregua a las finanzas públicas

La intensificación de la crisis de la deuda soberana durante los últimos meses de 2010 provocó la aparición de algunos interrogantes respecto a la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas, elevando el coste de financiación de la deuda soberana. Con la llegada del nuevo año, los mensajes de respaldo enviados desde Bruselas y los esfuerzos para la reducción del déficit público relajaron ligeramente estas tensiones. Ello permitió al Estado la colocación de nuevas emisiones de deuda en enero a un coste de financiación menor al registrado meses atrás. Sin embargo, aún queda un largo recorrido para alcanzar de nuevo la consolidación de las finanzas públicas, lo que obligará al ejecutivo a mantener su política de austeridad.

Estos esfuerzos para la estabilización de las cuentas públicas se están viendo reflejados en la reducción del déficit de caja del Estado. Este se redujo, durante los once primeros meses de 2010, hasta los 43.047 millones de euros, un 37,2% menor que el del mismo periodo del año anterior. Una cifra que equivale, según estimaciones del Ministerio de Economía, al 4,1% del producto interior bruto (PIB) de 2010, y es 2,4 puntos porcentuales menor que la registrada en noviembre de 2009.

Dicha corrección responde a la estabilización de la coyuntura económica y a las medidas adoptadas el año pasado que, como se observa en el gráfico siguiente, tuvieron un fuerte impacto a partir de la segunda mitad del año. Entre estas medidas destacan aquellas que permitieron aumentar los

ingresos no financieros, contribuyendo en casi su totalidad a la mejora de las cuentas públicas en este periodo. Especialmente importante fue la subida de los tipos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) a partir de julio de 2010, que permitió un incremento de los impuestos indirectos del 29,2% interanual durante los once primeros meses del año. Aunque en menor medida, los impuestos directos también aumentaron debido a la supresión de la devolución de los 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y a la mayor retención a las rentas de capital.

En el otro lado del balance, los gastos acumulados registraron una variación mucho menor, contrayéndose un 0,8% interanual. Destacan especialmente las reducciones de las inversiones reales y en transferencias de capital, del 17,4% y el 10,0% respectivamente. El menor gasto en salario de personal activo también contribuyó a esta mejora, al caer un 1,6%. Sin embargo, los gastos financieros aumentaron un 12,5%, hasta los 19.516 millones de euros, debido a los mayores pagos por intereses en las emisiones de obligaciones y bonos. Como consecuencia de la evolución de los ingresos y los gastos, la necesidad de financiación del Estado, en términos de contabilidad nacional, se redujo un 45,8% interanual, hasta el 3,7% del PIB. Esta cifra se sitúa más de dos puntos porcentuales por debajo del objetivo del Estado para el año 2010, un reto que se antoja, a falta de los datos de diciembre, factible.

Esta correcta evolución de las finanzas ayudó al Tesoro a colocar con éxito 14.500 millones de euros en nuevas emisiones de deuda, con distintos vencimientos, durante

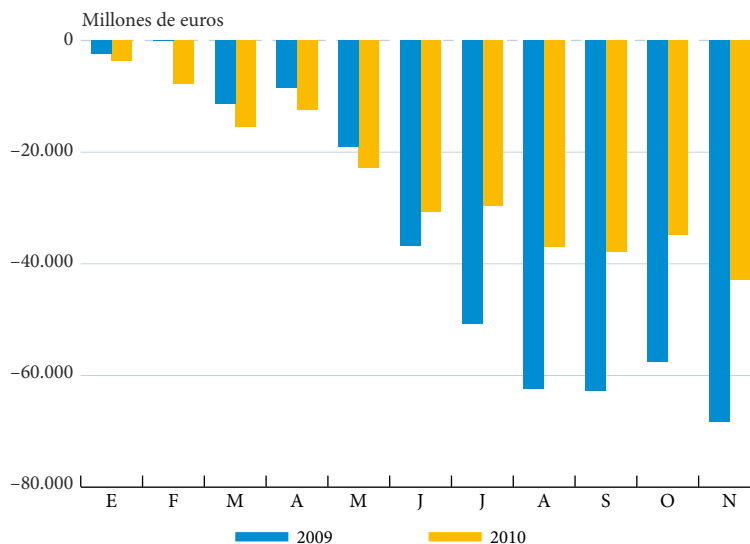
Las tensiones sobre las cuentas públicas se relajan en enero.

En noviembre, el déficit de caja acumulado se reduce hasta el 4,1% del PIB...

...debido al aumento de los ingresos y a la contención de los gastos.

IMPORTANTE MEJORA DEL DÉFICIT DE CAJA EN LA SEGUNDA MITAD DEL AÑO

Déficit de caja del Estado acumulado en lo que va de año



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

El Tesoro coloca 14.500 millones de euros en nuevas emisiones de deuda.

el mes de enero. La buena acogida de estas emisiones en los mercados, con una demanda que superó con creces a la oferta, pone de manifiesto la credibilidad de la senda de estabilización del déficit marcada por el ejecutivo. Destaca la elevada proporción de suscripciones extranjeras, que alcanzan cerca de tres cuartas partes del total.

El año 2011 vendrá acompañado de nuevas medidas que garanticen la estabilidad de las finanzas públicas.

Pero esta ligera tregua de las tensiones sobre la deuda soberana en el mes de enero, extensible a otros países de la periferia europea, no debe hacer olvidar la fragilidad que presentan aún las cuentas públicas de algunos estados miembros de la Unión Europea. Por ello el presidente de la Comisión Europea, José Manuel Durão Barroso, manifestó su intención de aumentar el fondo de rescate de la Unión Europea para fortalecer el euro. Unas palabras que han recibido el respaldo tanto del Banco

Central Europeo como del Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, existen reticencias por parte de Alemania a esta ampliación, que pretende supeditarla a un plan efectivo de reformas que mejore la estabilidad financiera y la competitividad de los países de la zona del euro.

Unas reformas que, en el caso español, se prevé que sigan marcando la agenda del Gobierno durante los próximos meses. Destacan la evolución de las ayudas al sistema bancario a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y las negociaciones para aumentar la edad de jubilación de los trabajadores hasta los 67 años. Todo ello sin perder de vista el reciente debate alrededor del ajuste del déficit en las comunidades autónomas. Un déficit que todo apunta que supere el objetivo marcado para 2010, del 3,1% del PIB.

Ahorro y financiación

La financiación al sector privado avanza tímidamente

El ahorro y la financiación de los sectores residentes españoles vienen determinados, principalmente, por la evolución del ciclo económico del país y el pulso de su sistema bancario. En este sentido, ambas variables mostraron signos de debilidad a lo largo de 2010. Así, la economía española se mantuvo prácticamente estancada, con una tasa de paro que se situaba por encima del 20%. Por su lado, el sistema bancario veía como, en pleno proceso de reestructuración, los canales de financiación mayorista se cerraban a causa de las tensiones en los mercados de deuda soberana. A pesar de ello, a finales del año

pasado empezaron a surgir algunos indicios de recuperación del crédito. Teniendo en cuenta la paulatina mejora de la economía española, la continuidad de esta tendencia en 2011 dependerá de la habilidad del sistema financiero español para superar los retos que se le planteen a lo largo del año.

Concretamente, la financiación del sector privado creció en noviembre por tercer mes consecutivo, con un aumento del 0,4% interanual. Esta tímida aceleración responde, particularmente, a la financiación de las empresas no financieras, que aumentó un 0,7% interanual. Los préstamos del exterior y los valores distintos de acciones fueron los principales canales de capta-

El estancamiento económico y las dificultades en los mercados mayoristas han determinado los flujos de financiación y ahorro en 2010.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Noviembre 2010

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.222.076	9.119	0,4	77,8
Empresas no financieras	1.320.019	10.818	0,7	46,2
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	905.797	-10.564	-0,6	31,7
<i>Valores distintos de acciones</i>	64.808	8.609	17,8	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	349.415	12.773	1,3	12,2
Hogares (4)	902.057	-1.699	-0,1	31,6
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	675.838	-2.714	0,1	23,7
<i>Otros (3)</i>	222.632	808	-0,8	7,8
<i>Préstamos del exterior</i>	3.587	207	4,6	0,1
Administraciones públicas (5)	632.306	71.684	14,2	22,2
TOTAL	2.854.450	80.870	3,1	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.

El crédito crece por primera vez en catorce meses y la morosidad se estanca.

ción de recursos durante el último año. Sin embargo, se aprecia un cierto estancamiento de las emisiones de valores de renta fija en los últimos meses, debido a las tensiones en los mercados financieros. Esta tendencia contrasta con la reciente mejora de los préstamos de entidades de crédito residentes que siguió recuperándose tras alcanzar un mínimo en agosto. Las familias, a su vez, no experimentaron prácticamente ninguna variación en su nivel de financiación en este mismo periodo, siendo los préstamos para la vivienda los únicos que crecieron interanualmente.

Como consecuencia de este aumento de la financiación privada, el crédito total otorgado por las instituciones financieras en noviembre creció un 0,5% interanual. Como se observa en el gráfico siguiente, este fue el primer incremento desde julio de 2009. A pesar de no disponer aún del desglose, todo apunta a la mejora del crédito a las familias destinado a la adquisición de viviendas y a los sectores de la industria y de servicios como los principales artifi-

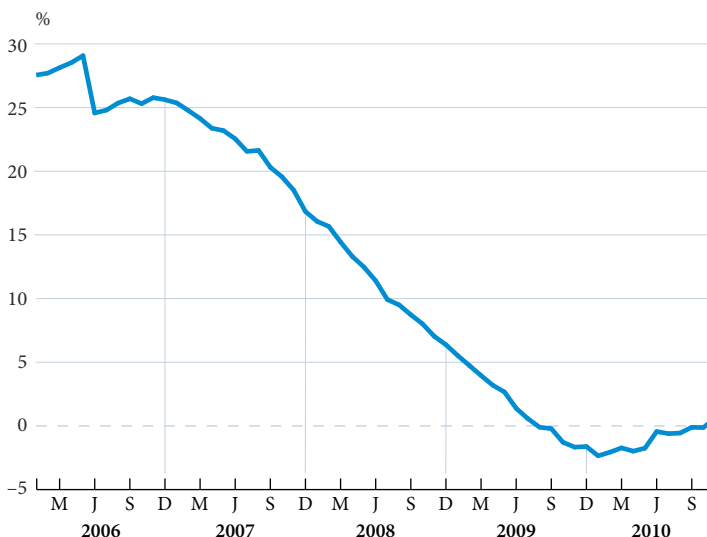
ces de este incremento. A esta buena noticia, debe añadirse el estancamiento de la tasa de morosidad en noviembre, que se situó en el 5,68%. Todo esto tuvo lugar en un mes en que los tipos de interés para financiar nuevas operaciones de crédito a los sectores residentes frenaron su particular escalada, situándose en el 3,53%, cuatro puntos básicos por debajo del mes anterior. A pesar de ello, se esperan nuevos incrementos en el corto plazo, fruto de la tendencia al alza del tipo de interés interbancario y de las expectativas de subidas de tipos por parte del Banco Central Europeo a medio plazo.

Por lo que respecta a la financiación de las administraciones públicas, esta siguió creciendo a ritmos elevados, del 14,2% interanual en noviembre, impulsada por las emisiones a medio y largo plazo. Sin embargo, se aprecia una importante ralentización del incremento, ya que se sitúa más de dieciocho puntos porcentuales por debajo del máximo registrado un año atrás. Ello responde a las recientes medi-

Se reduce el ritmo de crecimiento de la financiación a las administraciones públicas.

EL CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES CRECE EN NOVIEMBRE

Tasa de variación interanual



FUENTE: Banco de España.

das de austeridad adoptadas por el Gobierno y al encarecimiento de la financiación, que en noviembre alcanzó máximos históricos.

Los fondos de inversión siguen sin levantar cabeza

Las fuertes tensiones sobre la deuda soberana en el seno de la Unión Europea dificultaron, en 2010, el acceso de las entidades bancarias españolas a los mercados mayoristas. Como consecuencia, los bancos y cajas de ahorros siguieron incrementando la captación de depósitos minoristas (el ahorro de las familias y las empresas no financieras). Esta necesidad de recursos para financiar el negocio bancario provocó un crecimiento progresivo del tipo de interés de los depósitos. Así, en noviembre, la remuneración de los depósitos a plazo de las familias alcanzó el 2,82% de media, 60 puntos básicos por encima de la ofrecida un año atrás. Ello impulsó las imposiciones a plazo, que en este mismo periodo se incrementaron un 3,4%. Por su lado, el conjunto de depósitos aumentó un 2,2% respecto al mismo mes de 2009, dos décimas más que en octubre.

Pero esta competencia por la captación de depósitos bancarios, junto a la necesidad

de liquidez de la economía, tuvo un claro damnificado a lo largo del año pasado: los fondos de inversión. Así, el patrimonio de estos fondos a 31 de diciembre de 2010 se había reducido hasta los 138.080 millones de euros, un 15% por debajo del dato del año anterior. Esta cifra representa casi la mitad del patrimonio acumulado en 2007, año en que alcanzó su máximo. Otro de los factores que también habría propiciado estos reembolsos fue la reducida rentabilidad durante el ejercicio, que en promedio se situó en el 0,1%. Solamente los fondos de renta variable internacional presentaron rendimientos por encima de la inflación. En el conjunto del ejercicio, las mayores salidas correspondieron a la renta fija a corto plazo y a los fondos monetarios.

¿Qué perspectivas presentan el ahorro y la financiación españoles a medio plazo? Como se ha mencionado en el inicio del capítulo, las claves de futuro que determinarán su evolución residen en el desarrollo de la economía española y la robustez de su sistema bancario. En el primero de los casos, se espera que la recuperación progresiva de la economía, y la menor tasa de paro, reactive paulatinamente la demanda de crédito. Por lo que respecta a la evolución del sistema bancario español en el corto y medio plazo, esta vendrá deter-

Los depósitos bancarios siguen creciendo en noviembre...

...en detrimento de los fondos de inversión.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Noviembre 2010

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista	252.046	-10.689	-4,1	-3.752	-1,5	17,4	
De ahorro	206.240	-1.551	-0,7	5.080	2,5	14,3	
A plazo	737.772	17.761	2,5	24.505	3,4	51,1	
En moneda extranjera	21.783	-232	-1,1	-138	-0,6	1,5	
Total depósitos	1.217.842	5.289	0,4	25.694	2,2	84,3	
Resto del pasivo (*)	226.550	13.420	6,3	23.666	11,7	15,7	
TOTAL	1.444.392	18.709	1,3	49.360	3,5	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.

Nuevas pruebas de resistencia para la banca en julio.

minada por la gradual mejora de los mercados de financiación internacionales y los resultados de las pruebas de resistencia. Todo apunta a que estas pruebas, que se realizarán en primavera, introduzcan condiciones más estrictas respecto a la exposición de las entidades a la deuda soberana y su situación de liquidez. El motivo de este endurecimiento es el de evitar que se repita en Europa un nuevo caso como el del sistema financiero irlandés, que tras superar los test el verano pasado, se vio sumido en un intenso proceso de reestructuración, que concluyó con la nacionalización de algunos bancos.

Ante este escenario, el Gobierno español ha decidido emprender nuevas medidas que permitan al sector bancario superar estas pruebas de resistencia, renovando la confianza de los mercados financieros. Para ello, se están preparando nuevas emisiones de deuda por parte del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el objetivo de facilitar la recapitalización del sector de las cajas de ahorros. Un sector que tiene el reto de superar las nuevas exigencias propuestas por el Gobierno, entre las que destaca el aumento del capital mínimo hasta el 8% de los activos ponderados por riesgo.

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

Febrero 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.

