

Informe Mensual



COMPETITIVIDAD, LA PALABRA MÁGICA

Recetas para la competitividad: similares ingredientes, distinta cocina Pág. 18

¿Cómo persiguen mejorar su competitividad los países?

Private equity y competitividad Pág. 40

Un mercado desarrollado de capital riesgo significa más innovación y mayor creación de empresas

¿Una devaluación silenciosa? Pág. 50

La destrucción de empleo provoca una mejora aparente de la productividad y de la competitividad exterior española

La empresa exportadora: escasa y valiosa Pág. 60

Las empresas exportadoras difieren, y de forma sustancial, de las no exportadoras

Previsiones

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

	2008	2009	2010	2009			
				I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL							
				Previsiones		Previsiones	
Producto interior bruto							
Estados Unidos	0,4	-2,4	2,8	-3,3	-3,8	-2,6	0,1
Japón	-1,2	-5,3	1,3	-8,6	-6,0	-4,7	-1,7
Reino Unido	0,5	-4,8	1,2	-5,2	-5,8	-5,1	-3,2
Zona del euro	0,5	-3,9	1,2	-4,9	-4,8	-4,1	-1,9
<i>Alemania</i>	1,0	-4,8	1,5	-6,7	-5,8	-4,8	-2,0
<i>Francia</i>	0,3	-2,3	1,3	-3,5	-2,9	-2,4	-0,4
Precios de consumo							
Estados Unidos	3,8	-0,3	2,2	-0,2	-0,9	-1,6	1,5
Japón	1,4	-1,4	-0,5	-0,1	-1,0	-2,2	-2,2
Reino Unido	3,6	2,2	2,3	3,0	2,1	1,5	2,1
Zona del euro	3,3	0,3	1,2	1,0	0,2	-0,4	0,4
<i>Alemania</i>	2,6	0,3	1,1	0,8	0,3	-0,2	0,4
<i>Francia</i>	2,8	0,1	1,2	0,7	-0,2	-0,3	0,2
ECONOMÍA ESPAÑOLA							
				Previsiones		Previsiones	
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	-0,6	-4,9	-0,2	-5,4	-6,0	-5,1	-3,2
Consumo de las AAPP	5,5	5,0	1,4	6,4	5,2	4,9	3,3
Formación bruta de capital fijo	-4,4	-15,3	-5,8	-15,1	-17,2	-16,2	-12,3
<i>Bienes de equipo</i>	-1,8	-23,2	-7,5	-24,4	-28,9	-24,3	-15,0
<i>Construcción</i>	-5,5	-11,6	-7,0	-11,3	-11,8	-11,5	-11,7
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-0,5	-6,1	-1,3	-6,2	-7,4	-6,5	-4,3
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-12,3	2,4	-16,9	-15,1	-11,1	-6,2
Importación de bienes y servicios	-4,9	-17,8	-1,4	-22,6	-22,0	-17,0	-9,7
Producto interior bruto	0,9	-3,6	-0,4	-3,2	-4,2	-4,0	-3,1
Otras variables							
Empleo	-0,6	-6,7	-2,2	-6,3	-7,2	-7,2	-6,0
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,0	20,1	17,4	17,9	17,9	18,8
Índice de precios de consumo	4,1	-0,3	1,3	0,5	-0,7	-1,1	0,1
Costes laborales unitarios	4,6	0,1	-0,9	1,2	1,4	0,4	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-9,5	-5,9	-3,8	-7,9	-4,5	-3,9	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,1	-5,5	-3,4	-7,6	-4,0	-3,6	
Saldo público (% PIB)	-4,1	-11,4	-9,9	-0,5	-15,1	-7,1	
MERCADOS FINANCIEROS							
				Previsiones		Previsiones	
Tipos de interés internacionales							
Fed Funds	2,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	3,9	1,2	1,0	1,8	1,1	1,0	1,0
Bonos EEUU 10 años	3,6	3,2	3,5	2,7	3,3	3,5	3,4
Bonos alemanes 10 años	4,0	3,3	3,4	3,1	3,4	3,3	3,2
Obligaciones 10 años	4,4	4,0	3,8	4,1	4,1	3,9	3,7
Tipos de cambio							
\$/Euro	1,48	1,39	1,41	1,30	1,36	1,43	1,48

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 12 China
 - 14 Brasil
 - 15 México
 - 17 Materias primas
- 18 *Recetas para la competitividad: similares ingredientes, distinta cocina*
- 21 Unión Europea
 - 21 Zona del euro
 - 24 Alemania
 - 26 Francia
 - 27 Italia
 - 28 Reino Unido
 - 30 Europa emergente
- 32 Mercados financieros
 - 32 Mercados monetarios y de capital
- 40 *Private equity y competitividad*
- 43 Coyuntura española
 - 43 Actividad económica
 - 47 Mercado de trabajo
- 50 *¿Una devaluación silenciosa?*
 - 53 Precios
 - 57 Sector exterior
- 60 *La empresa exportadora: escasa y valiosa*
 - 63 Sector público
 - 65 Ahorro y financiación

Competitividad, la palabra mágica

Preguntado un empresario por el significado del término «competitividad», su respuesta fue simple pero certera: es la diferencia entre estar dentro o fuera del mercado. En otros tiempos, una nutrida variedad de regulaciones y unas economías mucho más intervenidas podían permitir que empresas poco competitivas subsistieran, incluso con resultados brillantes. Eso ya no es posible en unas economías de mercado cada vez más abiertas a la competencia internacional. El esfuerzo por mantener la competitividad es, sin duda, el principal desvelo de los gestores empresariales.

¿Cómo consigue una empresa mantenerse en la vanguardia de la competitividad? De entrada, optimizando los costes, las inversiones y los procesos productivos, además de dotarse de adecuadas políticas de financiación y de recursos humanos. Pero ni eso es suficiente. Hoy en día, la innovación es más que nunca un elemento clave, tanto por la vía de la investigación y el desarrollo para la generación de nuevos bienes y servicios como en el impulso de nuevos enfoques de gestión o de negocio. Apple o Google serían en estos momentos paradigmas de empresa innovadora, y certifican que para mantenerse en lo alto del podio no hay más remedio que ir por delante en materia de innovación, para no verse engullido por el resto de competidores.

Pero no es imprescindible estar en la élite tecnológica para demostrar buenas calificaciones en competitividad. La capacidad de exportar es quizás el signo externo más visible de la fortaleza competitiva de una compañía. Y no es nada fácil. En Estados Unidos, apenas el 4% de los cinco millones y medio de empresas es capaz de exportar, mientras que en Alemania la cifra asciende al 12% y en España se sitúa alrededor del 6%. Se trata de comparaciones delicadas, ya que el tamaño y la apertura de una economía influyen en las cifras. Eso sí, las empresas exportadoras se distinguen por tener mayor tamaño que la media, ser más intensivas en el uso del capital, tener más productividad y pagar mejores salarios. Se trata de características que también encontramos en empresas tal vez menos orientadas al exterior o en empresas de servicios, pero que destacan por su capacidad competitiva.

¿Podemos extender esta idea de competitividad de las empresas a los países? El Nobel Paul Krugman considera que no, que la creciente obsesión de los países avanzados por la competitividad internacional es errónea, porque un país no puede evaluarse simplemente por el resultado de su cuota en el mercado mundial y porque, de hacerlo así, ello conduce a políticas desacertadas o incluso peligrosas. Pero en la práctica la preocupación por la competitividad internacional está bien presente en las agendas de los ministros de economía. Además, periódicamente van apareciendo análisis sobre la capacidad competitiva de las economías, como los elaborados por el World Economic Forum, el Institute for Management Development o la Comisión Europea, que acaparan titulares de periódicos y que constituyen una especie de evaluación de la gestión de los gobiernos.

Sin embargo, estos *rankings* van mucho más allá de registrar la cuota mundial de exportaciones del país y analizan multitud de elementos que subyacen en la capacidad competitiva de las naciones: calidad de las instituciones, sanidad, educación, estabilidad macroeconómica, capacidad de innovación, calidad de las infraestructuras, eficiencia del sector financiero, etc. Al final, si un país saca buenas notas en los parámetros seleccionados es muy probable que en el mismo se haya formado un caldo de cultivo favorable a la aparición de empresas de excelencia que, exporten o no, tirarán de la renta, de la riqueza y de la prosperidad del conjunto.

RESUMEN EJECUTIVO

La economía estadounidense consolida la recuperación...

Una recuperación, varias velocidades

La encrucijada en la que se encuentran las economías de los principales países desarrollados es ciertamente compleja. Por un lado, todo apunta a que la recuperación económica iniciada mayoritariamente en el tercer trimestre de 2009 se consolidará a lo largo de 2010. Pero este mensaje no refleja ni toda la realidad, ni los riesgos del camino por el que deberán transitar las principales economías en los próximos trimestres. La recuperación es un hecho y ello nos ofrece un futuro más esperanzador, sobre todo si lo comparamos con la situación en la que nos encontrábamos hace tan sólo un año. Ahora bien, son muchos los elementos que nos conducen a dibujar una senda de salida de la recesión bastante plana, con numerosos riesgos a la baja y con velocidades variables dependiendo del país.

...pero todo apunta a que será bastante frágil.

Una buena muestra de ello la ofrece la economía estadounidense. Los datos de crecimiento del producto interior bruto (PIB) no sorprendieron y confirman que el proceso de recuperación sigue su marcha. En el cuarto trimestre de 2009, el PIB creció un 1,4% respecto al trimestre anterior. Ello deja el retroceso del PIB para el conjunto de 2009 en el 2,4%. Una cifra bastante moderada si tenemos en cuenta la situación de colapso que experimentó la principal economía mundial durante la primera mitad del año y que se llegó a comparar con la Gran Depresión de los años treinta.

La salida de la recesión de la eurozona sigue una senda similar.

De todas formas, los indicadores de más alta frecuencia siguen dibujando una recuperación bastante anémica. El avance del

consumo privado, que es fundamental ya que representa cerca del 70% del PIB, perdió algo de fuelle en el mes de diciembre. Las ventas minoristas retrocedieron después de cuatro meses de progresos y el índice de confianza del consumidor del Conference Board continuó exhibiendo un nivel muy bajo. A ello se suma un mercado de la vivienda que ya no retrocede pero que sigue encallado en el fondo y un mercado de trabajo que, a pesar de haber frenado su deterioro, acumula un histórico porcentaje de parados de larga duración.

La tónica que ofrecen las principales economías europeas no es muy distinta. Se conoce ya el retroceso del PIB de Alemania para el conjunto de 2009, un 5,0%, lo que significa una evolución totalmente plana de la economía en el cuarto trimestre. La economía británica, hasta ahora en recesión, inició el camino de la recuperación en el último trimestre de 2009 con un crecimiento intertrimestral del 0,1%. Los indicadores para el conjunto de la eurozona apuntan a que el proceso de recuperación se consolidará a lo largo de 2010, pero a un ritmo muy lento. La demanda sigue lastrada por la elevada tasa de paro y el proceso de desapalancamiento que están llevando a cabo los hogares. Pero no todo son malas noticias. Los datos que llegan por el lado de la oferta son algo más esperanzadores. El índice de producción industrial presenta una importante recuperación y tanto la utilización de la capacidad productiva como los pedidos industriales ya empiezan a encarar la senda ascendente.

El porvenir de las principales economías emergentes es bastante más sólido. China

apretó el acelerador y volvió a una tasa de crecimiento del PIB de dos dígitos. En el cuarto trimestre éste avanzó un 10,7% interanual que sitúa el total del año en el 8,5%. De momento, no hay signos de que este vertiginoso ritmo de crecimiento vaya a debilitarse, más bien al contrario. La subida del crédito se mantiene alrededor del 30%, el índice de producción industrial aumentó un 18,5% interanual en diciembre y el incremento de las ventas al por menor se quedó apenas un punto porcentual por debajo. Se trata de unas cifras espectaculares, pero aún lo son más las que presenta el sector exterior. En diciembre las exportaciones experimentaron el primer avance interanual en trece meses, al situarse en el 17,7%, mientras que las importaciones aumentaron nada menos que un 55,9%. Este empuje es tan fuerte que ha abierto algunos temores sobre el riesgo de sobrecalentamiento, de manera que las autoridades han adoptado medidas para frenar el aumento del crédito bancario y de restricción de la liquidez.

Mientras los países emergentes han retomado ritmos de crecimiento elevados, el principal riesgo en las economías desarrolladas sigue estando en el delicado equilibrio que debe alcanzarse para conseguir una retirada de las medidas expansivas de política fiscal y monetaria que no dañe la recuperación. En ambos casos será primordial la buena comunicación de las instituciones con el resto de agentes. De ello dependerá que el proceso de transición sea gradual o no. Por lo que a la política monetaria se refiere, tanto el Banco Central Europeo como la Reserva Federal mantienen en sus comunicados que el nivel vigente de los tipos de interés es el adecuado en las condiciones económicas actuales. Dado que la inflación continúa en la zona cómoda en ambas economías y un escenario en el que ésta repunte parece poco probable a corto plazo, existe un amplio consenso entre los analistas acerca de la futura evolución de los tipos de interés: no se prevé que

éstos empiecen a subir hasta, como mínimo, finales de año. Y, de hacerlo, todo apunta a que lo harían de forma muy gradual.

En los mercados financieros, el foco de atención se ha dirigido a las dificultades de la economía griega, cuya situación presupuestaria y la falta de medidas convincentes de corrección le ha supuesto una fuerte penalización de los mercados de deuda. Una penalización que se ha extendido, en menor medida, a otras economías de la zona del euro y ha afectado a la cotización de la moneda única, que ha retrocedido considerablemente respecto al dólar. Las bolsas han recibido un cierto contagio de esta evolución, pero sobre todo se han visto afectadas por la propuesta del presidente Obama de imponer restricciones al tamaño y a las actividades de los bancos. La medida, que pretende evitar que en el futuro los bancos asuman riesgos que pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero, no está libre de controversia.

La situación de la economía española sigue de cerca la del resto de economías desarrolladas, pero un paso por detrás. A día de hoy, son pocos los indicadores que aún no han encontrado un suelo y la mayoría de ellos ya ha enfilado el camino de la recuperación. La evolución reciente de la actividad económica es un buen ejemplo de ello. El índice de producción industrial, un indicador clave en el ciclo, desaceleró su ritmo de descenso hasta el 5,7% interanual en noviembre, menos de la mitad de la caída del tercer trimestre. Además, el indicador de confianza de la industria sigue ganando fortaleza y refleja unas perspectivas menos sombrías que las existentes meses atrás.

Los indicadores de demanda siguen el mismo camino. La ganancia de poder adquisitivo de los ocupados, la contención de la disminución del empleo y la mejora de la confianza coadyuvaron a reanimar el consumo, que de todas formas se halla en

China, en cambio, avanza con fuerza.

Las dificultades de la economía griega alteran los mercados y la cotización del euro.

La economía española enfila el camino de la recuperación...

...con baja inflación y drástica corrección del desequilibrio exterior.

niveles bajos. Así, las ventas minoristas de diciembre presentan un giro positivo, mientras que las de automóviles mantienen el brío de meses anteriores, apoyadas por las ayudas públicas.

Desde otra perspectiva, la inflación subyacente, que en cierta forma refleja las tendencias de fondo de la demanda, también parece haber tocado fondo. Después de situarse en el 0,1% en octubre, alcanzando así su mínimo histórico, ha repuntado levemente hasta el 0,3% en diciembre. La evolución del índice de precios de consumo sigue la misma tendencia moderadamente alcista, pero además está impulsado por la evolución de los precios de los hidrocarburos. La variación interanual del índice fue del 0,8% en diciembre, 5 décimas más que en el mes anterior. Ello deja la inflación media del año 2009 en territorio negativo, del 0,3%, la más baja desde principios de los años cincuenta.

El mercado de trabajo frena el deterioro, pero todavía muestra cifras preocupantes.

El soporte del sector exterior sigue actuando favorablemente en la actual coyuntura. En el mes de noviembre la variación interanual del volumen de exportaciones e importaciones fue positiva por primera vez en 2009, lo que significa una paulatina normalización después del gran bache registrado entre finales de 2008 y principios de 2009. El resultado más remarcable es la intensa reducción de las necesidades de financiación exterior de la economía española, que han pasado del 9,1% del PIB en 2008 a cerca del 5% en 2009, una tendencia que se va a mantener a lo largo de 2010.

A pesar del mejor tono que arrojan en general los indicadores de actividad, la situación del mercado laboral es todavía negativa y está lejos de estabilizarse. La encuesta de población activa del cuarto trimestre muestra que el número de ocupados volvió a bajar y se situó en 18,65 millones, con una considerable caída interanual del 6,1% que, pese a todo, es

inferior a la anotada en el tercer trimestre. El número de parados alcanzó los 4,33 millones, 1,12 millones más en un año, de manera que la tasa de desempleo ascendió hasta el 18,8%. El deterioro del mercado de trabajo sería mayor de no ser porque muchas personas renuncian a buscar activamente un empleo, lo que se refleja en un decremento interanual de la población activa del 0,4% en el cuarto trimestre, el primero que se registra en este ciclo.

El otro punto de preocupación en la situación económica actual se encuentra en la evolución de las finanzas públicas. La caída de los ingresos tributarios derivada del descenso de las bases impositivas, junto al aumento de los gastos provocado por la subida de las prestaciones de desempleo y por otras medidas destinadas a frenar la recesión, están provocando un importante peaje en términos de déficit público. Éste, pese al superávit que alcanzará la Seguridad Social, alcanzó el 11,4% del PIB en 2009, una cifra que supera los peores augurios.

Pese a la favorable situación española en términos de deuda pública, en comparación con el resto de países de la eurozona, las autoridades económicas han emprendido una serie de acciones que permitan revertir la tendencia del déficit público. Así, los Presupuestos de 2010 contienen medidas de contención del gasto y subidas de impuestos. Además, a finales de enero el Gobierno ha presentado un nuevo plan de austeridad, que incluye un recorte del gasto público de 50.000 millones de euros en tres años y plantea el alargamiento de la edad de jubilación. Estas actuaciones deberían asegurar el cumplimiento del compromiso de reducir el déficit público hasta el 3% del PIB en 2013, sin perturbar una mejora de la actividad que se irá materializando paulatinamente.

29 de enero de 2010

Nuevas medidas de austeridad en el gasto público destinadas a equilibrar el déficit.

CRONOLOGÍA

2009

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

2010

- enero**
- 29 El Gobierno aprueba un **plan de austeridad en el gasto público** y plantea alargar la **edad de jubilación** a los 67 años.

AGENDA

Febrero

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 5 Índice de producción industrial (diciembre).
- 11 Avance del PIB (cuarto trimestre).
- 12 IPC (enero).
- 17 Contabilidad nacional trimestral (cuarto trimestre).
- 23 Comercio exterior (diciembre). Ingresos y gastos del estado (diciembre 2009 y enero 2010).
- 25 Índice de precios industriales (enero).
- 26 IPC armonizado de la UE (enero). Avance del IPCH (febrero). Balanza de pagos (diciembre).

Marzo

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

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 5,7% en el cuarto trimestre a la espera de consolidar su recuperación en 2010.

Estados Unidos: una recuperación débil y errática

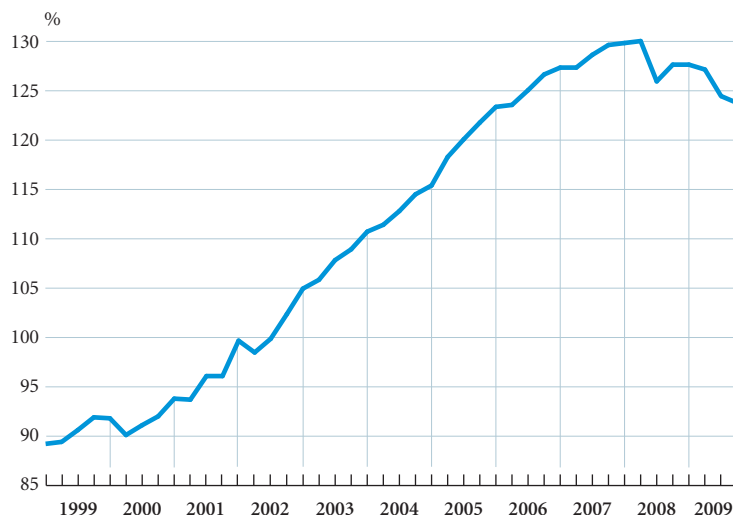
La economía se recupera, el mercado de la vivienda ha tocado fondo y el mercado laboral ya no sufre grandes deterioros. Sin embargo, la recuperación se verá mediatizada por el proceso de reducción de deuda en el que está inmerso Estados Unidos, al igual que la mayor parte de las economías desarrolladas del planeta, tras el estallido de la crisis financiera. El mayor desapalancamiento se ha dado hasta ahora en las entidades financieras, gracias a las ayudas públicas. Pero los hogares, cuyo consumo representa el 70,8% del total del producto interior bruto (PIB), tienen por delante un largo camino de reposición del ahorro que llevará a tasas menores de crecimiento económico. El gobierno estadounidense ha com-

pensado estas reducciones de deuda con políticas fiscales expansivas, apoyadas por la Reserva Federal, elevando la deuda pública hasta el 69,1% del PIB. Pero el proceso de desapalancamiento puede durar aún unos años. Con un déficit fiscal que roza el 12,0% del PIB y con una inflación que podría estar dando ya los primeros avisos, la clave de la recuperación seguirá estando en el comportamiento de los consumidores. Al cierre de este informe, el Departamento de Comercio comunicó que la economía estadounidense había crecido un 5,7% intertrimestral en el cuarto trimestre y en el conjunto del año 2009 retrocedió un 2,4%.

Los últimos indicadores de demanda muestran que la recuperación del consumo privado pierde fuerza, con unas ventas minoristas, sin coches ni gasolina, que re-

ESTADOS UNIDOS: LOS HOGARES ENCARAN EL ARDUO CAMINO DEL AHORRO

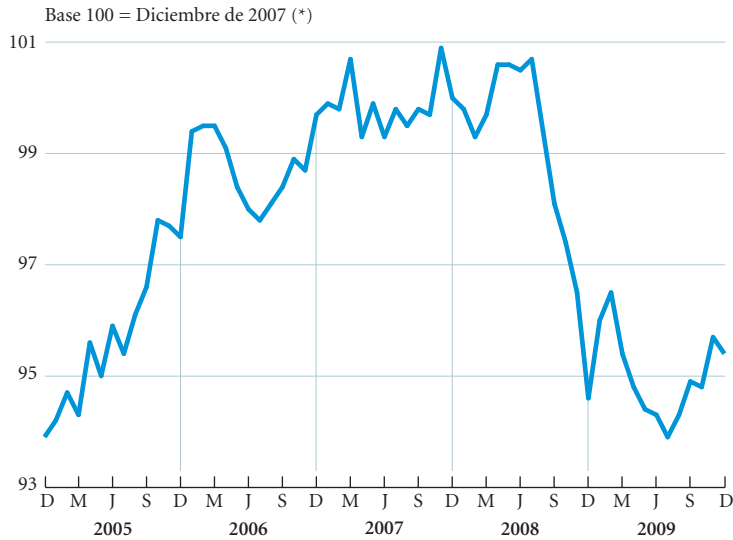
Deuda bruta de los hogares en porcentaje de la renta disponible



FUENTES: BEA, Federal Reserve y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: AL CONSUMO LE QUEDA MUCHO POR RECUPERAR

Ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina



NOTA: (*) Datos deflactados por el índice de precios de consumo sin energía ni alimentos.
FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

trocedieron en diciembre después de cuatro meses consecutivos de avances. Las ventas al por menor, corregido el efecto de las variaciones de precios, superaron el nivel del mismo período del año pasado, cuando el consumo estaba en sus horas más bajas, pero se situaron un 4,5% por debajo del nivel de diciembre de 2007, representativo de la situación previa a la crisis. En una línea similar, el índice de confianza del consumidor del Conference Board continuó exhibiendo un nivel muy bajo, con una percepción de la situación actual que siguió marcando nuevos mínimos.

En el caso de las empresas no financieras, que en los años previos a la crisis habían sido relativamente prudentes, las urgencias para reducir el endeudamiento no son tantas. Fruto de esta situación, a lo largo de toda la segunda mitad de 2009 la visión empresarial ha venido siendo más positiva que la de los consumidores, aunque sin abandonar las cautelas. En diciembre, se disiparon las leves sombras de duda del mes previo y el índice de senti-

miento empresarial del Institute for Supply Management de manufacturas tuvo un avance moderado que lo llevó hasta los 55,9 puntos, nivel ya propio de etapas expansivas. Con un perfil más bajo, el índice de servicios repuntó hasta los 50,1 puntos, más consistente con un entorno de crecimiento débil. Por su parte, la industria mantuvo sus avances en diciembre aunque pierde fuerza la recuperación que empezó en junio, con un índice de producción que sigue un 10% por debajo del nivel de inicios de 2008, previo a la crisis. La utilización de la capacidad productiva siguió un perfil similar aumentando hasta el 72,0% del total.

El mercado de la vivienda ha dejado atrás los descensos pero sigue sin abandonar el fondo en el que está sumido. Los activos inmobiliarios ya no pierden valor, después de tres años de retrocesos continuados, pero no se atisban tendencias alcistas claras. La recuperación del índice Case-Shiller de precios de la vivienda ha perdido fuelle. El incremento de octubre fue de un magro

La recuperación del consumo privado se estanca y la confianza no mejora.

El sector empresarial ve la situación un poco más clara y la industria continúa con su lenta recuperación.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	2,1	0,4	-1,9	-3,3	-3,8	-2,6	-	0,1	-
Ventas al por menor	3,3	-0,8	-8,4	-8,9	-9,5	-6,7	-2,0	2,5	5,4
Confianza del consumidor (1)	103,4	58,0	40,7	29,9	48,3	51,8	48,7	50,6	52,9
Producción industrial	1,5	-2,2	-6,7	-11,6	-12,9	-9,3	-6,7	-4,9	-2,0
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	36,1	35,9	42,6	51,5	55,7	53,6	55,9
Venta de viviendas unifamiliares	-26,7	-37,4	-41,0	-40,0	-27,1	-11,6	-2,2	-9,0	...
Tasa de paro (2)	4,6	5,8	7,0	8,2	9,3	9,6	10,1	10,0	10,0
Precios de consumo	2,9	3,8	1,6	0,0	-1,2	-1,6	-0,2	1,8	2,7
Balanza comercial (3)	-701,4	-695,9	-695,9	-605,7	-504,1	-415,5	-389,3	-382,5	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,3	2,8	2,2	1,2	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,9	74,4	81,3	82,7	79,4	75,4	73,6	73,8	...

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

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

0,4%, en términos desestacionalizados, que deja la subida acumulada desde el mínimo de mayo en el 3,9%. Por otra parte, la recuperación es desigual por áreas geográficas. La conurbación de San Francisco acumula en los últimos seis meses una recuperación del 12,3%, después de haber cedido antes un 45,3%, pero áreas significativas como Chicago y Los Angeles apenas superan el 4,0% y Nueva York no pasa del 1,4%. Entre las zonas más débiles, Las Vegas no ha hecho más que tocar fondo.

Las ayudas públicas a los compradores de primera vivienda han alentado un repunte de las ventas cuya continuidad se presenta difícil. La recuperación del sector seguirá lastrada por la sobreoferta, que se ve agravada por unas ejecuciones de hipotecas por impago que volvieron a marcar nuevos máximos en el tercer trimestre. Consistente con este orden de las cosas, la oferta sigue prácticamente congelada. Las viviendas iniciadas de diciembre no pasaron de ser una cuarta parte de los niveles previos a la crisis y, a pesar del

incremento en el mismo periodo de los permisos de construcción, que son su indicador adelantado, hay que esperar que la atonía de la construcción se prolongue durante la mayor parte de 2010.

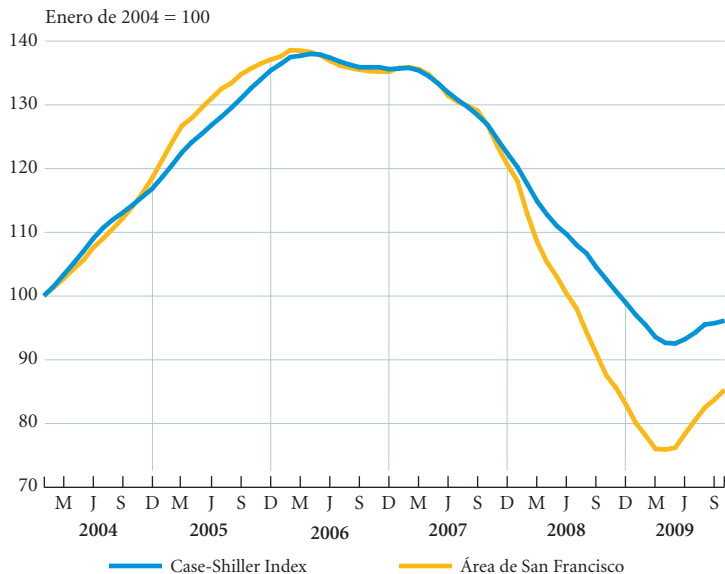
El mercado de trabajo se encuentra en una tesitura similar a la de la vivienda, con la etapa de grandes deterioros que va quedando atrás pero con una recuperación que se presenta problemática. El mercado laboral suele ir con retraso respecto al resto de la economía, con recuperaciones que llegan cuando la actividad general lleva ya varios trimestres de expansión. Pero esta vez los retrasos pueden hacerse notar más. La destrucción de empleo desde finales de 2007, con 7,2 millones de puestos de trabajo perdidos, ha sido la mayor desde la Gran Depresión de los años 30. La tasa de desempleo de diciembre permaneció inalterada en el 10,0% y es difícil que haya mejoras apreciables en los próximos meses.

En primer lugar, existe un importante contingente de trabajadores desanimados

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

ESTADOS UNIDOS: UNA RECUPERACIÓN CADA VEZ MÁS PAUSADA

Valor del índice Case-Shiller del precio de la vivienda



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

que podrían incorporarse paulatinamente al mercado de trabajo a medida que la recuperación se haga efectiva. Además, la proporción de parados de larga duración, de más difícil recolocación, es del 39,2%, un máximo que dobla el porcentaje de 1982, el último periodo en que la tasa de paro fue superior al 10%. La pérdida de 85.000 empleos netos de diciembre, después de una mínima ganancia en noviembre, viene a indicar que, si bien la tendencia bajista ha desaparecido, no pueden descartarse deterioros puntuales en los próximos meses, con una recuperación que sólo empezaría a tomar consistencia a partir de la segunda mitad de año.

En diciembre los precios cogieron un leve sesgo alcista que llega antes de lo esperado y viene a comprometer un tanto una estabilidad que, hasta el momento, ha venido siendo una apreciable ayuda a la recuperación. El índice general de precios al consumo (IPC) repuntó hasta un 2,7% interanual, por el efecto de base del petróleo. El IPC subyacente, el general sin

los alimentos ni la energía, tuvo un avance del 1,8% interanual manteniendo así la línea estable de los últimos meses, aunque esta moderación fue debida al retroceso del alquiler imputado a los propietarios de viviendas. Sin alquileres, el índice subyacente aumentó un 2,9% interanual, con una tendencia que en los últimos tres meses se sitúa en las cercanías del 2,5%. Esta cifra coincide precisamente con las expectativas de inflación implícitas en los bonos indexados a 10 años.

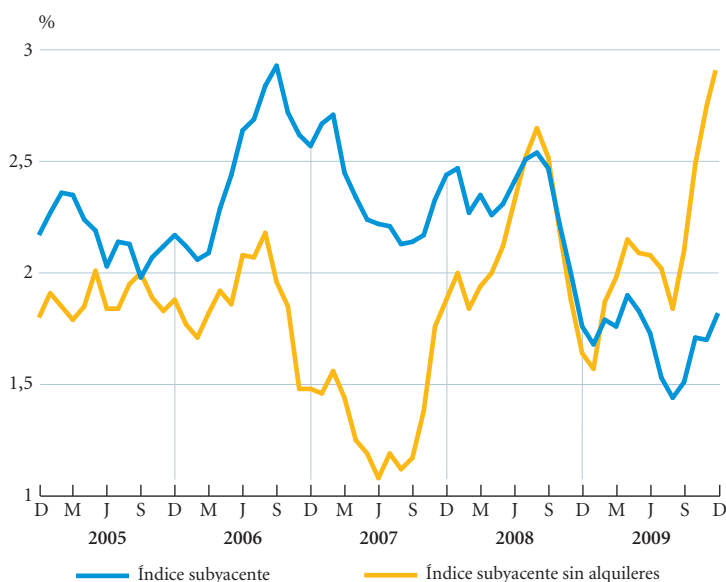
En el capítulo del sector exterior, no hay que esperar grandes contribuciones al crecimiento para los próximos meses. El déficit comercial de bienes y servicios de octubre fue de 36.402 millones de dólares, 3.213 millones por encima del saldo de octubre. El deterioro fue debido sólo en parte a las oscilaciones del petróleo. El déficit excluyendo el petróleo y sus derivados también se incrementó en 1.126 millones de dólares y alcanzó el máximo desde enero de 2009. La recuperación de las exportaciones continuó asentándose

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

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

ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN DA UNA SEÑAL DE ADVERTENCIA

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



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

Japón continúa sufriendo aquejado por la debilidad de su demanda interna.

pero fue superada por las importaciones, que siguen ganando fuerza por la paulatina recuperación de la demanda interna.

Japón: el repunte industrial rompe la situación de atonía

La economía japonesa adolece de una demanda interna muy débil, mientras que el sector exterior sigue sin capitalizar la recuperación de las otras economías asiáticas. Desde el anterior periodo deflacionista, que se extendió desde 1998 hasta inicios de 2006, Japón es una de las economías con mayores niveles de endeudamiento del planeta, con una deuda bruta que es de 4,7 veces el PIB. Más del 40% de este montante corresponde a un sector público que ve limitada su capacidad para apoyar a la demanda de forma efectiva.

Los últimos indicadores de la oferta muestran, sin embargo, signos de una leve mejoría. La producción industrial, que en

Japón tiene una estrecha correlación con el resto de sectores de la actividad económica, salió de su letargo y reactivó su recuperación, con un índice general que en diciembre avanzó un 2,2% frente al mes previo, en términos desestacionalizados, y redujo la pérdida acumulada desde el mismo periodo del año anterior al 5,5%. En el lado negativo, las perspectivas de la inversión no mantienen la mejora apuntada en noviembre, después del severo correctivo de las cuentas del tercer trimestre. Los pedidos de maquinaria de noviembre revisaron a la baja sus avances con menores compras destinadas al mercado interior y con una demanda de inversión de las empresas exportadoras que no acaba de despejar.

En el lado de la demanda, las ventas de automóviles de diciembre retrocedieron después del fin del efecto de las ayudas gubernamentales, con unas ventas totales que, durante 2009, se situaron un 23,6% por debajo del total del año 2005, el año

La recuperación de la industria gana fuerza, pero el panorama inversor sigue incierto.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	2,3	-1,2	-4,4	-8,6	-6,0	-4,7	-	...	-
Ventas al por menor	-0,1	0,3	-1,5	-3,9	-2,8	-1,9	-1,0	-1,1	...
Producción industrial	2,9	-3,4	-15,0	-34,0	-27,6	-19,7	-14,0	-5,5	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	-2,8	-24,0	-58,0	-48,0	-33,0	-	-24,0	-
Viviendas iniciadas	-17,2	2,4	3,9	-21,4	-32,0	-35,8	-27,0	-19,1	...
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	4,0	4,4	5,2	5,5	5,1	5,2	...
Precios de consumo	0,1	1,4	1,0	-0,1	-1,0	-2,2	-2,5	-1,9	...
Balanza comercial (3)	12,6	4,0	4,0	1,4	1,0	1,7	2,4	3,4	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	98,5	102,1	95,7	97,0	99,0	99,9	100,0

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.

anterior al inicio de la tendencia bajista. El mercado de la vivienda, por su parte, sigue sin ofrecer señales convincentes de fortaleza. Las ventas del área de Tokio re-

trocedieron en diciembre un 13,1% interanual, mientras que las viviendas iniciadas de noviembre, si bien siguen alejándose del mínimo histórico de agos-

Continúa la atonía del consumo mientras que la vivienda toca fondo.

JAPÓN: LA RECUPERACIÓN DE LA INDUSTRIA GANA FUERZAS

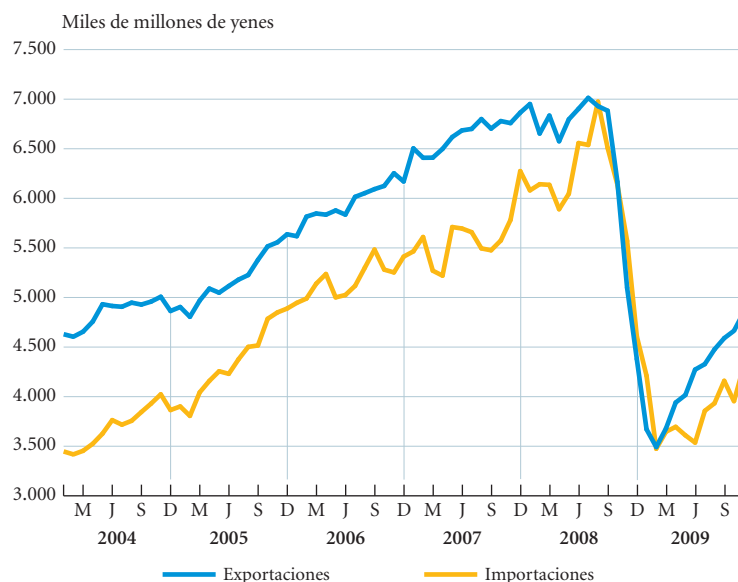
Índice de producción industrial



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

JAPÓN: UNA RECUPERACIÓN A LA QUE TODAVÍA LE QUEDA MUCHO TRECHO

Exportaciones e importaciones (*)



NOTA: (*) Datos mensuales desestacionalizados.

FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

El IPC baja un 1,9% interanual, el paro se sitúa en el 5,2% pero aumenta el empleo en manufacturas.

La exportaciones se recuperan pero los niveles previos a la crisis quedan lejos.

China avanza un espectacular 10,7% en el cuarto trimestre de 2009.

to, quedaron un 19,1% por debajo del mismo nivel del año pasado.

El mercado laboral se apunta a los suaves aires de mejoría. Sin bien la tasa de paro repuntó ligeramente en noviembre hasta el 5,2%, un nivel alto para la economía nipona, cercano al máximo histórico alcanzado en julio, el protagonismo positivo estuvo en el sector manufacturero, que ganó 130.000 empleos netos, siguiendo así la estela de la producción industrial. En el apartado de los precios, la debilidad de la demanda hará que las tendencias deflacionistas se prolonguen durante 2010. Así, el IPC de noviembre registró un descenso del 1,9% interanual y el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, cedió un 1,0% interanual, acumulando su onceavo mes consecutivo de bajadas.

En el sector exterior, el superávit comercial de noviembre se redujo algo después del repunte de octubre. La recuperación

de las exportaciones ganó cierta fuerza pero ésta fue oscurecida por el repunte de las importaciones, que se aceleraron a pesar de la debilidad de la demanda interna. La fortaleza del yen y la pérdida de cuotas de mercado a favor de otros países de la costa del Pacífico hacen que el camino de retorno de las exportaciones a los niveles previos a la crisis quede todavía muy lejos.

China: ¿el renacer de la Ruta de la Seda?

Como ya era de esperar, China creció un 10,7% interanual el cuarto trimestre, y termina el año con un avance estimado del 8,7%, por encima del tan prometido 8%. Además, el país estrena el año en la misma línea en que terminó el 2009. En primer lugar, mostrando su fuerte capacidad de recuperación, resultado de las políticas fiscales y monetarias de carácter expansivo llevadas a cabo por las autori-

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				
			I	II	III	IV	Diciembre
PIB real	13,0	9,6	6,2	7,9	9,1	10,7	–
Producción industrial	17,5	12,6	9,7	9,0	12,3	17,9	18,5
Producción eléctrica	15,7	6,7	–4,3	–0,4	8,0	24,3	27,7
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	–0,6	–1,5	–1,3	0,7	1,9
Balanza comercial (**)	262	298	319	296	252	198	198
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	7,6	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

NOTAS: (*) Promedio.

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

(***) Porcentaje a final de periodo.

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

dades. De igual forma, continúa la estrategia de apoyo al sector exterior.

Aunque no esperamos grandes sobresaltos en 2010, ciertos cambios ya están gestándose. En primer lugar, el endurecimiento en las condiciones monetarias ha comenzado. Asimismo, este será el año de la creación de la mayor área de libre comercio, en términos de población, tras el próximo acuerdo entre China y ANSA (Asociación de Naciones del Sudeste Asiático, ASEAN en sus siglas en inglés), lo que contribuirá a dar un impulso adicional al ya importante comercio intraregional asiático.

Enero ha sido un mes marcado por las negociaciones, a veces complicadas, de la nueva gran área de comercio. Esta zona se erige como la tercera mayor área comercial en valor de sus transacciones, después de la Unión Europea y NAFTA. Y con una población de 1.900 millones de personas, duplica la población de las dos primeras combinadas. Los datos más recientes de comercio apuntan ya hacia una mayor presencia del gigante asiático en la nueva «Ruta de la Seda». Más concretamente, en 2009 las ventas chinas hacia ANSA crecieron por encima del total de las exporta-

ciones chinas, y pasaron a representar el 9% del total de las exportaciones chinas.

Siguiendo con el sector exterior, y sin olvidar que parte de la subida es consecuencia directa de los mínimos de hace un año, en diciembre las exportaciones tuvieron el primer incremento interanual en trece meses, cuyo valor ascendió al 17,7%. Mientras, las importaciones aumentaron un rotundo 55,9% interanual. El retomado vigor de la demanda proveniente de Estados Unidos y Europa, (destino del 40% de las exportaciones chinas) ha sido decisivo en el rebote de las exportaciones. La gradual normalización de los flujos comerciales debería provocar una vuelta a la apreciación del renminbi en los próximos meses tras más de año y medio de inmovilidad frente al dólar.

El resto de indicadores avanzados, con una tendencia también creciente, apuntan hacia la continua recuperación de la economía China. Para empezar, el índice de gestores de compras (PMI) de diciembre alcanzó los 56,6 puntos, por encima de los 55,2 puntos de noviembre, y del umbral entre recesión y expansión marcado por los 50 puntos. La producción industrial volvió a crecer un sólido 18,5%,

El año 2010 trae consigo la mayor área de libre comercio.

Las exportaciones suben un 17,7% interanual, primera subida en 13 meses.

El crédito alcanza una cota de crecimiento del 31% en 2009.

El IPC subió un 1,9% interanual, consecuencia directa del efecto rebote.

por encima del promedio del 18% del último trimestre. Por su parte, el crédito subió un 31,7%, dejando el promedio anual en un espectacular 31%. Esta exuberante expansión crediticia ha sido clave para impulsar el crecimiento del PIB en 2009, aunque también ha avivado los riesgos ante una posible burbuja de activos. Por ello, a principios del 2010, el banco central ha aumentado el coeficiente de caja en 50 puntos básicos, marcando el primer paso hacia una normalización en el terreno monetario.

La demanda interna, por su lado, continúa su ascenso, aunque todavía dominada por la inversión de capital. Precisamente ésta prosiguió su tendencia creciente, y con una subida interanual del 29,7% en diciembre deja el promedio del año en un 31,7%, muy por encima del 20% de los últimos tres años. De la misma manera, las ventas minoristas de diciembre avanzaron un 17,5% interanual, claramente por encima del promedio del año del 15,5%, pero bastante por debajo de las tasas de inversión.

La inflación subió, aunque en gran medida por el efecto de base del año anterior

influido por los alimentos y la energía. En concreto, el año termina con un aumento del IPC del 1,9% interanual en diciembre, después de haber experimentado valores negativos durante buena parte de 2009. Más allá del efecto de base, existe el riesgo de que en los próximos meses se revelen genuinas tensiones inflacionistas a la vista de la impresionante expansión monetaria.

De nuevo, China se nos presenta como un país enérgico y con una fuerte capacidad de desarrollo. Pese a todo, dicha capacidad requiere de la adopción de nuevas dinámicas, en especial, las favorecedoras de la demanda interna, pero aún es pronto para poder hablar de un cambio en las fuentes de crecimiento.

Brasil: tranquilidad en carnaval

2010: año electoral. Febrero: mes de carnaval. Se trata de una combinación de ingredientes que, tradicionalmente, no se han asociado a una imagen de tranquilidad y sosiego. Sin embargo, así es como se presenta el panorama económico en Brasil en este mes de samba y desfiles; espe-

Brasil quema etapas en su proceso de recuperación.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	6,1	5,1	0,9	-1,8	-1,7	-1,5	-	...	-
Producción industrial	5,9	2,9	-7,2	-13,8	-11,3	-8,6	-2,9	4,0	....
Confianza del consumidor (*)	132,3	140,4	132,9	128,5	128,4	141,9	154,3	153,1	155,2
Tasa de paro São Paulo (**)	15,0	13,0	11,6	12,6	13,9	13,1	12,0	...	...
Precios de consumo	3,6	5,7	6,2	5,8	5,2	4,4	4,2	4,2	4,3
Balanza comercial (***)	40,0	25,0	25,0	25,2	27,6	26,5	26,5	25,5	25,4
Tipo de interés SELIC (%)	12,75	11,25	13,75	11,25	9,25	8,75	8,75	8,75	8,75
Reales por dólar (*)	2,1	1,8	2,3	2,3	2,0	1,8	1,8	1,8	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.

cialmente sereno, si se compara al de sus más prominentes vecinos. Dejando atrás la crisis, la economía brasileña sigue remontando posiciones hacia un crecimiento más en línea con su potencial. Mientras tanto, su principal contratiempo, una inconveniente apreciación del real que amenazaba al sector exportador, apunta a la retirada o, al menos, a una preciada tregua.

Ante un escenario de relativa calma y con casi un millón más de empleos formales en 2009, los consumidores cariocas continúan confiando en la evolución favorable de su economía. Así lo indica el índice que mide dicho sentimiento, con nuevo avance y nuevo récord en diciembre; y así se refleja en el continuo progreso de las ventas minoristas que, aunque menos de lo esperado, crecieron un 5,8% interanual en noviembre y un 1,1% respecto a octubre. El buen comportamiento del sector minorista se benefició asimismo de los soportes fiscales aún en marcha y de un crédito que sigue vigoroso: aumentó un 14,9% interanual en noviembre y su saldo vivo alcanza ya el 44,9% del PIB, muy por encima del 38,9% de 2008. Entre los sectores más favorecidos por dichos estímulos destaca el del automóvil, que batió récord de ventas en 2009: 3,1 millones de vehículos, un 11,4% más que en 2008.

La confianza de la industria también cerró el 2009 en máximos anuales y, en noviembre, la producción industrial anotó su primer avance interanual desde que empezó la crisis (del 4%). Sin embargo, creció menos de lo esperado y acabó cediendo terreno respecto al mes anterior. Asimismo, la producción de automóviles cayó un 1% en 2009, muy a pesar del récord anual de ventas. En vistas del ímpetu de la demanda interna, este rezago de la oferta puede atribuirse a la relativa debilidad del sector exportador que, acusando el parón global de principios de

2009 y la reciente fortaleza del real, registró una caída de sus ventas al exterior del 22% en 2009. A pesar de ello, el superávit comercial cerró el año con 25.400 millones de dólares, y un crecimiento del 1,6% respecto a 2008. Aun anotando un déficit por cuenta corriente por segundo año consecutivo, éste no sufrió deterioro alguno.

Hay quien ve riesgos de sobrecalentamiento en la impresionante recuperación de la economía brasileña. Sin embargo, la valoración mayoritaria no deja de ser positiva y en línea con la del presidente Lula, quien augura un entorno económico cómodo en su último año de mandato. De confirmarse las expectativas del Banco Central do Brasil, puede que incluso más cómodo de lo esperado. Sus previsiones más recientes revisan al alza el crecimiento en 2010 hasta ubicarlo en el 5,8%, el mayor avance en tres años y puede que un tanto optimista. Asimismo, también anticipan mayores presiones inflacionistas y sitúan la inflación en torno al 4,6% a finales de 2010, por encima del 4,3% de 2009 y en torno a la meta fijada (4,5%).

Cabe esperar que las autoridades brasileñas mantengan su compromiso con la estabilidad económica por lo que, si se confirma el escenario previsto por el Banco Central, dicho compromiso exigirá restringir la política monetaria en 2010. Con más razón si tenemos en cuenta que la contención fiscal se demorará, con toda probabilidad, hasta 2011. Al fin y al cabo, y a pesar del relativo sosiego, el 2010 es un año electoral y, como tal, abona cierta permisividad. Sea o no carnaval.

México: exportación... ¡Divino tesoro!

El ministro de trabajo de México, Javier Lozano, declaró recientemente que la economía azteca está en plena ruta de recu-

El sentimiento de consumidores y empresarios, en máximos.

Crecimiento e inflación, al alza.

México, una recuperación prolongada, pendiente de la mejoría de la demanda interna.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008		2009				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	3,3	1,4	-1,7	-9,0	-8,9	-6,3	-	...	-
Producción industrial	2,4	-1,0	-4,6	-10,0	-9,9	-6,8	-5,0	-1,7	...
Confianza del consumidor (*)	104,9	92,2	83,3	80,1	80,5	83,0	77,0	78,2	80,1
Índice avanzado de actividad	116,7	118,3	118,3	105,9	107,8	111,7	115,0	...	...
Tasa de paro general (**)	3,7	4,0	4,3	5,0	5,2	6,3	5,9	5,3	...
Precios de consumo	-22,7	-11,8	6,2	6,2	6,0	5,1	4,5	3,9	3,6
Balanza comercial (***)	-10,1	-17,3	-17,3	-17,6	-15,9	-12,6	-9,3	...	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	8,25	6,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	11,0	10,6	13,9	14,2	13,2	13,5	13,1	12,9	13,1

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

La exportación sigue al mando.

peración y en disposición de volver a crecer. Los últimos datos económicos tienden a respaldar su hipótesis aunque el camino por recorrer se anticipa largo y no repleto de rosas. Con una demanda interna aún amedrentada, la locomotora del crecimiento mexicano sigue llevando matrícula extranjera.

Ciertamente, la economía mexicana, al igual que la global, dio alentadoras muestras de mejoría al cierre de 2009 y, a medida que dicha mejoría se asienta, dentro y fuera del país, los consumidores van recuperando la confianza. Así lo indica el índice que mide dicho sentimiento en México con una subida en diciembre hasta los 80,1 puntos, desde 78,2 en noviembre. Con toda probabilidad, parte del avance puede atribuirse al mejor tono del mercado laboral, con una tasa de paro que reculó levemente en noviembre. Con todo, las ventas minoristas siguen rezagadas y volvieron a ceder terreno en octubre, tanto en términos interanuales, un 4,6%, como en relación con el mes anterior, 0,5%. La inversión, por su parte, sigue retrocediendo en doble dígito, un 14% ese mismo mes.

La subida de impuestos y de tarifas públicas presionará la inflación al alza.

Mientras la demanda interna se resiste a salir de su atonía, las exportaciones dieron otro paso importante y registraron en noviembre su primer avance interanual (del 10%), tras catorce meses consecutivos de caídas y gracias, además de a un efecto base, al tirón estadounidense. Un empuje que también ha agradecido la industria mexicana el cual, a pesar de seguir en terreno negativo, moderó notablemente su retroceso en noviembre, cediendo un 1,7% interanual pero sólo un 0,2% respecto a octubre. La incipiente recuperación de la industria refleja, en gran medida, el repunte del sector del automóvil, uno de los más beneficiados por el restablecimiento de la actividad industrial en Estados Unidos. En diciembre, su producción aumentó un 25,4% respecto al 2008, gracias a la exportación, que aumentó en un 26,8%, y a pesar del retroceso de la demanda interna, que cedió un 9,2%. Aun así, cerró el 2009 con una caída en la producción anual del 28,3% respecto a 2008.

A pesar de los crecientes signos de mejoría de la economía en su conjunto, los indicadores avanzados del Instituto Me-

xico de Ejecutivos de Finanzas (IMEF), apuntan a una recuperación paulatina y de ritmo moderado. Queda por ver como dicho ritmo de avance encaja con el cometido de política monetaria del Banco Central de México el cual, si se cumplen las expectativas, deberá hacer frente a una tasa de inflación en torno al 5% en 2010. Dicha cifra excede con creces la meta establecida ($3\% \pm 1p.p.$), por lo que es muy probable que Banxico mueva ficha a lo largo de 2010; a poder ser, cuando la demanda interna ya haya avanzado unas cuantas casillas.

Una mayor moderación

El precio del petróleo acusa la recuperación del billete verde y se queda en las cercanías de los 75 dólares. Entre el 21 de diciembre de 2009 y el 21 de enero de 2010 el crudo ganó un 1,9% llegando a los 75,22 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes). Con ello, el crudo acumula un incremento del 92,4% desde los mínimos recientes del final de 2008 y un avance interanual del 66,2%.

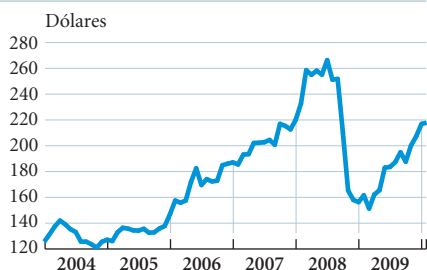
La mayor fortaleza del dólar y las mejores expectativas por el lado de la oferta, con

El crudo se mantiene en los 75 dólares y acumula una subida del 92% desde finales de 2008.

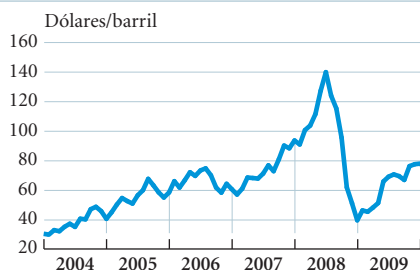
El petróleo espera subidas moderadas en 2010.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

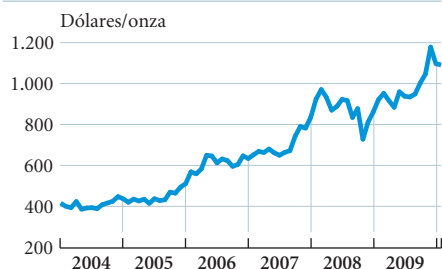
Índice «The Economist»



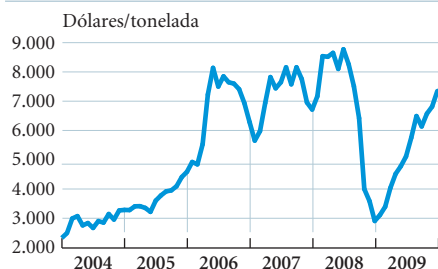
Petróleo Brent



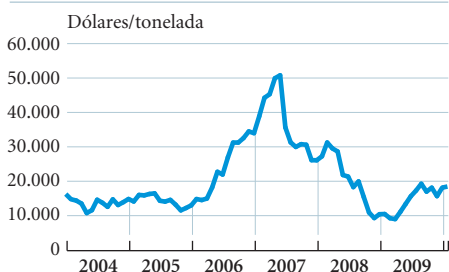
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

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

Los metales continúan al alza mientras que los alimentos recogen ganancias.

los aumentos de capacidad extractiva en los grandes países productores de Oriente Medio, auguran que las subidas de precios de 2009 no tendrán continuidad durante 2010. Sin embargo, la demanda mundial esperada sigue evolucionando al alza. Según el informe de diciembre de la Agencia Internacional de la Energía, en 2010 se llegaría a los 86,3 millones de barriles diarios por día en comparación con los 84,9 millones de 2009, lo que limitaría el espacio para reducciones apreciables de precios y acabaría por definir un escenario de mayor estabilidad que el del año pasado.

El resto de las materias primas tuvieron en enero avances moderados. El índice *The Economist* subió un 1,9% entre el 21 de diciembre y el 21 de enero. Pero mientras los alimentos evolucionaron por lo general a la baja, con excepción del azúcar, los metales siguieron con su trayectoria alcista. Si hasta hace pocas semanas el protagonismo había correspondido a metales básicos como el cobre y el aluminio, en estas últimas dos semanas han destacado metales preciosos como el paladio y el platino, que han alcanzado máximos históricos.

Recetas para la competitividad: similares ingredientes, distinta cocina

Decía Voltaire que la auténtica forma de alcanzar la felicidad es, precisamente, evitando perseguirla. Con la competitividad parece ocurrir algo semejante. Algunos de los países más competitivos del mundo no disponen de nada que se asemeje a una política nacional que persiga ampliar la competitividad del país. Así, si tomamos uno de los *rankings* de competitividad más habitualmente seguidos, el *Global Competitiveness Report* (GCR) del World Economic Forum, entre las 25 naciones líderes encontramos que, por ejemplo, Estados Unidos, que ostenta en 2009 la envidiable posición de segundo país más competitivo del mundo, no utiliza una estrategia nacional única que promueva la competitividad. No obstante, en ese grupo de economías altamente competitivas, también hallamos estados que intervienen activamente en la búsqueda de dicha competitividad. Son casos como Finlandia o Canadá, adalides de la promoción activa de la competitividad y que cuentan con recetas propias para hacer realidad sus objetivos.

¿Recetas para la competitividad? El símil culinario es apropiado. Los países que impulsan políticas de competitividad han de decidir no sólo los ingredientes adecuados y preocuparse de que sean de la máxima calidad, también entra en acción la mano experta del cocinero. Es decir, importa tanto la decisión sobre cuáles son las acciones idóneas para mejorar la competitividad del país como la forma de llevarla a cabo. En definitiva, qué hacer y cómo realizarlo. Será la combinación de ambas dimensiones de las políticas de competitividad, la sustantiva («el qué») y la de procedimiento («el cómo»), la que definirá el éxito, es decir, alcanzar las tan deseadas posiciones avanzadas en materia de competitividad.

Antes de profundizar en la caracterización de dichas políticas, es obligado definir lo que se va a entender por competitividad en el presente recuadro. En línea con la forma que la mayoría de los economistas que siguen la cuestión entienden el concepto, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) lo define como el grado en el que un país puede, bajo condiciones de libre mercado, producir bienes y servicios que superen el examen de los mercados internacionales, al tiempo que se expanda la renta real del país a largo plazo. En definitiva, una economía competitiva debe exhibir la capacidad de mantener o de incrementar de forma sostenida la cuota nacional en los mercados internacionales de bienes y servicios.

Siguiendo este criterio, los *rankings* de competitividad sencillamente deberían monitorizar indicadores como, por ejemplo, la cuota mundial de las exportaciones de un país. No obstante, cómo realmente se realizan dichos *rankings* es valorando no la competitividad en sí misma, sino los determinantes de dicho atributo. Así, por ejemplo, el mencionado GCR valora 12 pilares (o ámbitos), que permiten organizar los determinantes que subyacen a la capacidad competitiva de las naciones. Algunos son de carácter básico, prácticamente precondiciones de la competitividad, como el disponer de buenas instituciones, infraestructuras, sanidad y educación, o el beneficiarse de la estabilidad macroeconómica. Otros, en cambio, son más sofisticados, como la capacidad de innovación o la capacitación tecnológica. Similares determinantes utiliza otro referente en la materia, el *ranking* que publica la escuela de negocios de Suiza IMD.

Las políticas de competitividad deberán, en buena lógica, elegir entre esa amplia variedad de determinantes aquellos en los que el país debe centrarse. Siguiendo con la analogía culinaria, los estados que opten por un enfoque comprensivo de la cuestión y decidan dotarse de una estrategia nacional deberán precisar qué ingredientes componen su receta. Un estudio reciente del Reut Institute, en el que se comparan las estrategias nacionales de distintos países, nos proporciona algunas pistas.⁽¹⁾ Si tomamos cinco países que puntúan alto en los *rankings* de competitividad (Finlandia, Canadá, Taiwán, Reino Unido e Irlanda, todos ellos entre los 25 primeros del *ranking* GCR), se constata que, con la salvedad de este último país, los restantes optan por centrarse en determinantes de la competitividad identificados habitualmente como fundamentales en la literatura y en los informes de competitividad de referencia (véase el siguiente cuadro). Por ejemplo, la dotación de infraestructura, especialmente la relativa a las tecnologías de la información y la comunicación, es central en los casos de Irlanda, Taiwán y Finlandia. Otros aspectos que comparten algunos de estos países son los relativos al avance del capital humano o a la mejora del entorno competitivo en el que desarrollan sus actividades las empresas. Incluso en el caso de Canadá, que hace explícitos objetivos diferentes, cabe mencionar que tras ellos subyacen, de nuevo, algunos de los determinantes que los restantes países del estudio establecen como referencia.

Frente a esta relativa similitud de la dimensión sustantiva de las políticas de competitividad, la de procedimiento muestra mayores diferencias, reflejo de culturas de lo público dispares. Así, y siempre de acuerdo con el mencionado estudio, una primera decisión clave que determina el cómo desarrollar las estrategias nacionales de competitividad es el de asignar, o no, la competencia a un organismo único dedicado a la promoción de la política. Ésa suele ser la opción preferida, ya que la siguen Irlanda, Reino Unido, Taiwán y Finlandia. Canadá, de nuevo, es la excepción.

Otra decisión por tomar se refiere a la identificación de ámbitos que deben tratarse prioritariamente. Con la salvedad de Finlandia, que opta por no señalar áreas críticas, el resto de países sí las establecen. Un tercer aspecto de la instrumentación de las estrategias nacionales es la disyuntiva entre establecer o no objetivos de carácter operativo en los ámbitos de interés (como, por ejemplo, la asignación a finalidades específicas de ciertos montantes de los programas federales de investigación y desarrollo). La opción mayoritaria es no determinarlos, posición de la que se aleja Canadá, que prefiere marcarlos. Un último aspecto en el que existen diferencias es el referido al hecho de hacer públicas las recomendaciones. Únicamente el Consejo Nacional de Competitividad irlandés publica anualmente lo que denomina los «Retos Competitivos Anuales», en los cuales formula recomendaciones. A un nivel más operativo, todos los países que siguen estrategias nacionales de competitividad optan por establecer una batería de indicadores y una serie de países, o grupos de países, de referencia. Se trata, lógicamente, de mirar hacia referentes claros en materia de competitividad, aunque no deja de sorprender que, en un mundo global, Finlandia opte por centrar su foco de atención en países europeos.

(1) The Reut Institute (2007): *Competitiveness indices. Tools for Policy Design*.

COMPARATIVA DE ESTRATEGIAS NACIONALES DE COMPETITIVIDAD

País	Dimensión sustantiva		Dimensión de procedimiento			
	Objetivos nacionales	Temas centrales	Existencia de un organismo formal con competencias en competitividad	Identificación de áreas que requieren desarrollo	Fijación de objetivos operativos	Proporciona recomendaciones
Irlanda	Crecimiento sostenible y mejora de la calidad de vida	Crecimiento sostenible, entorno empresarial, infraestructura física y de conocimiento	Consejo Nacional de Competitividad	Sí, en el Informe Anual de Competitividad	No	Sí, en los Retos Anuales de Competitividad
Reino Unido	Productividad y competitividad	Inversión, innovación, competencias, empresa, competencia	Departamento de Comercio e Industria	Sí, en su publicación Indicadores de Productividad y Competitividad	No	No
Taiwán	Información y comunicación Preparación tecnológica	Infraestructuras TIC, gobierno, empresa y sociedad	Iniciativa Nacional de Información y Comunicación	Sí	No	No
Finlandia	No explícito	Gobierno, instituciones, innovación, capital humano y social, infraestructuras de la información	El Instituto Gubernamental de Investigación Económica	No	No	No
Canadá	Empleo, crecimiento y prosperidad	Empleo, finanzas públicas	No	Sí	Sí	No

FUENTES: The Reut Institute y elaboración propia.

Decíamos al inicio que Voltaire creía que la felicidad sería la resultante de hacer cosas distintas a buscarla. La competitividad, y éste sería también del caso de otras variables, como la productividad (intrínsecamente ligada, por cierto, con la competitividad), es la resultante observable de hacer bien muchas cosas. Algunos países las hacen, otros no. Algunos países las promueven activamente, otros de forma más pasiva. Y unos pocos, además, entre ellos los que hemos analizado, las persiguen con mecanismos institucionales coordinados y globales. Probablemente, el efecto más tangible de estas estrategias sea, de hecho, inmaterial, y es el mantener en la agenda política la centralidad de la competitividad como instrumento para garantizar la prosperidad futura. Si ello sirve para que continúen haciendo bien lo que ya hacen, bienvenido sea.

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

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: la recuperación se toma un respiro

La situación en la que se encuentra la economía de la zona del euro es ciertamente compleja. Por un lado, todo apunta a que la recuperación económica iniciada en el tercer trimestre de 2009 se consolidará a lo largo de 2010. Pero si sólo nos fijamos en ello, el mensaje sería demasiado optimista. No reflejaría ni toda la realidad ni los riesgos del camino por el que deberán andar las principales economías de la eurozona en los próximos trimestres. La recuperación es un hecho y ello nos ofrece un futuro más esperanzador, sobre todo si lo comparamos con la situación en la que nos encontramos hace tan sólo un año. Ahora bien,

son muchos los elementos que nos conducen a dibujar una senda de salida de la recesión muy plana y con numerosos riesgos a la baja. Es por ello que, aunque para el conjunto del año la tasa de crecimiento económico será claramente positiva, muy probablemente sólo se situará en torno al 1,2%.

En este sentido, cabe destacar el debilitamiento que están presentando los principales indicadores de sentimiento económico. El índice PMI de los gestores de compras de enero, que resume las percepciones de los empresarios sobre el volumen de actividad, anotó un leve retroceso. Ello fue debido al empeoramiento del subíndice correspondiente al sector servicios, pues el del sector industrial siguió

Algunos indicadores moderan la velocidad de la recuperación.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009						
			2008 IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB	2,7	0,5	-1,8	-5,0	-4,8	-4,0	-	...	-
Ventas al por menor	1,6	-0,7	-1,8	-3,3	-2,5	-2,1	-1,1	-3,8	...
Confianza del consumidor (1)	-4,9	-18,0	-27,1	-32,5	-27,9	-21,3	-17,7	-17,3	-16,0
Producción industrial	3,5	-1,7	-8,9	-18,5	-18,6	-14,5	-10,9	-6,9	...
Sentimiento económico (1)	108,9	91,1	75,6	65,7	70,2	79,9	86,1	88,8	91,3
Tasa de paro (2)	7,4	7,5	8,0	8,8	9,3	9,6	9,9	10,0	...
Precios de consumo	2,1	3,3	2,3	1,0	0,2	-0,4	-0,1	0,5	0,9
Balanza comercial (3)	20,1	-1,2	-31,7	-36,3	-31,2	-5,3	6,5	17,4	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,3	4,6	4,2	2,0	1,3	0,9	0,8	0,7	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	106,3	110,6	107,0	109,9	111,0	112,1	114,3	114,0	113,0

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

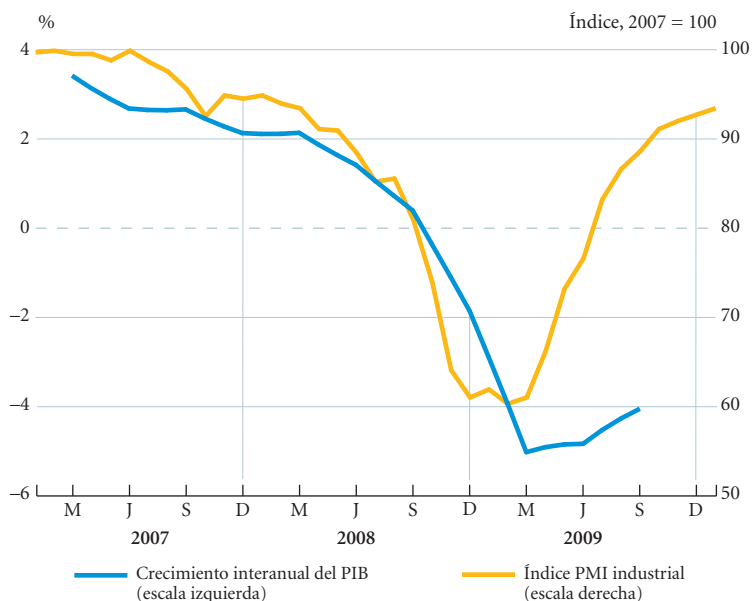
(3) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

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

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

LA RECUPERACIÓN EN LA EUROZONA CONTINUARÁ

PIB y opiniones empresariales



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y elaboración propia.

Las ventas al por menor sufren un nuevo revés.

avanzando con fuerza. En cualquier caso, ambos índices continúan en niveles compatibles con una expansión de la actividad, y la reducción de su tendencia al alza confirma que el proceso de salida de la recesión será lento.

La publicación de la tasa de crecimiento de la economía alemana también dibuja una salida bastante plana de la recesión. Según el instituto de estadística alemán, la principal economía europea retrocedió un 5% en el 2009. De ello se puede deducir que la tasa de crecimiento correspondiente al cuarto trimestre, que no se hará pública hasta febrero, será muy débil.

Las conclusiones a las que podemos llegar al repasar los indicadores de más alta frecuencia son muy similares. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor siguen sin ofrecer ningún síntoma de recuperación; más bien lo contrario. En el mes de noviembre la tasa de variación interanual no sólo continuó en terreno negati-

vo, sino que retrocedió hasta el 3,8%. Es cierto que esta serie es bastante volátil y, de momento, no hay motivos para pensar que el consumo esté sufriendo un nuevo revés. La confianza del consumidor, por ejemplo, sigue recuperándose poco a poco. De todas formas, desde el inicio de la serie en 1995 sólo una vez se había registrado una caída superior, la de febrero de 2009.

Así como no hay motivos para pensar que el consumo haya sufrido un nuevo revés, tampoco los hay para esperar su fortalecimiento en el medio plazo. Éste continuará muy débil durante toda la primera mitad del 2010, y no será hasta la segunda mitad cuando podría empezar a remontar el vuelo. Hay dos motivos fundamentales. Por un lado, el necesario proceso de desapalancamiento que están llevando a cabo los hogares. Reflejo de ello es el importante ajuste que está sufriendo el crédito a los hogares, que continúa prácticamente estancado. El segun-

El consumo continuará muy débil.

do motivo son las actuales perspectivas que ofrece el mercado de trabajo. La tasa de paro alcanzó el 10% en el mes de noviembre y, muy probablemente, el camino ascendente continuará en los próximos meses hasta llegar a valores cercanos al 10,5%. Durante la segunda mitad del año no debería subir más, pero su descenso se demorará hasta 2011.

Los datos que nos llegan por el lado de la oferta son algo más esperanzadores. El ejemplo más claro es la importante recuperación que se observa en el índice de producción industrial. En el mes de noviembre el retroceso de la tasa de variación interanual se situó en el 6,9%. El descenso es aún muy importante, pero refleja el hundimiento que el índice sufrió durante la primavera de 2009. El otro elemento a tener en cuenta es el porcentaje de utilización de la capacidad productiva. Ésta también continúa en un nivel históricamente bajo; en el cuarto trimestre de 2009 se situó en el 70,7%, pero después de los fuertes descensos registrados durante el resto del año se observa por pri-

mera vez un cambio de tendencia. Este cambio de tendencia también se constata en los pedidos industriales o en el índice de sentimiento económico.

La recuperación de la actividad está siendo algo más marcada que la del consumo principalmente gracias a la recuperación del sector exterior. Las exportaciones, cuya tasa interanual llegó a caer un 26,1% en el mes de abril, en el mes de noviembre registraban un retroceso de tan sólo el 5,3%. Las importaciones también se están recuperando, pero lo hacen a un ritmo más lento. La contribución del sector exterior al crecimiento de la economía ya fue de 2 décimas en el tercer trimestre, y esta tónica continuará durante la primera mitad del año como mínimo. Además, ahora se verá impulsada por la depreciación del euro respecto al dólar, que ya ha alcanzado el 6,5% desde su máximo registrado en el mes de diciembre.

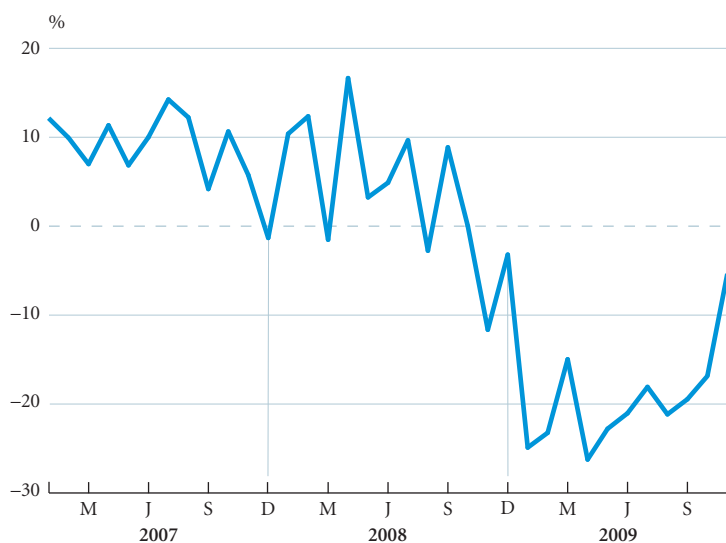
El principal riesgo para la recuperación de la economía de la eurozona es el *tempo* de la retirada de la política fiscal y mo-

La producción industrial sigue recuperándose con rapidez...

...impulsada por el sector exterior.

LAS EXPORTACIONES LIDERAN LA RECUPERACIÓN

Variación interanual de las exportaciones



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

El principal riesgo es el *tempo* de la política fiscal y monetaria.

netaria expansiva. En ambos casos será primordial la buena comunicación de las instituciones con el resto de agentes. De ello dependerá que el proceso de transición sea gradual, o no. Por lo que a la política presupuestaria se refiere, de momento la atención se centra en la capacidad de reacción del nuevo ejecutivo griego. Después de reconocer un déficit del sector público muy superior al previsto para 2009, ahora intenta ganar credibilidad y confianza con la presentación de un riguroso plan de ajuste que debería reducir el déficit hasta el 8,7% este año. De todas formas, no está nada claro que éste sea suficiente y, además, podría debilitar aún más su economía.

Por lo que a la política monetaria se refiere, el banco central europeo (BCE) insiste en sus comunicados en que los tipos de interés están en el nivel adecuado dadas las condiciones económicas actuales. Además, la inflación continúa en la zona cómoda; en el mes de diciembre se situó en el 0,9% y, aunque en los próximos meses continuará aumentando algunas décimas, es difícil imaginar un escenario en el que pueda superar el 2%, el límite de referencia fijado por la máxima autoridad

monetaria. Es por ello que existe un amplio consenso entre los analistas acerca de la futura evolución de los tipos de interés: no se prevé que estos empiecen a subir hasta, como mínimo, finales de año. Y, de hacerlo, todo apunta a que lo harían de forma muy gradual.

En definitiva, después de unos meses de relativo optimismo, el proceso de recuperación de la eurozona se encuentra en un punto crítico. Lo más difícil se ha conseguido: frenar la espiral negativa que acechó a la economía durante la primera mitad de 2009. En 2010 la recuperación se consolidará, pero el camino será lento y no está exento de riesgos.

La economía alemana levanta el pie del acelerador

El producto interior bruto (PIB) alemán sufrió, en 2009, su mayor contracción desde la Gran Depresión, con una caída del 5,0% interanual. Esta cifra refleja el deterioro de los principales pilares de la economía alemana durante el último ciclo expansivo: las exportaciones y la inversión, con reducciones del 14,7% y del

La economía alemana se contrae un 5% en 2009.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008				2009		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB	2,6	1,0	-1,8	-6,7	-5,8	-4,8	-	...	-
Ventas al por menor	-1,2	-0,1	0,5	-2,4	-1,3	-1,6	-0,8	-2,5	...
Producción industrial	5,9	-0,1	-7,5	-19,9	-19,2	-15,5	-12,4	-8,0	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	86,1	82,6	84,7	89,8	92,0	93,9	94,7
Tasa de paro (**)	9,0	7,8	7,6	8,0	8,2	8,2	8,1	8,1	8,1
Precios de consumo	2,3	2,6	1,7	0,9	0,3	-0,3	0,0	0,4	0,9
Balanza comercial (***)	181,5	195,0	182,8	160,2	140,4	131,0	123,6	129,8	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

20,0%, respectivamente. Solamente el aumento del gasto público dirigido a reactivar la economía, del 2,7% en 2009, evitó una recesión aún mayor, que incluso a mediados de año se preveía que podría superar el 6,0%.

Este crecimiento anual conlleva implícitamente un estancamiento de la economía en el cuarto trimestre, dato que significa un freno a la recuperación iniciada en el segundo trimestre del año. Esta detención del crecimiento no es de extrañar en periodos de recuperación económica, especialmente si se tiene en cuenta el elevado crecimiento registrado durante los dos trimestres anteriores y la retirada gradual de medidas de estímulo económico. Un claro ejemplo fue la finalización de los incentivos para la compra de automóviles, que provocó una caída del 4,6% interanual de las matriculaciones en el mes de diciembre, después de diez meses consecutivos con incrementos superiores al 20%.

Los indicadores disponibles muestran esta pérdida de impulso durante los últimos meses de 2009, principalmente en lo que se refiere al consumo privado. Así, juntamente con la reducción de las matriculaciones, las ventas minoristas de noviembre registraron una nueva contracción, del 2,5%, respecto al mes anterior. No obstante, esto no supuso ningún inconveniente para que la confianza del consumidor mejorara ligeramente en diciembre gracias, en parte, a la robustez de la tasa de paro, que desde el inicio de la recesión sólo aumentó 0,5 puntos porcentuales, alcanzando el 8,1% en este mes. Parte de este logro debe ser atribuido al plan alemán de reducción de la jornada laboral (*Kurzarbeit*), que permite el ajuste laboral a través de la corrección de horas trabajadas, garantizando un mayor número de empleos.

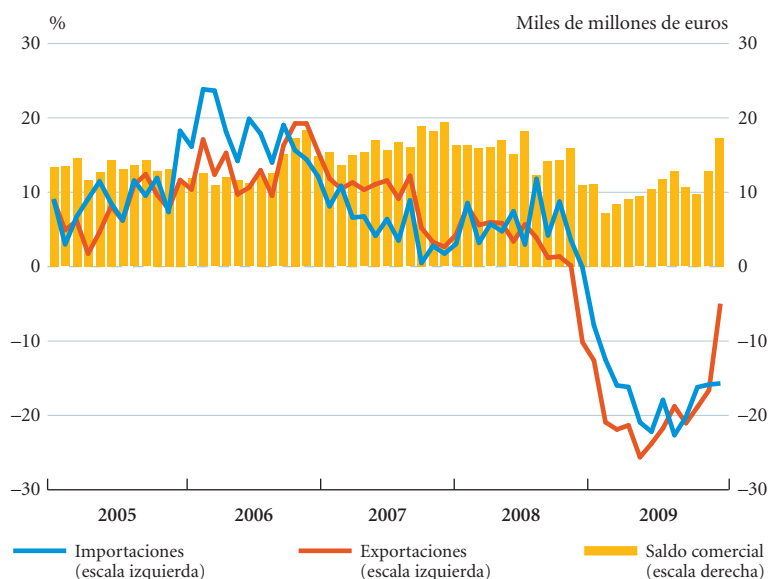
Por el lado de la oferta, la producción y los pedidos industriales crecieron un 0,7% intermensual en noviembre, aun-

El consumo privado pierde impulso en los últimos meses de 2009.

El sector exterior coge las riendas del crecimiento alemán.

LA MAYOR CAÍDA DE LAS IMPORTACIONES ELEVA EL SUPERÁVIT COMERCIAL ALEMÁN

Variaciones interanuales de los flujos comerciales y datos mensuales del saldo comercial



FUENTES: Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

El gobierno alemán eleva el crecimiento del PIB previsto para 2010 hasta el 1,5%.

que siguieron a niveles inferiores a los alcanzados en septiembre. En diciembre, el índice de confianza empresarial y la utilización de la capacidad productiva crecieron, acercándose lentamente hacia su media histórica. En este contexto, se espera que la inversión en 2010 siga aumentando de forma gradual, principalmente durante los últimos trimestres del año, una vez absorbido el exceso de capacidad existente.

Ante el estancamiento del consumo interno y el crecimiento pausado de la oferta y de la inversión, todo indica que será el sector exterior el que tome las riendas del crecimiento germano. El aumento de la actividad económica a nivel global, y particularmente europeo, supuso un nuevo incremento intermensual de las exportaciones alemanas, del 1,6% en noviembre. Las importaciones, en cambio, volvieron a caer por segundo mes consecutivo, con una reducción del 5,9% intermensual. Como consecuencia, se puede observar en el gráfico anterior cómo esta diferencia de tendencias entre ambas series provocó un nuevo incremento del saldo comercial, que se situó en niveles similares a los de 2007. Este repunte, sin embargo, parece que no será suficiente para evitar que China arrebatase a Alemania el cetro de mayor exportador mundial en el año 2009.

La recuperación del sector exterior alemán, junto con un deterioro del mercado laboral menor que el esperado, provocaron una revisión al alza de las previsiones del crecimiento del año 2010 por parte del gobierno, situándolo en el 1,5%, tres puntos porcentuales superior al esperado anteriormente. Esta recuperación, sin embargo, no presentará la misma intensidad a lo largo del año, por lo que se espera un inicio de 2010 muy débil, con otro crecimiento intertrimestral casi nulo en el primer trimestre.

El partido de Angela Merkel pospone nuevos recortes impositivos.

El gobierno francés eleva su previsión del crecimiento del PIB hasta el 1,4% en 2010.

Es por ello que, ante unas perspectivas de déficit del sector público superiores al 5,0% del PIB en 2010, muy por encima del 3,2% estimado que se alcanzó en el año 2009, el principal partido en el gobierno (CDU) ha decidido posponer parte de los recortes impositivos anunciados durante la campaña electoral hasta que no se vuelva a una senda de estabilización económica y de consolidación fiscal. Una decisión que no ha sentado bien al otro partido de la coalición, el FDP, cuya principal baza electoral fueron dichos recortes.

Francia encara el nuevo año con optimismo

La segunda economía de la zona del euro confirmó, en el cuarto trimestre de 2009, la recuperación iniciada dos trimestres antes. El banco central francés estima que el crecimiento del PIB entre los meses de octubre y diciembre fue del 0,5% intertrimestral, el mayor de los últimos siete trimestres. Esta cifra significaría una contracción de la economía gala durante 2009 del 2,3%, mejorando las previsiones que los principales organismos internacionales consideraban a inicios de año. Ante los buenos resultados cosechados en la segunda mitad de 2009, la ministra de Economía, Christine Lagarde, anunció la revisión al alza del crecimiento previsto para 2010, situándolo en el 1,4%, casi el doble de lo esperado en las previsiones anteriores.

Durante este periodo de recuperación destaca, sin duda, el importante papel que jugó el plan de ayudas públicas para la compra de automóviles. El anuncio de la reducción gradual de estos incentivos a partir de 2010 provocó que las matriculaciones de automóviles aumentaran un 21,3% intertrimestral durante los últimos tres meses de 2009, acumulando un volu-

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB	2,3	0,3	-1,7	-3,5	-2,8	-2,3	-	...	-
Consumo de los hogares	4,8	-0,6	-2,6	-1,0	0,4	-0,2	3,6	3,2	...
Producción industrial	1,2	-2,4	-8,8	-15,8	-14,9	-11,2	-8,0	-3,8	...
Tasa de paro (*)	8,3	7,9	8,3	8,9	9,3	9,6	9,9	10,0	...
Precios de consumo	1,5	2,8	1,8	0,6	-0,2	-0,4	-0,2	0,4	0,9
Balanza comercial (**)	-33,9	-48,9	-55,7	-55,1	-52,8	-44,8	-40,6	-40,4	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

men de ventas anuales superior en un 11% al de 2008. Este impulso, junto al efecto de los incentivos establecidos en otros países, ayudaron a que la producción industrial creciera un 3% intermensual en noviembre, impulsada por su componente de vehículos de motor.

A pesar de este aumento de las ventas de automóviles, los indicadores de mayor frecuencia muestran una importante ralentización del incremento del consumo privado. El deterioro del mercado laboral, con un nuevo incremento de la tasa de paro en diciembre, que la situó en el 10,0%, y el súbito crecimiento de la tasa de inflación, del 0,9% en el mismo mes, provocaron un estancamiento del consumo de los hogares en los últimos meses, como muestra el dato de noviembre. Por lo que se refiere al sector exterior, el aumento de las importaciones en el mismo mes supuso un crecimiento del déficit comercial respecto al de octubre, lo que permite pronosticar una menor contribución de este componente al crecimiento del PIB.

En este contexto, serán el gasto público y la inversión los que impulsen a la economía francesa en 2010. Analizando los indicadores de oferta se vislumbra una recuperación gradual que se mantendrá a lo largo de 2010, dejando atrás un 2009

con una caída acumulada de la inversión superior al 7%. Así, el ya mencionado aumento de la producción industrial en noviembre fue seguido, en el mes siguiente, por una mejora de los pedidos industriales y de la utilización de la capacidad productiva, que se aleja del mínimo alcanzado en el tercer trimestre. Ante estos datos, el índice de confianza industrial aumentó considerablemente en el último mes del año.

A pesar de estas mejores perspectivas para 2010, la mayor contracción económica de las últimas décadas habrá dejado algunos cabos sueltos a corto plazo. Así, el déficit público galo alcanzó el 8,2% del PIB en 2009, significativamente superior al 3,4% de 2008, debido a los planes de estímulo económico emprendidos por el gobierno. Ello hace necesaria la articulación de un plan de consolidación fiscal creíble, que permita volver al nivel del 3% en 2013, tal y como exige la Comisión Europea.

Italia confía en su recuperación

Italia abandonó la recesión en el tercer trimestre de 2009, con una variación intertrimestral del PIB del 0,6%. Ante las expectativas de mantenimiento de este repunte surgieron, en el primer mes del año, varias revisiones del crecimiento es-

La contribución del consumo privado empieza a perder fuerza.

Los indicadores de oferta permiten prever la recuperación gradual de la inversión en 2010.

Mejoran las perspectivas de crecimiento de la economía italiana.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008				2009		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB	1,5	-1,0	-2,9	-6,0	-5,9	-4,6	-	...	-
Ventas al por menor	1,3	-0,3	-1,7	-2,9	-1,2	-2,3	0,5	...	...
Producción industrial	2,2	-3,4	-10,7	-21,1	-22,9	-15,9	-12,7	-9,1	...
Tasa de paro (*)	6,1	6,7	7,0	7,4	7,5	7,8	-	...	-
Precios de consumo	1,8	3,3	2,8	1,5	0,8	0,1	0,3	0,7	1,0
Balanza comercial (**)	-12,8	-10,0	-12,3	-11,1	-9,1	-5,3	-4,6	-4,3	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El deterioro del mercado laboral puede estancar el consumo privado en 2010.

perado de la economía transalpina para 2010. Así, tanto el Fondo Monetario Internacional como el Banco de Italia prevén un aumento cercano al 1,0% durante este ejercicio, lejos del crecimiento casi nulo pronosticado en verano. Sin embargo, la discusión se centra ahora en la solidez de esta recuperación.

Una de las principales dudas respecto a esta robustez es el comportamiento del consumo de los hogares italianos. El mantenimiento del deterioro gradual del mercado laboral a lo largo de 2010, situando la tasa de paro por encima del 7,8% de septiembre, debilitaría el poder adquisitivo de las familias, que ya registró un descenso del 1,5% durante los nueve primeros meses del año anterior. El comercio exterior no complementaría esta menor demanda interna, ya que la mejora del déficit comercial registrada en noviembre de 2009 fue fruto de una reducción de las importaciones mayor que la de las exportaciones, que cayeron un 3,1% intermensual ese mes.

Ante estas perspectivas de la demanda, no se espera que la inversión tome las riendas del crecimiento económico en Italia, especialmente a la vista de la reducida utilización de la capacidad productiva industrial, que en el tercer trimestre se

situaba en el 66,4%, más de diez puntos porcentuales por debajo de su media histórica. A pesar de ello, tanto la producción como los pedidos industriales mantuvieron sus tendencias crecientes en noviembre y diciembre de 2009, aunque todavía se situaban en niveles similares a los de 1993. Se espera que la oferta continúe avanzando a medio plazo.

A pesar de los riesgos que planean sobre el crecimiento de la economía italiana, los índices de confianza de la industria y de los consumidores despidieron 2009 con sendos crecimientos, que permiten encarar el nuevo año con cierto optimismo. Además, con el fin de apuntalar la recuperación de la economía, el gobierno italiano decidió aprobar nuevas medidas de estímulo económico. Así, la denominada «Legge Finanziaria 2010» aumenta en poco más de 3.000 millones de euros las previsiones de gasto e ingresos públicos, sin repercutir sobre el elevado endeudamiento transalpino, que según la Banca de Italia alcanzará el 117% del PIB en 2010.

El Reino Unido pone fin a la recesión

Las primeras estimaciones indican que la economía británica inició la recuperación en el último trimestre de 2009 con un cre-

El gobierno italiano aprueba nuevos estímulos económicos para 2010.

El PIB británico decreció un 3,2% interanual en el último trimestre de 2009.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2008			2009			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB	2,6	0,5	-2,1	-5,2	-5,8	-5,1	-	-3,2	-
Ventas al por menor	4,2	2,6	1,7	0,4	0,9	2,5	3,5	2,7	2,1
Producción industrial	0,3	-3,1	-8,1	-12,5	-11,9	-10,8	-8,4	-6,0	...
Tasa de paro (1)	2,7	2,8	3,4	4,2	4,7	4,9	5,0	5,0	5,0
Precios de consumo	2,3	3,6	3,9	3,0	2,1	1,5	1,5	1,9	2,9
Balanza comercial (2)	-83,4	-93,7	-94,0	-91,9	-88,4	-83,6	-82,2	-81,2	...
Tipo de interés Líbor 3 meses (3)	6,0	5,5	4,6	2,1	1,4	0,8	0,6	0,6	0,6
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	103,9	97,6	89,4	73,9	77,0	83,7	79,0	80,1	80,0

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

cimiento intertrimestral del PIB del 0,1%, lo que supone un descenso del 3,2% interanual. Los seis trimestres de recesión que se dejan atrás han representado una disminución acumulada del PIB del orden del 6%. La discusión se centra ahora en la fortaleza de los cimientos de la recuperación y en los posibles riesgos de una recaída.

En el lado de la demanda, hay indicios de cierta debilidad: tras el importante repunte del ahorro en el tercer trimestre, el consumo se ha mostrado titubeante en los últimos meses del año, cuando se esperaba un anticipo en las compras ante la subida del impuesto sobre el valor añadido en enero. Así, las ventas al por menor sólo consiguieron aumentar un 0,3% intermensual en diciembre. De todas formas, la estabilización del empleo sugiere que el ajuste en el mercado laboral está llegando a su fin, lo que repercutiría positivamente en la renta disponible de las familias.

Por el lado de la oferta, la recuperación de la producción industrial se demora: en noviembre las industrias británicas sólo

fabricaban un 1,5% más que en agosto, cuando la producción tocó fondo con un descenso acumulado del 16%. Los productores han abastecido sus pedidos mediante una fuerte reducción de sus existencias, sin necesidad de producir más. A medida que las existencias disminuyan y aumente la demanda exterior (gracias a la recuperación mundial y a la depreciación de la libra), la producción se intensificará de nuevo.

La normalización del crédito ha favorecido parcialmente al sector de la construcción: se conceden más hipotecas y las expectativas de los precios de la vivienda mejoran. Sin embargo, todavía se trata de un sector tensionado.

Ante este contexto de recuperación económica frágil, el déficit público supone un riesgo adicional para la calidad de la deuda soberana del país. Las elecciones de primavera determinarán los gobernantes encargados de lidiar con el problema: su margen de maniobra para aplicar medidas correctoras del déficit sin dañar la recuperación es limitado. Nuestras pre-

Síntomas de debilidad en el consumo interno.

La demanda exterior y la reducción de existencias impulsarán la producción industrial.

Poco margen de maniobra para aumentar los estímulos públicos británicos.

siones contemplan un escenario de crecimiento del 1,2% en un 2010 sin demasiadas alegrías.

En la Europa emergente la actividad se recupera de la mano de la demanda externa, se reduce la aversión al riesgo y continúa el ajuste público.

Los costes de una política monetaria heterodoxa, con unos tipos de interés históricamente bajos, también empiezan a pesar. La inflación de diciembre se situó en un 2,9% interanual, nueve décimas por encima del objetivo fijado por el Banco de Inglaterra. Buena parte del incremento se debe al efecto de base causado por unos precios extraordinariamente bajos en diciembre de 2008, por la energía y el recorte del IVA. Pero, aún así, los riesgos inflacionarios estarán presentes a lo largo de 2010 y es probable que el Banco de Inglaterra inicie la retirada de los estímulos monetarios en la segunda mitad del año, se haya o no consolidado la recuperación.

Europa emergente: 2010, el año de la transición

En tiempos de incertidumbre, es fundamental acertar a discriminar entre lo conocido, las señales incipientes del futuro y lo que abiertamente ignoramos. Específicamente, podemos plantearnos tres grandes preguntas que, a su vez, nos permitirán desbrozar un tanto un horizonte de 2010 plagado de interrogantes: ¿qué sabemos?, ¿qué creemos saber?, ¿qué no sabemos?

En 2010 se debería mantener la reactivación económica, si bien el ritmo de crecimiento será reducido...

¿Qué sabemos? Con certeza sólo conocemos la situación pasada y presente. Del conjunto de indicadores disponibles, cuatro hechos destacan por su importancia para configurar el futuro próximo. El primero es que la actividad continúa recuperándose en toda la región. Un segundo hecho destacable es que en dicha reactivación económica tiene un papel importante la mejoría de la demanda externa. Esta basculación hacia el sector exterior implica que la demanda interna todavía no está reflejando de forma apreciable el mejor tono económico. En tercer lugar, se aprecia una clara remisión de la aversión al riesgo regional de los inversores, amparada en parte en el compromiso financiero con la zona que han adquirido el Fondo Monetario Internacional y las instituciones internacionales. Un último desarrollo relevante es que la política fiscal prima la contención del gasto y el aumento de los ingresos sobre otras consideraciones. Aunque se aprecian ciertas diferencias por países, se trata de una tendencia bastante generalizada, como se desprende del cuadro siguiente.

¿Qué creemos saber? A partir de estas cuatro realidades podemos realizar conjeturas plausibles sobre la evolución económica en 2010. La primera es que parece que la recuperación de la actividad debería prolongarse en el actual ejercicio

MEDIDAS CONTEMPLADAS EN LOS PRESUPUESTOS PÚBLICOS DE 2010

	Pensiones		Salarios públicos		Aumento de ingresos		
	Congelación	Sin cambio	Congelación (o recorte)	Sin cambio	Impuesto Valor Añadido	Fiscalidad directa	Otros
Bulgaria	✓		✓				✓
República Checa	✓		✓		✓	✓	✓
Estonia		✓	✓				✓
Letonia	✓		✓			✓	✓
Lituania	✓		✓				✓
Hungría	✓		✓			✓	✓
Polonia		✓		✓	✓		✓

FUENTES: Banco Mundial y elaboración propia.

y más allá. No obstante, el escaso dinamismo de la demanda interna comporta, a un tiempo, un ritmo global de actividad reducido y un grado de volatilidad más elevado que el que se daría en un contexto, por ejemplo, fuerte crecimiento del consumo (un agregado macroeconómico más inercial que las exportaciones).

Por lo que se refiere a la valoración de los inversores internacionales, es probable que, con los lógicos vaivenes inherentes a los mercados financieros, los niveles de aversión al riesgo no sean superiores a los de los peores momentos de 2008 y 2009. Finalmente, es plausible esperar de las finanzas públicas un efecto de freno moderado de la actividad, dado el enfoque procíclico que han debido adoptar los gobiernos en sus presupuestos para 2010 ante la situación económica.

¿Qué no sabemos? Todo el escenario anterior se sustenta sobre una serie de supuestos que, aunque refleja el escenario que actualmente se considera como más creíble, no dejan de tener un grado de incertidumbre elevado. De entrada, la evolución esperada para 2010 depende críticamente de que las previsiones que se manejan de reactivación de los mercados claves (léase la eurozona) y del comercio internacional se materialicen. Tiene sentido tomar ambas tendencias como probables, pero conviene retener que persisten dudas sobre la recuperación de los países industrializados, en parte debido a los interrogantes que suscita la capacidad de aguante del sector privado en un contexto de previsible inicio de la retirada de las excepcionales medidas de apoyo público.

Otros ámbitos, aunque no tan fundamentales, también vienen revestidos de incer-

tidumbre. La evolución del crédito privado vendrá determinada no sólo por la demanda nacional sino también por las decisiones que las matrices bancarias realicen. Dichas decisiones de oferta se ven condicionadas por factores exógenos a la región, como, por ejemplo, la situación bancaria en Europa occidental. Con todo, conviene recordar que existen compromisos públicos, explícitos y creíbles de la banca con intereses en la región de mantener capitalizadas y plenamente operativas sus filiales.

También es incierta la actitud de los inversores frente a lo que se puede percibir como desviaciones de la ortodoxia macroeconómica en el frente interno. En particular, un frente de preocupación que se ha manifestado en los últimos tiempos es el referido al de la situación de las finanzas públicas. Aunque por el momento países como Polonia, que la comunidad internacional considera que podría haber sido más estricta en atajar su creciente déficit público, han colocado sin excesivas dificultades sus emisiones internacionales de deuda pública, no puede darse por descontado que esta tolerancia se mantenga.

En definitiva, sumando las certezas que la situación actual exhibe con los diferentes grados de incertidumbre que rodean aspectos claves, el escenario para 2010 resultante perfila un año de transición. De transición desde un 2009 de recesión profunda y ajuste de algunos de los desequilibrios macroeconómicos más agudos de la etapa de expansión (en particular la excesiva dependencia de la financiación internacional) hacia un 2011 de retorno a tasas cercanas al potencial de crecimiento en muchos países de la región.

...y eso siempre que la recuperación de los industrializados se materialice y no haya problemas de credibilidad de la política fiscal ni de crédito internacional.

2010 será una etapa intermedia entre un 2009 en recesión intensa y un 2011 de retorno al crecimiento potencial.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

El Banco Central Europeo mantiene el tipo de interés de referencia en el 1%.

En su reunión de comienzos de enero, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener el tipo de interés oficial en el 1,0%, tal como descontaban los mercados. En cuanto a la retirada de los estímulos no convencionales –más concretamente, en referencia a la finalización de las operaciones de préstamo a seis meses– el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, afirmó que no se iba a discutir al respecto hasta la reunión de marzo. Un elemento a resaltar es el reconocimiento por parte de los máximos responsables del BCE de la caída en paralelo de la oferta monetaria y del crédito al sector privado (0,3% y 0,7% interanual respectivamente en noviembre).

El Banco Central de China inicia un ciclo restrictivo de política monetaria.

Pero las novedades más relevantes de enero en política monetaria vienen del frente asiático. El 7 de enero el Banco Central de China incrementó el tipo de interés de las letras a tres meses en cuatro puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) hasta el 1,37%. Esta modesta medida del banco emisor puede haber sido, sin embargo, el punto de partida de un ciclo restrictivo. Así, el 12 de enero, la autoridad monetaria china anunció por sorpresa un incremento de la ratio requerida de reservas de las instituciones financieras grandes y pequeñas –excepto las cooperativas rurales– en 50 puntos básicos hasta el 16% y el 14%, respectivamente. La decisión de las autoridades chinas se debe a la preocupación por el rápido crecimiento del crédito bancario y el elevado nivel de liquidez en el sistema financiero, situación que podría generar presiones inflacionarias a través de una fuerte subida en el precio de los activos financieros y del sector inmobiliario.

La independencia de los bancos centrales es un activo que debe preservarse alejado de los intereses políticos.

A finales de enero, la Reserva Federal (Fed) mantuvo el tipo oficial de los fondos federales en el 0,25%. Además, por ser la primera reunión de 2010, se produjo la rotación de los miembros que votan en las decisiones de política monetaria (Comité Federal de Mercado Abierto). En 2010, los miembros votantes serán: James Bullard (St. Louis), Thomas Hoenig (Kansas City), Sandra Pianalto (Cleveland) y Eric Rosengren (Boston) en sustitución de Charles Evans (Chicago), Jeffrey Lacker (Richmond), Dennis Lockhart (Atlanta) y Janet Yellen (San Francisco). Otros miembros del Comité son el presidente de la Fed (Ben Bernanke) y el gobernador de la Fed de Nueva York (William Dudley), los cuales votan siempre y no rotan.

La actual orientación de política monetaria de la Fed, en el corto y medio plazo, difícilmente se verá afectada por esta nueva composición de su principal Comité. Sin embargo, existe otro factor que podría condicionar de forma negativa las decisiones que tome a lo largo del año. Éste consiste en las iniciativas políticas dirigidas a reducir la independencia de la Fed. Por un lado, la Cámara de Representantes aprobó una propuesta para que las decisiones del banco emisor puedan ser auditadas por un organismo parlamentario. Por otro lado, el Senado está considerando la posibilidad de eliminar la función de supervisor bancario al banco central.

Las implicaciones de una posible pérdida de independencia de la Fed son de enorme magnitud. En primer lugar, una mayor dependencia política iría irremedia-

blemente de la mano con una menor credibilidad en los mercados. Es importante recordar que la credibilidad incide directamente en la formación de las expectativas de los agentes, y éstas en la estabilidad de los precios a medio y largo plazo. Así, si estas propuestas acabaran prosperando, la menor independencia de la Fed podría traducirse en última instancia en una pérdida de bienestar.

Hasta ahora los mercados financieros prácticamente no han reaccionado significativamente ante estas noticias, porque se interpreta que primará la cordura entre los legisladores y todo quedará en simples intenciones.

Por otra parte, las expectativas sobre los tipos de interés oficiales permanecen inalteradas. Los analistas esperan que el BCE y la Fed mantengan los niveles actuales de tipos hasta bien entrada la segunda parte del 2010, a la vez que descuentan que la retirada de las medidas de apoyo a la liquidez y el crédito comience en el corto plazo.

Las expectativas de una restricción monetaria suave y controlada se reflejan en la relativa estabilidad que registran los mercados interbancarios de Estados Unidos y de la eurozona. De todas formas, en enero –al igual que sucedió en diciembre– se observó una reducción en torno a los ocho puntos básicos en el tramo largo de

La enorme liquidez del sistema financiero presiona a la baja los tipos de interés interbancarios de la UEM y Estados Unidos.

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) Tres meses Un año	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)	
2008									
Noviembre	3,25	3,85 3,95	1,00	2,22	0,93	3,00	3,91	1,23	
Diciembre	2,50	2,89 3,05	0,25	1,43	0,10	2,00	2,77	0,75	
2009									
Enero	2,00	2,09 2,27	0,25	1,18	0,67	1,50	2,17	0,70	
Febrero	2,00	1,83 2,03	0,25	1,26	0,64	1,00	2,05	0,75	
Marzo	1,50	1,51 1,81	0,25	1,19	0,60	0,50	1,65	0,63	
Abril	1,25	1,37 1,73	0,25	1,02	0,55	0,50	1,45	0,66	
Mayo	1,00	1,27 1,63	0,25	0,66	0,52	0,50	1,28	0,60	
Junio	1,00	1,10 1,50	0,25	0,60	0,46	0,50	1,19	0,33	
Julio	1,00	0,89 1,36	0,25	0,48	0,41	0,50	0,89	0,41	
Agosto	1,00	0,82 1,30	0,25	0,35	0,39	0,50	0,69	0,30	
Septiembre	1,00	0,75 1,24	0,25	0,29	0,35	0,50	0,54	0,31	
Octubre	1,00	0,72 1,24	0,25	0,28	0,33	0,50	0,59	0,34	
Noviembre	1,00	0,72 1,23	0,25	0,26	0,30	0,50	0,61	0,32	
Diciembre	1,00	0,71 1,24	0,25	0,25	0,28	0,50	0,60	0,31	
2010									
Enero (1)	1,00	0,67 1,23	0,25	0,25	0,26	0,50	0,62	0,22	

NOTAS: (1) Día 21.

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

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

Las expectativas de normalización de la política monetaria se incorporan en el precio de la deuda pública a largo plazo.

la curva estadounidense (7-12 meses). En la curva de tipos de interés del mercado interbancario de la UEM no se ha producido ningún cambio sustancial.

El principal factor para explicar la situación de las curvas interbancarias es la enorme liquidez que persiste en el sistema financiero global. En esta línea, el incremento observado en la utilización de la facilidad de depósito del BCE, desde los 66.000 millones de euros hasta los 139.000, se explican por el elevado volumen de la última operación de préstamos a 12 meses, realizada el 16 de diciembre de 2009.

Mayor volatilidad en los mercados de deuda pública

El periodo de tránsito entre 2009 y 2010 se caracterizó en los mercados de deuda pública internacionales por un tono de mayor inestabilidad, por lo general contenida aunque con algunos episodios de notable severidad, por ejemplo el de Grecia.

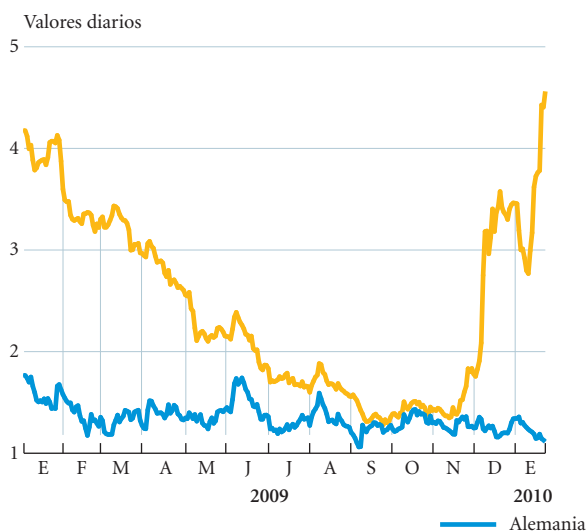
En el caso de los Estados Unidos, mientras los tipos de interés de los vencimientos más cortos se mantienen anclados debido a la abundante liquidez inyectada por la Fed, la deuda pública a largo plazo ha registrado oscilaciones notables al hilo de las sorpresas en los datos de crecimiento económico y de inflación. Concretamente, en la parte final del año 2009 tuvo lugar un intenso repunte de los tipos de largo plazo (el bono a 10 años cerró en el 3,84%) recogiendo un alza en las expectativas de inflación. Posteriormente, a lo largo de enero, buena parte de este movimiento se rectificó, pero dentro de un clima de inestabilidad que probablemente dominará durante el resto de 2010. Un factor que alimentará esta inestabilidad serán las dudas sobre el impacto de la eliminación de las medidas no convencionales de política monetaria sobre la economía real.

Otro desarrollo destacado en los mercados de bonos soberanos es el que está teniendo lugar en la eurozona con la deuda pública griega. Bajo la presión de los mercados, el gobierno griego presentó un

Los mercados solicitan una mayor prima de riesgo a la deuda pública griega ante el aumento de incertidumbre sobre su trayectoria fiscal.

LOS MERCADOS EXIGEN UNA MAYOR RENTABILIDAD A LA DEUDA PÚBLICA GRIEGA

Deuda pública con vencimiento a 2 años



Deuda pública con vencimiento a 10 años



FUENTE: Bloomberg.

plan de austeridad presupuestaria para reconducir el déficit fiscal desde el 12,7% del PIB en 2009 hasta el 3% a finales de 2012. Este ambicioso plan arrancó comentarios moderadamente positivos por parte de los ministros de Finanzas de la eurozona. Pero éstos, junto con el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, dejaron patente el gran desafío al que se enfrenta la economía helena.

Debido a la mayor incertidumbre sobre la trayectoria de la consolidación fiscal griega, los inversores han pasado a exigir un mayor diferencial con respecto a la deuda pública alemana. En los gráficos anteriores, puede observarse como se ha incrementado el tipo de interés en la deuda griega de manera significativa. En concreto, el diferencial de la deuda a 10 años griega con respecto a la alemana ha alcanzado niveles cercanos a los máximos desde la entrada de Grecia en la eurozona el 1 de enero de 2001, mientras que el diferencial de los bonos griegos con los alemanes con vencimiento a dos años ha marcado un máximo histórico desde su unión formal a la zona del euro.

Ante esta situación, el ministro de Finanzas griego ha declarado que el mes de febrero se enviará una delegación oficial a Estados Unidos y Asia para explicar la situación a los inversores institucionales y que se están buscando formas alternativas de conseguir financiación.

En buena parte debido al contagio precedente de Grecia, en el conjunto del mercado de riesgo soberano se ha producido un movimiento que a medio plazo debería corregirse: la prima de riesgo soberano ha llegado a superar a la prima de riesgo corporativo. El *Credit Default Swap* (CDS) es un instrumento financiero equivalente a un seguro de impago. El comprador se asegura que en caso de quiebra de la entidad sobre la que se ha comprado el seguro, recibirá el dinero por parte del ven-

dedor de este producto. Pues bien, durante el mes de enero se ha producido la paradoja de que los CDS de diferentes países europeos eran superiores a los CDS cotizados para empresas de esos mismos países. Todo indica que esto se debe a un movimiento de flujos pasajero, en la medida que los países no pueden representar un mayor riesgo que el de su sector empresarial dado que en última instancia los estados tienen capacidad recaudatoria coercitiva.

El desafío de la consolidación fiscal en la eurozona apoya al dólar

La situación de desequilibrio fiscal de los países periféricos de la eurozona también ha afectado al euro, que se ha debilitado frente al dólar. Mientras que a principios de diciembre un euro compraba 1,51 dólares, el 21 de enero se cambiaba por sólo 1,40 dólares, una depreciación del 7%. En este caso el aumento de la percepción de riesgo de la deuda pública de algunos países de la eurozona ha reforzado al dólar como divisa refugio. Se trata de un movimiento cuyo origen se produce por este efecto negativo pero que si se mantiene en el tiempo debería tener una repercusión positiva sobre las compañías exportadoras de la eurozona.

Otras dos divisas que se han fortalecido frente al euro son la libra esterlina y el yen. En el primer caso, la apreciación de la divisa británica se apoya también en el dato de inflación del mes de diciembre que alcanzó el 2,9% interanual. El propio Banco de Inglaterra reconoció que la inflación puede superar durante los próximos meses el límite superior de su rango objetivo de inflación, establecido en el 3%. Los mercados descontaron que el banco central del Reino Unido pudiera detener su programa de expansión cuantitativa en el mes de febrero, y provocaron un aumento de la rentabilidad ofrecida por la deuda pública de este país, con lo que favorecieron la apreciación de la libra esterlina.

Los flujos de inversión producen la paradoja que cubrir el riesgo soberano sea más caro que el riesgo empresarial.

El dólar continúa su apreciación ante el euro debido a las dudas sobre la situación fiscal en la eurozona.

La libra esterlina se fortalece debido a los peores datos de inflación.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-01-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2009	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	90,9	-0,3	-2,3	1,6
Libra esterlina	0,619	-0,7	0,1	-15,7
Franco suizo	1,047	0,1	1,1	-10,1
Dólar canadiense	1,050	-1,1	-0,3	-19,5
Peso mexicano	12,761	-1,3	-2,6	-7,8
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,405	-1,6	-2,0	7,3
Yen japonés	127,7	-1,9	-4,3	8,8
Franco suizo	1,471	-1,6	-0,9	-2,1
Libra esterlina	0,870	-2,4	-2,0	-7,3
Corona sueca	10,158	-2,7	-1,0	-5,0
Corona danesa	7,442	0,0	0,1	-0,1
Zloty polaco	4,073	-3,0	-0,7	-6,1
Corona checa	26,05	-0,6	-1,5	-5,7
Forint húngaro	271,2	-1,4	0,3	-4,0

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

FUENTE: Bloomberg.

El yen se fortalece tras la quiebra de Japan Airlines.

Por otra parte, a pesar de las declaraciones iniciales del nuevo ministro de Finanzas japonés, Kan, sobre la necesidad de tener un yen más débil para favorecer las exportaciones niponas, se impuso la creencia que la quiebra de la mayor aerolínea del país, Japan Airlines, podría producir un flujo de repatriación de yenes, que finalmente fortaleció la divisa japonesa contra el euro y contra el dólar.

El riesgo soberano frena el tono positivo en los mercados de renta fija privada

En los mercados de renta fija privada el año comenzó con fuertes volúmenes de emisiones, sobre todo en el sector financiero; aunque también cabe destacar que las emisiones en el segmento de bonos de alto riesgo han registrado un máximo histórico.

En este contexto de elevado volumen de emisiones, los índices de bonos corporativos han empezado a mostrar un comportamiento más volátil, con algunos signos de agotamiento de la tendencia alcista que dominó en 2009.

Relativamente, el sector financiero ha ofrecido el comportamiento menos positivo; después de comenzar el año con notables subidas, en sesiones posteriores cedió posiciones hasta marcar registros negativos en las últimas jornadas. Dos factores justifican dicho cambio de tendencia: primero, esa puesta en el mercado de fuertes volúmenes de papel, anticipando próximos vencimientos, y en segundo lugar, el rápido deterioro de la deuda soberana, que ha contagiado en mayor medida a los bonos del sector financiero que al resto de sectores.

Los emisores que han acaparado los mercados primarios en las primeras semanas

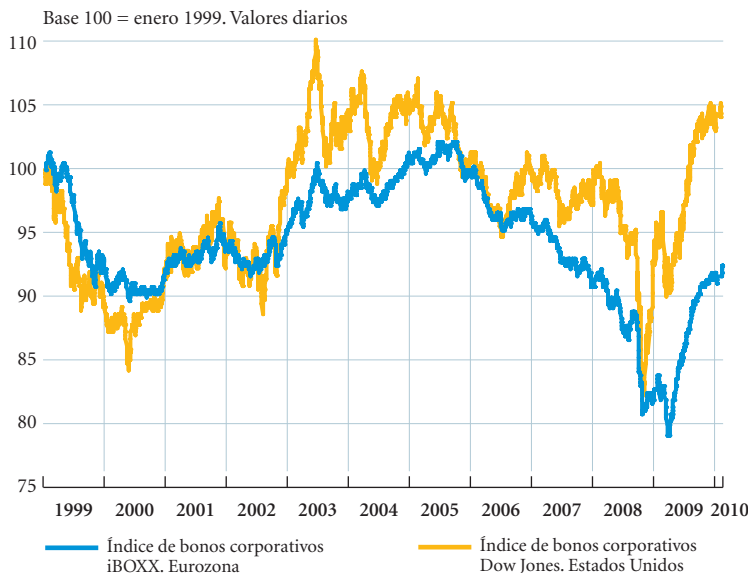
Los mercados de bonos corporativos se moderan.

del año han sido principalmente las entidades financieras y empresas con baja calificación crediticia. Todo parece indicar que aprovecharon la oportunidad que les

ofrecían los mercados, con altos niveles de liquidez y tipos de interés en niveles históricamente bajos. No es previsible que estos sectores mantengan el flujo de emi-

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE BONOS CORPORATIVOS EN ESTADOS UNIDOS Y EN LA EUROZONA

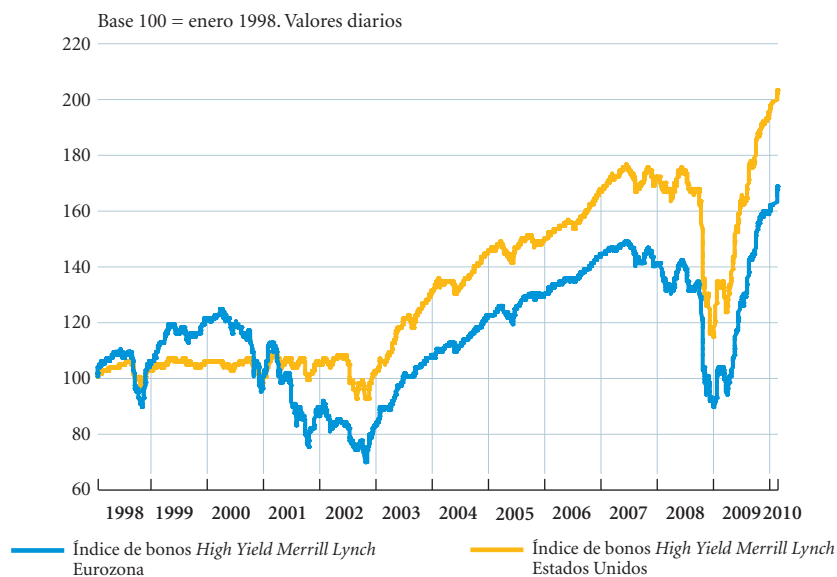
Índices de revalorización de bonos corporativos



FUENTE: EcoWin.

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE BONOS HIGH YIELD EN ESTADOS UNIDOS Y EN LA EUROZONA

Índices de revalorización de bonos *High Yield*



FUENTE: EcoWin.

Durante las primeras semanas de enero, la renta variable experimentó ganancias moderadas.

Pero la positiva trayectoria se truncó ante el incremento de la incertidumbre...

...provocando caídas generalizadas de los índices de renta variable.

Los riesgos soberanos generaron la aparición de las pérdidas.

siones al mismo ritmo en los próximos meses.

No obstante, las empresas siguen buscando más estabilidad en la estructura de su financiación externa, y para ello aumentan los plazos de financiación a través de emisión de bonos, a la vez que reducen su dependencia de los créditos bancarios. Esta tendencia se está extendiendo a un mayor número de empresas, abriéndose el mercado a las pymes.

Por otra parte, la baja rentabilidad de los activos sin riesgo cabe esperar que siga empujando a los inversores privados e institucionales a la búsqueda de activos financieros con rendimientos superiores, y éstos encuentran una alternativa atractiva en los bonos corporativos. Es previsible que el escenario de bajos tipos de interés en las curvas de gobierno se mantenga durante algún tiempo y consecuentemente continúen a lo largo del año los flujos de ahorro hacia bonos de renta fija privada, incluidos los de menor calidad que ofrecen rentabilidades sensiblemente superiores.

Adicionalmente, las agencias de *rating* han empezado a mejorar la calificación crediticia de muchas empresas, lo que debería facilitar la reducción del coste de financiación en las emisiones de bonos a medio y largo plazo. Estas revisiones al alza de los *ratings* obedecen en última instancia a la mejora en las expectativas de crecimiento económico con su repercusión positiva en los beneficios empresariales.

Adiós a las ganancias en las bolsas

El nuevo ejercicio bursátil comenzó describiendo una trayectoria menos sólida que la observada desde la primavera de 2009. La tendencia de revalorizaciones se mantuvo de manera desigual durante unas cuantas sesiones, hasta que la conjunción de varias circunstancias en mate-

ria normativa y de endeudamiento de algunos países europeos provocaron un brusco repunte de las primas de riesgo y de la incertidumbre.

Durante las dos primeras semanas del mes, los mercados pertenecientes a economías desarrolladas fueron testigo de ganancias moderadas. La razón principal fue la contención de las expectativas de recuperación económica, ante un ritmo de crecimiento más lento del previsto inicialmente. Por su parte, la renta variable de las economías emergentes, a pesar de seguir cotizando el proceso de crecimiento económico, también mantuvo un tono de revalorización muy prudente ante el posible endurecimiento de las políticas monetarias en varios de estos países.

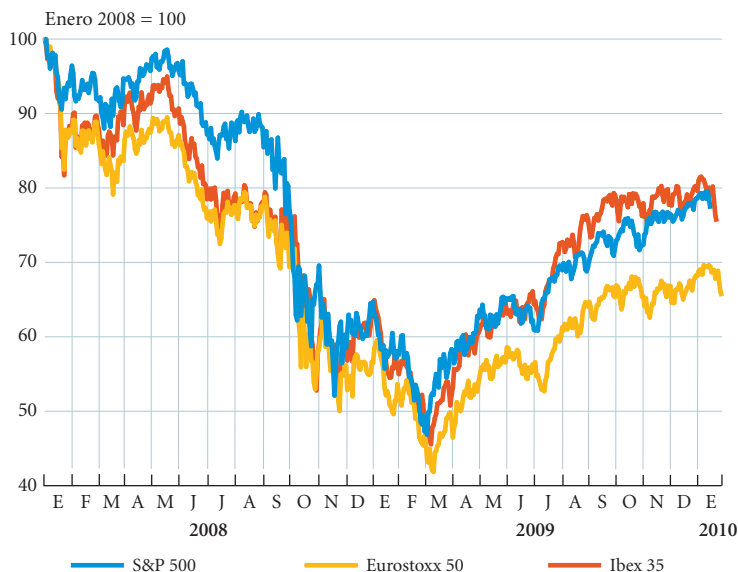
La trayectoria plácida de los mercados de renta variable en las primeras semanas de enero fue truncada por la irrupción de varios factores que podrían amenazar el proceso de recuperación económica, aportando mayores primas de riesgo y volatilidad. Este hecho provocó que durante la segunda parte del mes los índices se tiñeran de rojo, deshaciendo parte de las ganancias de los últimos meses.

Estos factores fueron: en primer lugar, el aumento de los riesgos de la deuda soberana de algunos países en la eurozona, como Grecia, Irlanda, Portugal y España. En segundo lugar, las medidas impuestas por el Banco de China con el fin de restringir la masa de crédito y evitar la formación de alguna clase de burbuja financiera por exceso de liquidez. Y en tercer lugar, la propuesta por parte de la Administración Obama de una serie de medidas regulatorias sobre el sector bancario de Estados Unidos.

Por su naturaleza y el impacto de la misma sobre los mercados de activos de riesgo merece la pena ampliar este último punto. Con el fin de evitar que los bancos de inversión del país asuman en el futuro ries-

LOS ÍNDICES BURSÁTILES REGISTRAN CAÍDAS

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

gos excesivos e innecesarios, que a su vez pongan en peligro la estabilidad financiera, el presidente de los Estados Unidos, B. Obama, anunció una serie de propuestas para restringir el tamaño y las actividades de los bancos. En concreto, se prohibiría a los bancos comerciales la realización de operaciones de *trading* por cuenta propia con fondos captados del ahorro de los clientes, así como asesorar, participar e invertir en fondos de capital riesgo y en *hedge funds*.

Simultáneamente a estas noticias, en enero comenzó la campaña de resultados empresariales del cuarto trimestre de 2009 en Estados Unidos y Europa. El consenso de los analistas estima que el beneficio medio de las compañías no financieras del S&P500 podría haber aumentado un 8% con respecto al trimestre anterior, planteándose incluso la posibilidad que al cierre del ejercicio el global de los beneficios fuera positivo por primera vez en dos años.

Puesto que los bancos suelen estar entre los primeros publicando sus cifras, la

atención de los inversores se ha centrado en los ingresos y volúmenes de negocio del sector financiero, más que en la cifra de beneficios netos. Debe recordarse que en el cuarto trimestre de 2009 la mayoría de los bancos devolvieron al Tesoro las ayudas recibidas, realizaron ampliaciones de capital y abordaron importantes procesos de desinversión, todo lo cual distorsiona la representatividad del beneficio final de un solo trimestre. En cualquier caso, los inversores acogieron con escaso entusiasmo, cuando no decepción, el conjunto de las cuentas presentadas por los bancos a uno y otro lado del Atlántico, contribuyendo con ello al tono de debilidad bursátil general.

En la medida que los factores negativos mencionados no desaparecerán fácil ni rápidamente, y que durante 2009 se acumularon revalorizaciones notables, no sería extraño que la corrección iniciada en enero pudiera extenderse por algún tiempo adicional.

Obama regula la actividad de la banca de inversión.

Existe el riesgo de que la corrección en renta variable se extienda.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-01-2010

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	10.389,9	-0,7	-0,4	27,9
<i>Standard & Poor's</i>	1.116,5	-0,1	0,1	34,9
<i>Nasdaq</i>	2.265,7	0,6	-0,2	54,6
Tokio	10.590,6	2,0	0,4	31,5
Londres	5.304,3	-0,5	-2,0	30,9
Zona del euro	2.841,6	-3,5	-4,2	31,6
<i>Francfort</i>	5.709,9	-4,0	-4,2	35,3
<i>París</i>	3.834,9	-1,6	-2,6	33,6
<i>Amsterdam</i>	330,2	-0,7	-1,5	40,2
<i>Milán</i>	22.734,4	-1,1	-2,2	30,9
<i>Madrid</i>	11.322,1	-4,8	-5,2	38,8
Zurich	6.513,8	-1,0	-0,5	22,2
Hong Kong	20.726,2	-1,7	-5,2	63,7
Buenos Aires	2.340,2	4,4	0,8	121,2
São Paulo	66.270,1	-1,7	-3,4	74,9

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

FUENTE: Bloomberg.

Private equity y competitividad

El papel protagonista que el sector financiero ha jugado en la intensa crisis económica de los dos últimos años presagia cambios profundos y duraderos en su configuración futura. La regulación financiera, el comportamiento de las entidades así como las actitudes del público se verán alterados por esta traumática experiencia. La reacción inicial está yendo en la dirección de reforzar los elementos que dotan de estabilidad al sistema. Pero será importante que no se menoscaben normas, instituciones y prácticas que han mostrado capacidad de mejorar la eficiencia y el potencial de crecimiento del conjunto de la economía. Un ámbito destacado a este respecto es el de las entidades y mercados de *private equity*⁽¹⁾ y *venture capital*⁽²⁾ (capital riesgo).

A lo largo de las últimas décadas se han realizado numerosos estudios empíricos sobre la relación entre el grado de desarrollo del sistema financiero de un país y sus registros en términos de crecimiento económico a largo plazo y bienestar social. No exenta de matices y polémicas, el conjunto de la evidencia⁽³⁾ sugiere que efectiva-

(1) Actividad financiera que consiste en la aportación de capital en forma de recursos propios a empresas que no cotizan en bolsa.

(2) Es el subconjunto del *private equity* que se caracteriza porque las aportaciones se realizan a proyectos empresariales en etapas tempranas.

(3) Entre las referencias más reseñadas están: R. Levine, «*Finance and Growth: Theory and Evidence*», NBER Working Paper n. 10766, 2004 y R. Rajan and L. Zingales, «*Financial Dependence and Growth*», American Economic Review, 88 (3), 1998.

mente el funcionamiento de los mercados e intermediarios financieros es un determinante significativo del crecimiento económico. Esta causalidad se articula por dos vías básicas. Primero, la incidencia sobre la acumulación de capital: una intermediación financiera ágil y eficaz permite movilizar un mayor volumen de ahorro hacia los proyectos con tasas de retorno más elevadas. Segundo, los efectos sobre la innovación tecnológica y el crecimiento de la productividad: un sistema financiero desarrollado, eficiente y estable mejora la asignación y la gestión de recursos así como la distribución de riesgos en el conjunto de la economía.

Esta relación entre sistema financiero y productividad es reconocida por la generalidad de estudios aplicados que evalúan el grado de competitividad de los distintos países. El cuadro siguiente recoge las consideraciones al respecto por parte de los informes más influyentes. Sobresale el papel especialmente destacado que se otorga a los mercados de *private equity* (PE) y en particular al *venture capital* (VC).

LA IMPORTANCIA DEL SISTEMA FINANCIERO SOBRE LA COMPETITIVIDAD

Informe	Consideraciones sobre el sistema financiero
World Economic Forum «The Global Competitiveness Report»	El octavo de doce pilares de la competitividad es el denominado: «Sofisticación del mercado financiero».
IMD «World Competitiveness Yearbook»	Entre los factores que inciden sobre la competitividad se incluyen: la eficiencia del sector bancario, la de las bolsas así como el grado de desarrollo de los mercados de bonos corporativos o el de capital riesgo.
Comisión Europea «European Competitiveness Report»	Entre las variables para valorar la competitividad de la región y de cada país se incluyen algunas pertenecientes al ámbito de los mercados financieros, destacando la referida al grado de desarrollo de las actividades de capital riesgo.

FUENTE: Elaboración propia.

Aunque en ocasiones se les puede tachar de sesgados y parciales, se ha acumulado a lo largo del tiempo y de distintos países un conjunto de estudios empíricos que consistentemente muestran a las entidades de PE/VC como gestores que mejoran el acceso a la financiación y la productividad de las empresas en que participan, redundando en mejoras de los niveles de empleo y bienestar social.

Diversos estudios⁽⁴⁾ han encontrado una relación significativa entre la existencia de un mercado desarrollado de VC y la creación de nuevas empresas en los sectores económicos más dinámicos, con altos porcentajes de inversión en investigación e innovación, que han sido los factores clave del crecimiento económico en las dos últimas décadas (como por ejemplo las empresas de alta tecnología o las de biotecnología). La innovación (medida por ejemplo a través de las patentes) ha estado presente en gran parte de las empresas emprendedoras, que han sido pilares básicos en el logro de mayores niveles de productividad. Sin embargo, hay que resaltar que, en materia de innovaciones-patentes, las entidades de VC destacan frente a otros tipos de financiaciones más por la cantidad que por la calidad de los resultados. Es decir, la presencia de estas instituciones se traduce en mayores ratios de innovaciones exitosas, como consecuencia de una mayor especialización, un personal más preparado y una financiación más ajustada a los proyectos. Los datos reflejan mejores resultados para Estados Unidos que para Europa, aunque no deben atribuirse a una gestión menos efectiva de los VC en Europa, sino más bien a un mercado laboral menos flexible, a una legislación más restrictiva y a unos mercados menos desarrollados.

(4) Por ejemplo: A. Popov and P. Roosenboom, «Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe», European Central Bank Working Paper n. 1063, 2009. También: M. Mollica and L. Zingales, «The impact of Venture Capital on Innovation and the Creation of New Business», University of Chicago Working Paper, 2007.

Desde el punto de vista de las reestructuraciones empresariales, varios estudios⁽⁵⁾ muestran también resultados positivos de la presencia de las entidades de PE sobre la productividad, el empleo, las ventas y la inversión de las empresas en los años posteriores a su intervención y posterior venta o segregación. Según buena parte de estos análisis, la actividad desarrollada por el PE fue determinante para mejorar el sistema productivo de Estados Unidos, especialmente a partir de la década de los ochenta cuando el PE funcionó a pleno rendimiento haciendo realidad el principio schumpeteriano de destrucción creativa. En muchas de las grandes empresas americanas se comprobaba que cuando los cambios tecnológicos eran notables, sus estructuras de gobierno impedían absorber adecuadamente las innovaciones. Como consecuencia se produjo una desaceleración de la inversión y se deterioraron los niveles de productividad; finalmente caían las ratios de rentabilidad haciendo más difícil y costosa la financiación de nuevos proyectos de inversión. Muchas empresas se convirtieron en proyectos poco viables a medio plazo. La entrada de fondos de capital riesgo y la incorporación de un nuevo *staff* directivo mediante operaciones de LBO (*leverage buyout*) resultó en un mayor número de pequeñas empresas, más eficientes, productivas y rentables. Además, en contra de una opinión bastante extendida, las empresas participadas por estos fondos presentaron en los años posteriores ratios de empleo, productividad, ventas e inversión muy superiores al resto de compañías (especialmente en los sectores de servicios).

Tener presente los resultados generales de estos estudios es de particular trascendencia en el actual escenario postcrisis, en el que algunas entidades financieras arrastran una situación compleja en términos de capacidad de financiación y de asunción de riesgos. En concreto, se refuerza la conclusión de que la existencia de un sector potente de PE/VC es un factor muy positivo para facilitar el acceso a la financiación de las empresas, sobre todo las pymes emprendedoras e innovadoras. Esto resalta la conveniencia de fomentar, desde instancias públicas y privadas, el desarrollo de las actividades de PE/VC, que parecen llamadas a jugar un papel muy importante en el nuevo ciclo económico que se avecina.

(5) Por ejemplo: S.N. Kaplan and P. Stromberg, «*Leveraged Buyouts and Private Equity*», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23 (1), 2009.

*Este recuadro ha sido elaborado por Fernando San José
Departamento de Mercados Financieros, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

Apreciable mejora de la coyuntura

La moderación de la recesión económica, visible a partir del segundo trimestre de 2009, continuó en el cuarto trimestre, de acuerdo con los indicadores económicos disponibles. Esta mejora es atribuible al efecto de los planes de estímulo económico puestos en marcha y a la progresiva recuperación de la economía internacional. Desde el lado de la demanda, la evolución del consumo ha sido más favorable que la de la inversión. Desde la óptica de la oferta, las señales de relanzamiento son más manifiestas en la industria y los servicios.

La ganancia de poder adquisitivo de los ocupados, el freno de la disminución del empleo y el efecto riqueza derivado de la subida de las bolsas coadyuvaron a reani-

mar el consumo, si bien seguía en niveles bajos. Así, es notable la mejora del índice de confianza de los consumidores, aunque se mantiene sensiblemente por debajo de la media histórica. Es destacable el repunte de las ventas de automóviles, que subieron el 29,3% en el cuarto trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior después de haber registrado caídas interanuales desde el primer trimestre de 2008. Este rebote se produjo gracias a las ayudas directas del plan 2000E. Con todo, las matriculaciones del conjunto de 2009 se cifraron en 952.772 unidades, con un descenso anual del 17,9%, volviendo al nivel de 1996.

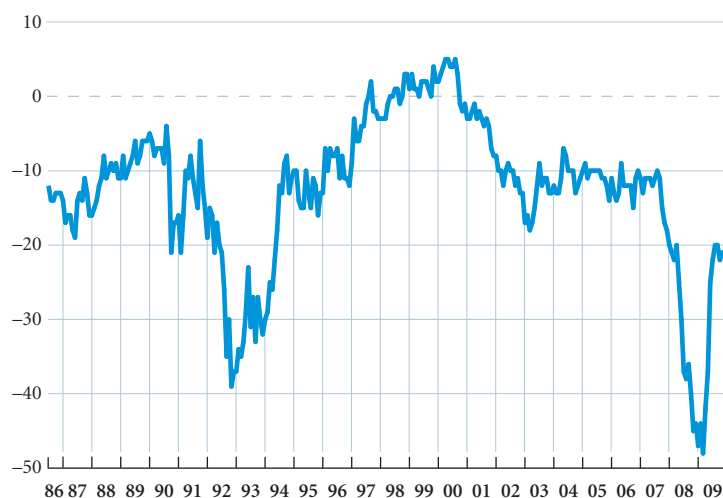
La inversión en bienes de equipo también aminoró su descenso. La matriculación de vehículos de carga todavía descendía el

La ganancia de poder adquisitivo de los ocupados, el freno de la reducción del empleo y la subida de las bolsas tienden a reanimar el consumo.

Las ventas de automóviles retroceden al nivel de 1996.

LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES MEJORA

Saldo neto en porcentaje del indicador de confianza de los consumidores



NOTA: Corregido de estacionalidad.

FUENTE: Comisión Europea.

La producción industrial recorta su descenso.

7,8% respecto a doce meses antes en el cuarto trimestre de 2009, pero la bajada interanual fue inferior al 1% en noviembre y diciembre. También la producción de bienes de equipo frenó su contracción hasta el 10,6% interanual en noviembre. En cuanto a la inversión en construcción, un indicador adelantado como el consumo de cemento muestra una ralentización del descenso en el cuarto trimestre.

En cuanto al sector exterior, la mejora de la demanda ha comportado que en noviembre tanto las exportaciones como las importaciones ya registrasen crecimientos, medidas en volumen. No obstante, en el conjunto de los dos primeros meses del cuarto trimestre las exportaciones mostraban una evolución más favorable. De esta forma, el sector exterior probablemente mantuvo una contribución positiva al crecimiento del producto interior bruto.

Desde el punto de vista de la oferta, se constata un menor descenso de la actividad en la industria. El consumo de electricidad sufrió un decremento anual del 1,4% en el cuarto trimestre, pero anotó una elevación del 0,6% en diciembre, rompiendo una serie de quince bajas consecutivas. De todos modos, la caída del conjunto de 2009 fue del 4,3%, no sólo la mayor sino la primera de las últimas décadas. El índice de producción industrial también deceleró su ritmo de descenso hasta el 5,7% interanual en noviembre, menos de la mitad de la caída del tercer trimestre. Además, las perspectivas ya no son tan sombrías como meses atrás. Las entradas de pedidos bajaron el 1,5% en noviembre con relación al mismo mes de 2008, pero se compara favorablemente con un descenso acumulado anual del 24,0%. Asimismo, el indicador de confianza de la industria recobró el nivel de quince meses antes.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2009						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	1,7	-4,7	-10,3	-12,6	-9,4	-8,6	-5,1	-0,9	...
Importación de bienes de consumo (**)	5,1	-7,7	-17,2	-9,4	-14,9	-3,4	6,5	11,1	...
Matriculaciones de automóviles	-1,2	-28,1	-46,6	-43,1	-33,7	-0,6	26,7	37,3	25,1
Crédito al consumo de bienes duraderos	10,0	3,6	-4,2	-11,9	-14,1	-10,8	-	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-13,3	-33,8	-45,3	-44,7	-28,0	-20,7	-21,0	-21,0	-17,9
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	4,6	-8,8	-20,8	-30,5	-24,7	-20,2	-12,8	-10,6	...
Importación de bienes de equipo (**)	9,8	-19,6	-28,8	-31,3	-35,1	-23,4	-25,1	-5,3	...
Matriculación de vehículos industriales	0,3	-43,6	-61,3	-52,5	-51,9	-30,8	-19,2	-0,7	-0,9
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	7,3	-4,9	-19,0	-26,0	-26,8	-13,4	-6,2	7,8	...
Exportaciones	4,2	1,9	-8,4	-17,9	-14,7	-9,6	-4,2	7,7	...

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

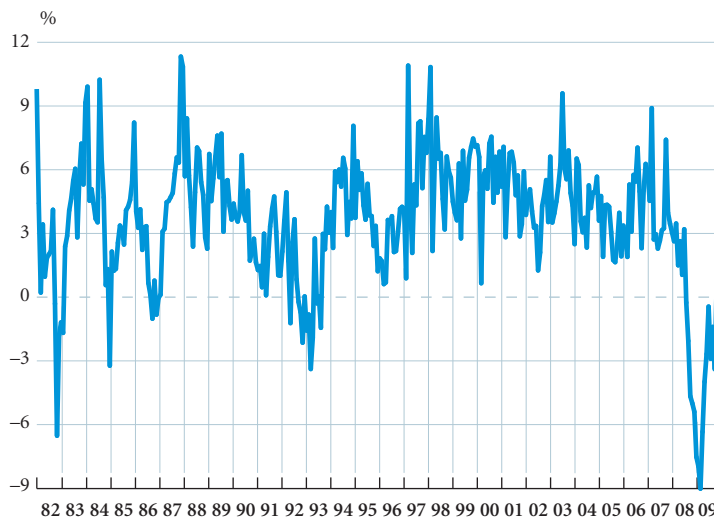
(**) En volumen.

(***) 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.

EL CONSUMO DE ELECTRICIDAD SE RECUPERA DE LA MAYOR CAÍDA DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Variación interanual del consumo de electricidad



NOTA: Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.

FUENTE: Red Eléctrica Española.

Respecto a la construcción, continúa el ajuste en el sector residencial, con un desplome del 44,5% interanual del número de visados de vivienda nueva en octubre. No obstante, el número de compraventas de viviendas ha ralentizado su descenso en los últimos meses, hasta presentar una bajada interanual del 2,6% en noviembre. Por otro lado, el indicador de confianza en la construcción mejoró notablemente en el cuarto trimestre, pero se hallaba sensiblemente por debajo del nivel medio histórico.

El mejor tono también alcanzaba al sector servicios, que recortó la retracción anual de su cifra de negocios hasta el 6,5% en noviembre, corregido del efecto calendario. No obstante, todos los principales subsectores mostraban caídas interanuales. Las mayores correspondían a los servicios a empresas, del 10,4% y al transporte, con el 6,4%, y las menores a las tecnologías de la información, 6,0% y al turismo, 5,2%.

Por lo referente a esta rama de los servicios, las fuertes caídas que presentaban

tanto las pernoctaciones en establecimientos hoteleros como las llegadas de turistas extranjeros al comienzo del ejercicio se fueron moderando. Así, en diciembre de 2009 las pernoctaciones se igualaron a las registradas en el mismo mes de 2008, pero en el conjunto del año fueron inferiores en un 6,6%, a causa sobre todo de la recesión económica nacional e internacional, pero también en cierta medida a la competencia de otros destinos, que se beneficiaron de la apreciación del euro. Cabe señalar que la contención de la caída fue debida en parte a una rebaja de los precios hoteleros del 5,6% de media. Por su parte, las llegadas de turistas extranjeros bajaron el 3,5% interanual en el cuarto trimestre y el 8,7% en 2009.

Otra muestra de la pérdida de virulencia de la recesión ha sido el paulatino descenso de la tasa de morosidad de los efectos de comercio impagados, que pasó del 6,4% en enero al 4,4% en noviembre de 2009. Sin embargo, el débil pulso de la coyuntura económica se manifestaba en una caída interanual del 26,1% del número de

Las pernoctaciones hoteleras se estancan en diciembre, pero caen el 7% en 2009.

Se reduce la creación de empresas, mientras aumenta el número de sociedades disueltas.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2007	2008	2008		2009				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	4,4	0,6	-4,1	-7,0	-6,6	-2,1	-1,5	-3,5	0,6
Índice de producción industrial (2)	2,0	-7,3	-16,6	-22,6	-18,6	-14,6	-9,2	-5,7	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-0,3	-18,0	-32,7	-36,7	-35,5	-29,0	-24,0	-25,0	-23,4
Utilización capacidad productiva (4)	81,3	79,5	76,9	68,8	69,5	68,5	-	69,9	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	8,0	-0,7	-18,2	-32,9	-31,1	-17,1	-9,3	8,4	...
Construcción									
Consumo de cemento	0,2	-23,8	-38,1	-46,1	-36,0	-26,4	-21,1	-9,3	-20,0
Indicador de confianza en la construcción (3)	9,3	-22,6	-34,7	-36,7	-35,0	-26,3	-29,0	-20,0	-24,4
Viviendas (visados obra nueva)	-24,7	-59,4	-60,2	-64,1	-62,8	-52,2	-44,5	...	...
Licitación oficial	-15,0	3,0	12,4	-5,3	-8,3	-1,1	-33,4	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista (6)	2,3	-6,3	-7,7	-6,3	-4,2	-2,8	-2,0	-5,0	...
Turistas extranjeros	1,1	-2,5	-9,0	-16,2	-8,2	-7,8	-3,6	-3,1	-3,6
Ingresos turismo	3,3	-0,4	-8,0	-14,3	-8,0	-9,0	-6,5	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,7	-7,7	-23,0	-34,1	-34,9	-32,4	-19,8	-3,1	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,0	-3,0	-12,7	-18,2	-8,7	-5,2	-2,7	-0,8	2,0
Consumo de gasóleo automoción	5,1	-3,8	-7,7	-10,3	-5,2	-3,0	-3,4	...	...

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.

La salida de la recesión está a la vista, pero será muy gradual.

sociedades mercantiles creadas y del 43,9% del capital suscrito en noviembre. Al mismo tiempo, el número de sociedades mercantiles disueltas ascendía el 5,7%.

En resumen, es perceptible un impulso de mejora de la actividad económica, aunque el tono sigue siendo flojo. Sin duda, en el año 2010 la reactivación se apoyará en la tracción de la economía internacional y, en particular, en el relanza-

miento en marcha en la Unión Europea, el principal socio comercial. Por otro lado, aunque de momento permanece el estímulo monetario, hay algunas subidas de impuestos y persisten algunos desequilibrios. De esta forma, prevemos que la salida de la recesión está a la vista, pero será muy gradual y no exenta de riesgos. Así, probablemente para el conjunto de 2010 el crecimiento económico todavía será ligeramente negativo.

Mercado de trabajo

Se ralentiza la destrucción de empleo

El número medio mensual de afiliados en alta a la Seguridad Social disminuyó en 43.830 personas en diciembre, hasta situarse en 17.803.839. No obstante, este descenso fue menor del esperado y sensiblemente inferior que el anotado en el mismo mes de 2008, continuando la tendencia a un freno en la destrucción de empleo. Con todo, en el conjunto de 2009 las afiliaciones se redujeron en 727.473, el 3,9%. Esta caída fue menor que la registrada en diciembre de 2008, del 4,3%. De hecho, desde finales de 2008 los altos ritmos de destrucción de empleo tendieron a menguar, a lo que contribuyeron los planes de estímulo económico públicos.

Aunque el decremento anual del número de afiliados en 2009 fue inferior al de 2008, en los dos últimos años la caída fue de más de un millón y medio de trabajadores. Esta cifra es más del doble de la equivalente en la anterior recesión de 1992-1993. El grueso de la pérdida de ocupación en 2008-2009 lo sufrió la construcción, más de la mitad, debido al fuerte ajuste en el sector inmobiliario. Pero la destrucción de empleo también fue muy importante en la industria, con más de la cuarta parte.

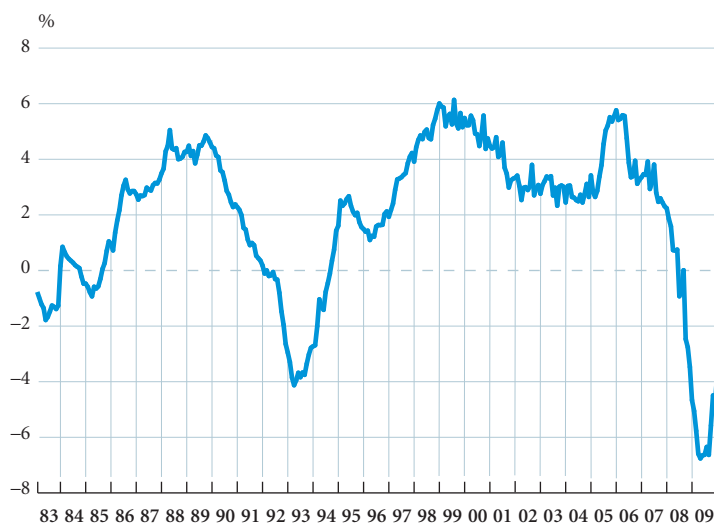
Dado que en estos sectores predomina el género masculino, no es extraño que las afiliaciones hayan disminuido con mayor intensidad entre los hombres. En efecto, en 2009 el número de afiliados varones

En los dos últimos años el número de afiliados a la Seguridad Social disminuye en más de un millón y medio...

...correspondiendo el grueso de esta pérdida a la construcción, debido al fuerte ajuste en el sector inmobiliario.

SE MODERA LA MAYOR CAÍDA DEL EMPLEO DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Variación interanual de afiliados a la Seguridad Social a final de mes



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

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

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

Las mujeres alcanzan un máximo histórico en su participación en el empleo total.

bajó el 5,5% frente al 1,9% de las féminas. De este modo, las mujeres alcanzaron el 44,6% de la afiliación total en diciembre, un máximo histórico.

Similarmente, la afiliación de los trabajadores extranjeros, con una mayor representación relativa en la construcción, bajó en mayor medida que la de los españoles. Así, en 2009 el número de afiliados extranjeros se redujo el 4,7%, frente al 3,8% de los nacionales.

En diciembre, el número de contratos registrados arrojó un crecimiento interanual positivo por segundo mes consecutivo. Este aumento se debió a los contratos temporales, que subieron el 3,7%, mientras que los indefinidos disminuyeron el 16,7%. Sin embargo, en el conjunto de 2009 la contratación acumulada, de 14.021.837, bajó el 15,5%.

Por otra parte, a finales de diciembre el presidente del Gobierno, José Luis Rodríguez Zapatero, reafirmó su intención de impulsar el proceso de diálogo social entre los empresarios, los sindicatos y el Gobierno, para que facilite un acuerdo en el ámbito del mercado de trabajo durante el primer trimestre de 2010. Preciso que las reformas en el mercado laboral estarían centradas en la negociación colectiva, en favorecer la contratación a los jóvenes y en abordar la precariedad laboral.

El paro registrado alcanza un nivel récord al final de 2009

En consonancia con la disminución del empleo, el número de parados registrados en las oficinas públicas de empleo continuó aumentando en diciembre hasta alcanzar 3.923.603 personas, un 25,4%

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Diciembre 2009

	Parados	Variación sobre diciembre 2008		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	106.133	30.122	39,6	30.122	39,6	2,7
Industria	508.802	95.377	23,1	95.377	23,1	13,0
Construcción	781.724	124.288	18,9	124.288	18,9	19,9
Servicios	2.241.065	450.790	25,2	450.790	25,2	57,1
Primer empleo	285.879	94.063	49,0	94.063	49,0	7,3
Por sexos						
Hombres	2.012.536	436.069	27,7	436.069	27,7	51,3
Mujeres	1.911.067	358.571	23,1	358.571	23,1	48,7
Por edades						
Menores de 25 años	446.769	61.639	16,0	61.639	16,0	11,4
Resto de edades	3.476.834	733.001	26,7	733.001	26,7	88,6
TOTAL	3.923.603	794.640	25,4	794.640	25,4	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

más que doce meses antes. Esta cifra constituye un nivel récord, y supone 794.640 parados más en un año. No obstante, desde finales de 2008 la escalada del desempleo ha tendido a moderarse y

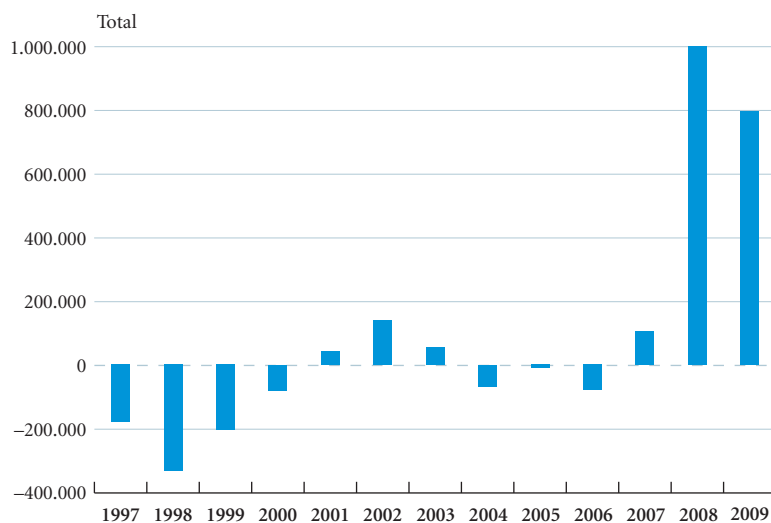
en diciembre de 2009 aumentó menos de lo previsto.

En 2009 el ascenso del paro fue generalizado en todos los grandes sectores, aun-

A pesar de que el desempleo tiende a moderarse, el paro registrado sube en 1.794.056 personas en dos años.

PARADOS REGISTRADOS EN LAS OFICINAS DE EMPLEO

Variación anual



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

El segmento que anota una mayor alza del paro registrado en 2009 es el de los hombres mayores de 25 años.

que con desigual intensidad. El alza fue mayor en el colectivo sin empleo anterior, del 49,0%, y menor en la construcción, con un aumento del 18,9%. Sin embargo, en el conjunto de los dos últimos años el desempleo se elevó más en la construcción, el 142,7%, mientras que en los servicios anotó el menor incremento, del 72,0%.

Desde otro punto de vista, el segmento donde se registró un mayor aumento del paro en 2009 fue en el de los hombres mayores de 25 años, con un alza anual del 30,2%. Por el contrario, el grupo menos afectado por el desempleo fue el de los varones de menos de 25 años, que anotaron una subida del 12,7%.

El impacto del paro también es patente en su extensión a todas las comunidades autónomas. En efecto, en 2009 el desempleo se elevó fuertemente en todas ellas. El mayor incremento relativo correspondió a Murcia, con una subida del 34,4%, y el menor a Extremadura, con un ascenso del 15,1%.

Las perspectivas del paro no son halagüeñas, dado que probablemente continuará elevándose en los próximos meses, ya que no esperamos un crecimiento económico significativo. Sin embargo, el desempleo seguirá ralentizándose con la paulatina mejora de la coyuntura.

¿Una devaluación silenciosa?

Cuando España se incorporó a la zona del euro, renunció a tener moneda propia, sacrificando así la posibilidad de aplicar una política cambiaria autónoma. Muchos han recordado esta realidad en un momento de crisis como el actual, puesto que si no formáramos parte de la unión monetaria dispondríamos de un instrumento más de política económica para hacerle frente: la devaluación competitiva. Sin embargo, como veremos a continuación, en la práctica sí ha habido devaluación, aunque su naturaleza sea muy distinta de la que conocíamos.

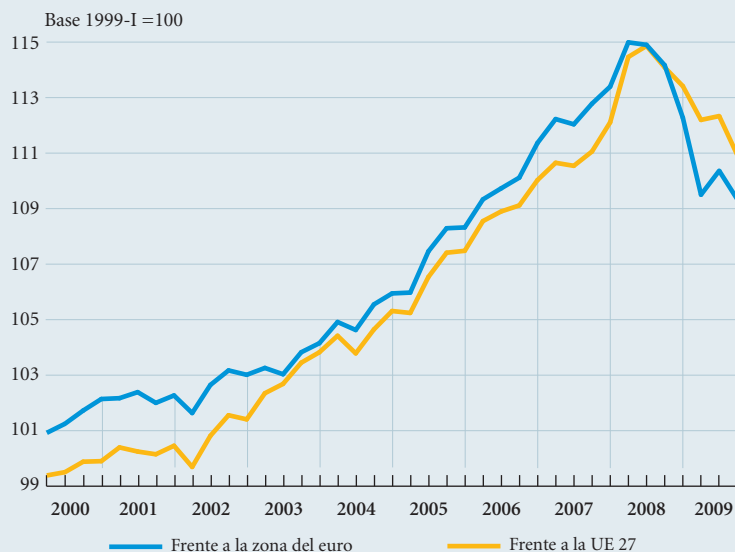
¿Cómo puede haber devaluación si no existe autonomía en el tipo de cambio? Entenderemos mejor esta aparente paradoja si consideramos que la devaluación es un cambio de precios relativos. Si A devalúa un 10% frente a B, significa que los precios y los costes de A pasan a ser un 10% inferiores a los de B. A gana competitividad-precio, es decir, puede vender más barato a B y por consiguiente gana cuota de mercado. A la vez, los productos importados de B se encarecen relativamente y pierden mercado en A. La devaluación, al final, permite que A produzca más que antes y así aumente su producto. Pero observemos que para que la devaluación competitiva tenga este resultado se tiene que cumplir que los precios internos de cada país no varíen. Si A devalúa un 10% e inmediatamente su inflación sube un 10%, la devaluación no habrá servido para nada. Lo mismo sucederá si, tras la devaluación de A, los precios internos de B caen un 10%.

Vista la devaluación como una modificación de precios relativos, puede comprenderse que aunque dos países compartan una moneda, las diferentes trayectorias de sus respectivas inflaciones determinan un tipo de cambio, denominado tipo de cambio real, cuyos efectos, en términos de competitividad-precio, son equiparables a los que tendrían el movimiento de dos divisas distintas. En el siguiente gráfico se muestra la evolución de esta variable, tomando como medida de inflación los costes laborales unitarios, es decir, los costes laborales corregidos por el nivel de la productividad. Como se observa en el mismo, hasta 2008 el índice tendía a subir, es decir se producía una pérdida de competitividad equiparable a una apreciación de la moneda, mientras que en el último año se ha producido un descenso –ganancia de competitividad– del 5% frente a la zona del euro. Por tanto, po-

dríamos concluir que desde principios de 2008 hemos asistido a una depreciación de dicho montante y que ello va a contribuir a recuperar la competitividad perdida y ayudará a la salida de la recesión.

MEJORA LA COMPETITIVIDAD EXTERIOR ESPAÑOLA

Índice de competitividad de España con costes laborales unitarios



FUENTE: Banco de España.

Sin embargo, antes de echar las campanas al vuelo, hay que hacer varias consideraciones importantes. Primero, la mejora conseguida a través de los costes laborales unitarios relativos es sólo un aspecto de los muchos que intervienen en la configuración de la capacidad competitiva frente al exterior. Otros elementos, como la capacidad de innovar, la especialización productiva, la eficiencia en el funcionamiento de los mercados o las características de la organización empresarial son tan o más importantes, puesto que en definitiva son los que acaban determinando la evolución de los costes y la productividad.

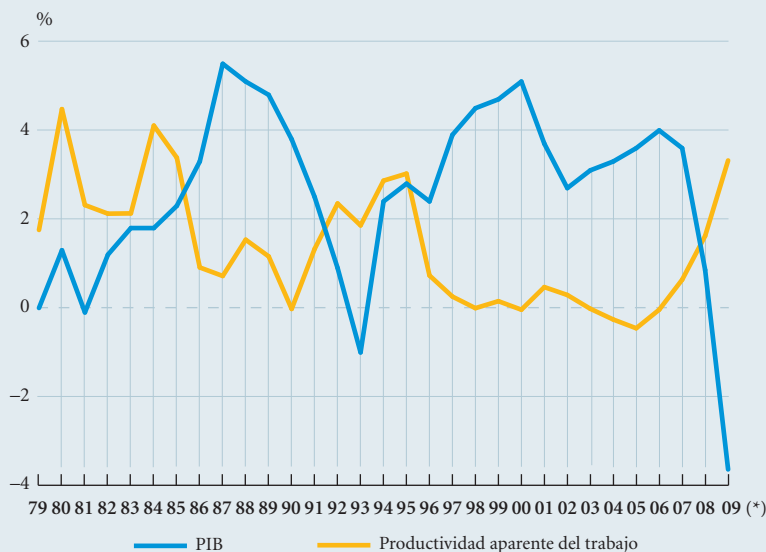
Segundo, la ganancia de competitividad vía costes laborales unitarios relativos apenas corrige la pérdida experimentada en los últimos años, como puede comprobarse en el gráfico anterior.

Tercero, su sostenibilidad puede ser muy limitada. Ello es debido a que la mejora en los costes relativos en el caso de la economía española proviene casi única y exclusivamente de la destrucción de empleo acaecida incluso desde antes de iniciarse oficialmente la recesión. El coste laboral total ha disminuido porque hay menos personas trabajando, pero el salario medio por ocupado apenas se ha moderado. Este peculiar ajuste de la economía española explica también la súbita mejora de la productividad aparente del factor trabajo (el cociente entre el producto interior bruto y el empleo), que de estar prácticamente plana durante muchos años, en poco tiempo se ha encaramado a crecimientos del 3%. Esta evolución no es nueva, ya que la productividad así medida se ha comportado en los últimos ciclos de la economía española de una forma anticíclica. Esto se explica porque las empresas han recurrido sobre todo a despedir asalariados con contrato temporal en los periodos recesivos. De este modo, el ajuste a la caída de las ventas se produce mayormente en base a reducir la ocupación más que a frenar

los salarios. Como consecuencia, la productividad aparente del trabajo aumenta fuertemente en las recesiones al disminuir más el empleo que el producto. En contrapartida, lo contrario ocurre en las fases expansivas y la economía española crea mucha ocupación, a expensas del avance de la productividad aparente.

LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO EN ESPAÑA SIGUE UNA EVOLUCIÓN ANTICÍCLICA

Tasa de variación interanual



NOTA: (*) 2009, estimación propia.

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Un avance sostenido de la productividad es imprescindible para la mejora de la competitividad exterior. Por eso, más allá de la transitoria mejora actual de la productividad aparente del trabajo, es conveniente la adopción de medidas para aumentarla. Para ello, es necesario impulsar mejoras de la eficiencia en todos los niveles de las empresas y de la administración. Las nuevas tecnologías tienen un papel importante, pero es preciso que se utilicen de manera eficiente. La mejora de la educación también es vital, como lo es la investigación y el esfuerzo en la innovación. De esta forma se podrán aprovechar las oportunidades que ofrecen los mercados globales.

Si la mejora competitiva que constatamos se limita al reajuste del mercado de trabajo, puede comprenderse que la ganancia en términos de competitividad exterior de los sectores «exportables» (manufacturas y determinadas ramas de servicios) es muy corta. Si no se hace nada más, las variables volverán a su estado habitual: los costes laborales recuperarán su crecimiento por encima de los de la media comunitaria y la productividad volverá a su tradicional estancamiento. El resultado final habrá sido una mejora espuria y fugaz, sin apenas consecuencias en el medio plazo, como aquellas devaluaciones a las que seguía una mayor inflación, en las cuales en muy poco tiempo la ganancia conseguida se esfumaba sin más.

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

Precios

La inflación termina 2009 en el 0,8%, la más baja de las últimas décadas

La variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) fue del 0,8% en diciembre, 5 décimas más que en el mes anterior. Este repunte es atribuible a los carburantes y combustibles. Éstos también influyeron grandemente en el perfil de la inflación de los precios de consumo a lo largo del ejercicio, reflejando a su vez la evolución de los precios del petróleo en euros. Así, la inflación bajó sensiblemente en la primera mitad del año hasta marcar una caída interanual del 1,4% en el mes de julio, la mayor de las últimas décadas. Posteriormente, la inflación inició un giro, pero, con todo, anotó la menor subida interanual de las últimas décadas en

un final de año. La inflación media anual resultó negativa del 0,3%, el menor valor desde 1952.

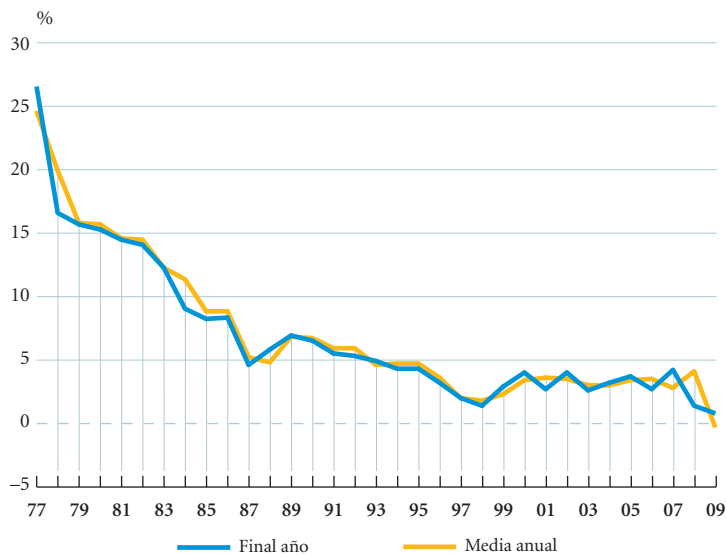
Los precios de los carburantes y combustibles, que habían finalizado 2008 con una bajada interanual del 12,9%, intensificaron su desplome en los primeros meses del año hasta anotar un descenso anual del 22,8% en el mes de mayo. Desde entonces, la tasa de variación interanual revirtió su curso y acabó en el 7,9% en diciembre.

Los bajos niveles de la inflación en 2009 también son consecuencia de la contracción del consumo. En un contexto recesivo, buena parte de las empresas tendieron a contener o a rebajar los precios para im-

En 2009 los precios de consumo bajan en promedio el 0,3%, el menor valor desde 1952...

INFLACIÓN MEDIA NEGATIVA EN 2009

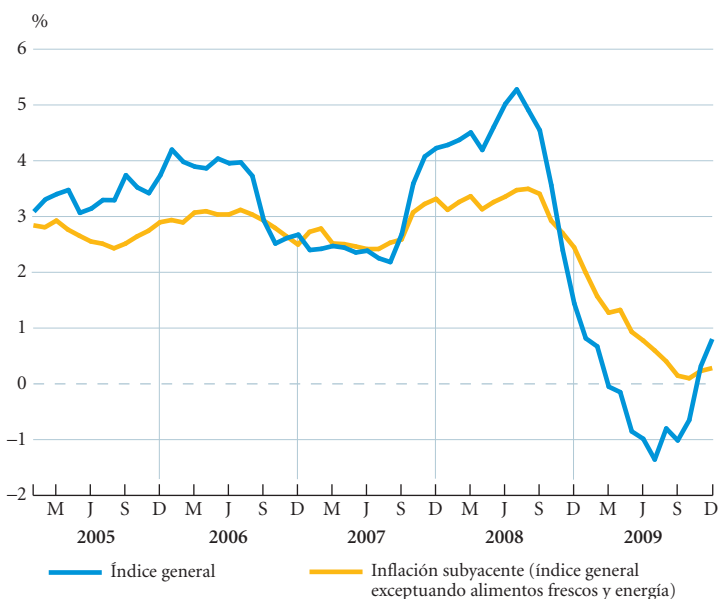
Variación anual del índice general de precios de consumo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

SE CONFIRMA EL GIRO DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**...a consecuencia de la fuerte
contracción del consumo...**

pulsar las ventas. De este modo, el núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que excluye a los alimentos frescos y a los productos energéticos, registró un mínimo histórico en el mes de octubre del 0,1% y repuntó muy leve-

mente posteriormente, hasta colocarse en el 0,3% en diciembre.

Por su parte, los precios de los alimentos elaborados tendieron a la baja en los primeros meses de 2009 y anotaron una va-

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

riación anual cero en el mes de mayo. No obstante, remontaron en los meses siguientes y terminaron con un incremento anual del 0,7% en diciembre. De hecho, esta subida es atribuible al tabaco, cuyos impuestos especiales fueron elevados en el mes de junio, y que anotó un alza interanual del 17,7% en diciembre. Los precios de alimentos básicos, como las patatas, la leche, los aceites y el pan, finalizaron el ejercicio con bajas anuales.

Las fuertes presiones competitivas en los mercados internacionales mantuvieron los precios de los productos industriales no energéticos muy contenidos, y marcaron una caída interanual récord del 2,1% en septiembre. En los últimos meses, en un contexto de mejora de la coyuntura internacional, moderaron su descenso anual hasta el 1,7% en diciembre.

Aunque están más resguardados de la competencia exterior, los servicios no pu-

...y pese a la subida de algunos impuestos indirectos.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Diciembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación anual	
		2008	2009	2008	2009
Por clases de gasto					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,1	0,2	0,2	2,4	-2,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	126,0	0,0	-0,1	3,9	12,7
Vestido y calzado	108,0	-1,3	-1,2	0,5	-0,8
Vivienda	112,5	-0,5	0,0	5,9	0,8
Menaje	107,5	0,2	0,1	2,6	0,8
Medicina	97,5	-0,1	0,0	0,3	-1,3
Transporte	103,3	-3,4	-0,5	-5,6	3,9
Comunicaciones	99,3	-0,5	0,0	-0,3	-0,3
Ocio y cultura	98,6	1,4	1,4	0,3	-1,1
Enseñanza	114,5	0,1	0,0	4,0	2,7
Hoteles, cafés y restaurantes	111,8	0,0	0,0	4,0	1,2
Otros	109,8	0,1	0,1	3,5	2,1
Agrupaciones					
Alimentos con elaboración	111,9	-0,1	0,1	3,0	0,7
Alimentos sin elaboración	106,8	0,6	0,2	1,6	-3,1
Conjunto no alimentario	106,9	-0,7	-0,1	1,1	1,1
Bienes industriales	103,2	-1,7	-0,5	-1,5	0,7
<i>Productos energéticos</i>	107,2	-5,8	-0,6	-7,2	7,5
<i>Carburantes y combustibles</i>	102,3	-7,9	-0,8	-12,9	7,9
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	101,4	-0,5	-0,4	0,4	-1,7
Servicios	110,8	0,3	0,3	3,8	1,6
Inflación subyacente (**)	107,7	0,0	0,0	2,4	0,3
ÍNDICE GENERAL	107,8	-0,5	0,0	1,4	0,8

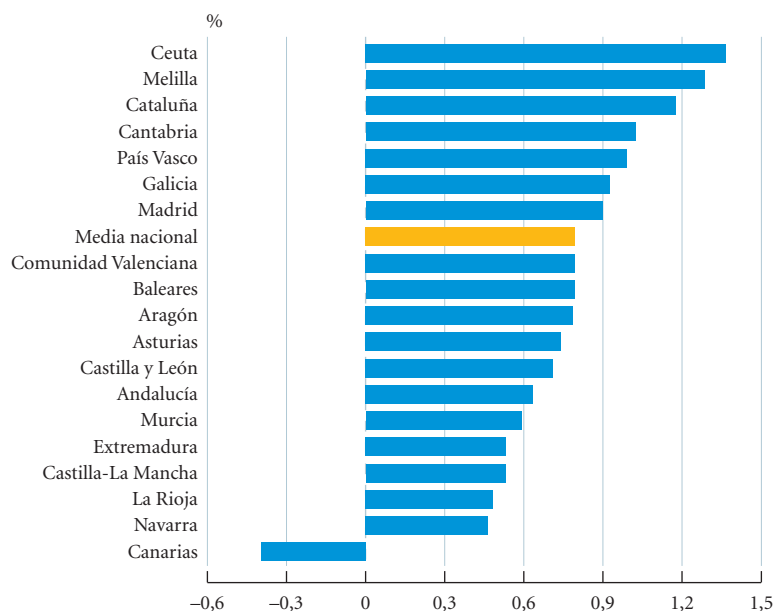
NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

SÓLO CANARIAS REGISTRA UNA INFLACIÓN NEGATIVA EN 2009

Variación del IPC entre diciembre de 2008 y 2009



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El diferencial de inflación favorable con la eurozona se difumina en diciembre.

dieron sustraerse a las presiones bajistas derivadas de la debilidad de la demanda. De esta forma, la tasa de variación anual de sus precios se redujo más de la mitad a lo largo de 2009 y terminó en el 1,6%, la menor tasa de las últimas décadas.

La inflación fue bastante desigual por comunidades autónomas. El rango de variación de la tasa interanual aumentó hasta 1,8 puntos, frente a 1,2 puntos en el año anterior. Solamente Canarias anotó una tasa de variación interanual negativa, del 0,4%. Las mayores tasas de inflación fueron registradas por Ceuta, Melilla y Cataluña, del 1,4%, 1,3% y 1,2%, respectivamente.

La inflación tenderá a subir en los próximos meses, pero se mantendrá contenida.

El diferencial de inflación armonizado con la Unión Monetaria, que había alcanzado un récord del 0,9% favorable a España en el mes de mayo, se redujo en di-

ciembre hasta el 0,05%. Esto fue debido en parte a un mayor peso de los carburantes y lubricantes en la cesta de la compra española, y asimismo menores impuestos indirectos en España, lo que motiva una mayor sensibilidad del precio de venta final a la evolución del precio del crudo. Sin embargo, el diferencial de la inflación subyacente seguía siendo negativo en diciembre, reflejando el ajuste de los precios españoles para corregir la pérdida de competitividad acumulada.

En 2010 prevemos que la inflación se mantendrá en cotas bajas, a pesar de que en julio recibirá un cierto impulso alcista a causa de la elevación de los tipos del impuesto sobre el valor añadido. La contención será debida sobre todo a una gradual salida de la recesión. De esta manera, al final del ejercicio probablemente la inflación se situará alrededor del 1,5%.

Sector exterior

La corrección del déficit comercial se modera

El déficit comercial del mes de noviembre fue de 4.855 millones de euros, un 18,4% menor al del mismo mes de 2008, convirtiéndose en la decimoséptima caída consecutiva, el mayor periodo de contracción desde que se dispone de datos. Esta nueva reducción fue significativamente más moderada que las registradas durante los meses precedentes. A pesar de ello, el déficit comercial acumulado durante los once primeros meses del año se redujo un 47,1% respecto al mismo periodo del año anterior, alcanzando los 46.111 millones de euros.

Como ya sucedió en los meses anteriores, esta contracción del déficit se produjo en

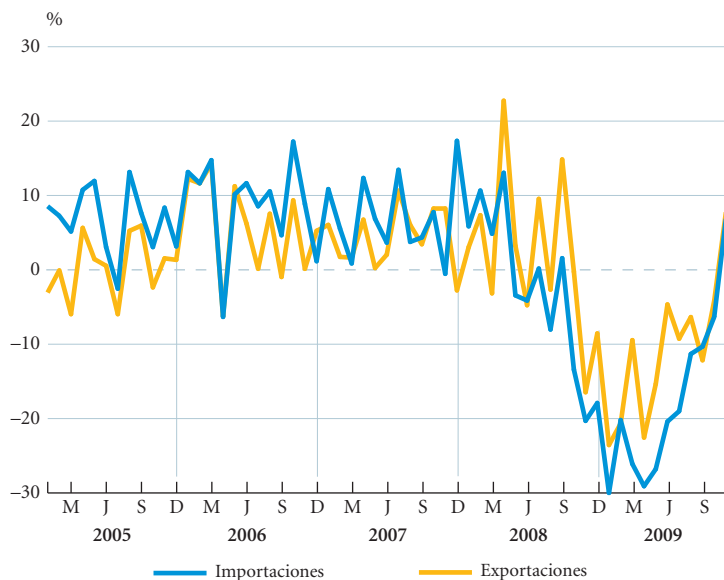
un contexto de reducción de los flujos comerciales. Dentro de éstos, las importaciones acumuladas en los once primeros meses de 2009 cayeron un 27,3% respecto al mismo periodo de 2008. Por su lado, las exportaciones se redujeron un 17,4% en el mismo periodo. Ello supuso un aumento de la tasa de cobertura (ratio de las exportaciones sobre las importaciones) hasta el 75,8% en este periodo, nueve puntos porcentuales superior a la del año pasado.

Sin embargo, el análisis más detallado de estas series muestra que la caída del valor de los flujos comerciales del mes de noviembre fue debida, únicamente, a la reducción de los precios. Así, como se observa en el gráfico siguiente, la variación interanual del volumen de exportaciones

El déficit comercial modera su contracción con una caída del 18,4% interanual en noviembre.

EL VOLUMEN DE COMERCIO VUELVE A CRECER

Variación interanual de los datos reales mensuales



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

En noviembre, el volumen de los flujos comerciales crece por primera vez en 2009.

y de importaciones en ese mes regresaba a la senda de crecimiento por primera vez en 2009. La variación real de las exportaciones en el penúltimo mes de 2009 fue del 7,7% interanual, 9,2 puntos porcentuales mayor a su variación nominal. De forma similar, las importaciones reales en el mismo mes crecieron un 6,8%, interanual, 13,3 puntos porcentuales superior a la variación de su valor. Por lo tanto, es probable que en los próximos meses el crecimiento de los flujos comerciales nominales sea positivo.

pectivamente, una diferencia que se ensancha si sólo se tiene en cuenta el comercio de vehículos terminados, con un aumento de las exportaciones del 21,2% interanual, superior en 18 puntos porcentuales al de las importaciones.

Por otro lado, cabe destacar que el destino del 70% de las exportaciones españolas de noviembre fue la Unión Europea, con Francia como principal socio comercial, con un incremento de las importaciones españolas del 10,0%.

El sector del automóvil es el que presenta un mayor dinamismo.

El desglose del comercio exterior por sectores económicos muestra diferencias importantes en noviembre. Por encima del resto de rúbricas destaca el dinamismo en el sector del automóvil, con crecimientos interanuales de las exportaciones y de las importaciones del 19,2% y del 13,1%, res-

Sin embargo, la reducción de los estímulos fiscales por parte de los gobiernos durante 2010 y la tendencia al alza de las importaciones reales permite pronosticar que, en los próximos meses, el ritmo de contracción del déficit comercial seguirá reduciéndose.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-noviembre 2009

	Importaciones			Exportaciones			Saldo Millones de euros	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación		
Por grupos de productos								
Energéticos	31.243	-41,4	16,4	6.217	-43,3	4,3	-25.026	19,9
Bienes de consumo	59.490	-8,6	31,2	57.648	-8,1	39,9	-1.842	96,9
<i>Alimenticios</i>	13.345	-8,9	7,0	19.301	-5,6	13,3	5.955	144,6
<i>No alimenticios</i>	46.145	-8,5	24,2	38.348	-9,2	26,5	-7.797	83,1
Bienes de capital	15.112	-31,6	7,9	11.997	-20,0	8,3	-3.115	79,4
Bienes intermedios no energéticos	84.860	-30,2	44,5	68.731	-20,4	47,5	-16.128	81,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea	111.367	-22,6	58,4	100.144	-17,3	69,3	-11.223	89,9
<i>Zona del euro</i>	91.741	-23,8	48,1	82.505	-15,1	57,1	-9.236	89,9
Otros países	79.337	-32,9	41,6	44.449	-17,6	30,7	-34.889	56,0
<i>Rusia</i>	4.225	-41,3	2,2	1.369	-48,9	0,9	-2.856	32,4
<i>EEUU</i>	7.861	-22,9	4,1	5.297	-24,1	3,7	-2.564	67,4
<i>Japón</i>	2.858	-39,0	1,5	1.097	-18,1	0,8	-1.761	38,4
<i>América Latina</i>	9.830	-32,7	5,2	7.052	-17,2	4,9	-2.779	71,7
<i>OPEP</i>	15.617	-39,3	8,2	5.750	-8,5	4,0	-9.867	36,8
<i>Resto</i>	38.947	-30,4	20,4	23.885	-15,1	16,5	-15.062	61,3
TOTAL	190.704	-27,3	100,0	144.593	-17,4	100,0	-46.111	75,8

FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y elaboración propia.

Balanza de pagos: la necesidad de financiación sigue ajustándose

Este menor desequilibrio comercial motivó una corrección del déficit de la balanza de bienes en el mes de octubre del 43,7% respecto al mismo mes de 2008. De forma similar, el déficit de la balanza de rentas volvió a reducirse debido a la caída de los pagos por rentas de inversión. Estas cifras, junto con el ligero aumento del superávit de la balanza de servicios, provocaron una nueva mejora del déficit por cuenta corriente, que cayó un 46,7% interanual, situándose en los 4.151 millones de euros. Solamente la balanza de transferencias corrientes entorpeció esta tendencia al registrar un fuerte aumento de su saldo negativo.

La disminución del déficit corriente en octubre mantuvo la tendencia del saldo acumulado en los últimos doce meses, con una caída del 43,6% respecto al mismo periodo del año anterior. El menor déficit corriente compensó con creces la

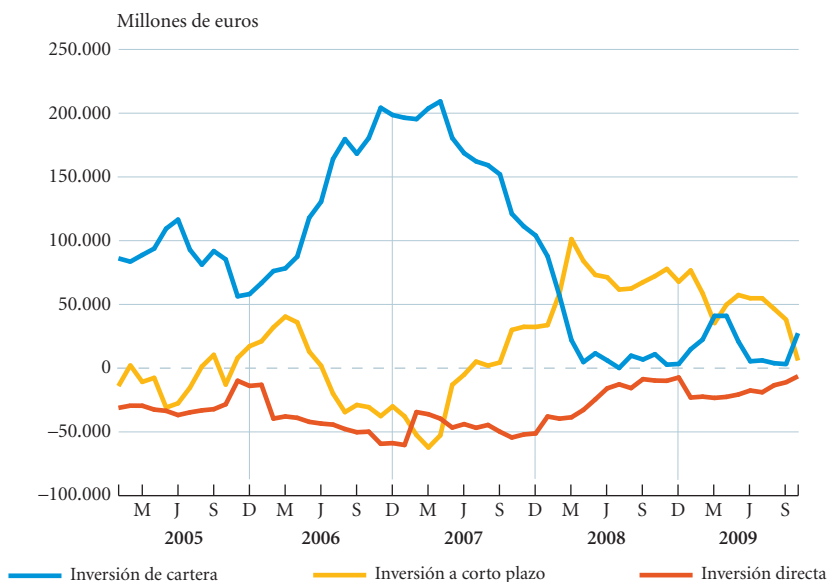
reducción del superávit de la cuenta de capital y situó la necesidad de financiación acumulada durante los últimos doce meses en 61.107 millones de euros, unos niveles similares a los registrados cuatro años atrás. Los nuevos datos de comercio exterior disponibles para el mes de noviembre permiten anticipar una nueva contracción del déficit de la balanza de bienes durante los próximos meses, aunque cada vez con una intensidad menor.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, la disminución de la necesidad de financiación se tradujo en una reducción de las entradas de capital extranjero en lo que va de año. Como se observa en el gráfico siguiente, la inversión a corto plazo fue la partida más afectada, con una reducción del saldo acumulado en los últimos doce meses de 61.648 millones de euros respecto a octubre de 2008. Esto provocó que dejara de ser la principal fuente de captación de fondos en el último año, cediéndole el puesto a las inversiones de cartera, que recibieron

El déficit por cuenta corriente continúa disminuyendo en octubre.

LA INVERSIÓN A CORTO PLAZO DEJÓ DE SER LA PRINCIPAL FUENTE DE FINANCIACIÓN

Datos acumulados 12 meses



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La inversión de cartera vuelve a posicionarse como principal fuente de captación de fondos.

una importante entrada de inversiones provenientes del exterior. Por otro lado, la cobertura de la necesidad de financiación a través del aumento de los pasivos del Banco de España siguió perdiendo

peso, respondiendo a una menor utilización de las subastas de liquidez del Eurosistema, gracias a la relajación de las condiciones de liquidez en el sistema financiero.

BALANZA DE PAGOS

Octubre 2009

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-37.328	-50,6	-49.434	42.926	-46,5
Servicios					
<i>Turismo</i>	23.601	-7,1	26.253	-2.053	-7,3
<i>Otros servicios</i>	-793	-52,8	-914	1.709	-65,1
Total	22.808	-3,9	25.339	-345	-1,3
Rentas	-22.315	-19,9	-28.230	5.544	-16,4
Transferencias	-9.090	-4,8	-8.781	-797	10,0
Total	-45.925	-48,5	-61.107	47.329	-43,6
Cuenta de capital	2.771	-45,1	3.231	-3.268	-50,3
Balanza financiera					
Inversiones directas	-1.920	-33,8	-5.932	2.263	-27,6
Inversiones de cartera	33.148	270,6	27.965	20.730	286,5
Otras inversiones	2.403	-96,3	6.435	-61.648	-90,5
Total	33.630	-52,3	28.468	-38.656	-57,6
Errores y omisiones	-1.407	220,0	2.468	215	9,5
Variación de activos del Banco de España	10.930	-22,6	26.940	-6.352	-19,1

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La empresa exportadora: escasa y valiosa

Suena un despertador, *made in China*; abre los ojos y, casi al mismo tiempo, un grifo alemán; sale de la ducha envuelto en algodón egipcio; se enfunda un traje de diseño español hecho en Turquía y, acto seguido, entra en una cocina con muebles suecos para tomar café colombiano y hojear un periódico inglés. Con un móvil finlandés en el bolsillo y una fiambarrera de comida mexicana, se sube a un coche japonés rumbo a la oficina donde le esperan un ordenador coreano, una fotocopidora norteamericana y una directora belga. Podría ser el guión de una película pero, para muchos, no es más que el principio de un día cualquiera. Sin el buen quehacer de empresas excepcionales, capaces de navegar con éxito por mares extranjeros, la realidad nunca habría superado la ficción.

A pesar de su trascendencia, tanto cotidiana como macroeconómica, las empresas que exportan son relativamente pocas. En el año 2000, de los cinco millones y medio de compañías que operaban en Estados Unidos, sólo el 4% exportaba y el primer 10% de éstas era responsable del 96% del total de exportaciones del país. En Alemania, hasta hace poco el país que más exportaba, dicha actividad también está en manos de una minoría de firmas: en 2006, sólo el 12% de las empresas alemanas vendieron sus productos en mercados ajenos. En España, los datos también siguen la norma: en 2007, sólo el 6,3% de las empresas con uno o más asalariados exportaron. Además, las 10 primeras empresas por facturación externa se anotaron, ellas solas, el 17% del total exportado, lo que indica una gran concentración de la actividad exportadora.

LA EXPORTACIÓN ESPAÑOLA SE CONCENTRA EN UN REDUCIDO NÚMERO DE EMPRESAS

Empresas españolas exportadoras por tramo de valor de su exportación anual (2007)

Valor exportación anual	Nº de empresas exportadoras	% Total de empresas exportadoras	% Total exportado
< 5.000 €	38.566	39,6	0,03
5.000-50.000 €	23.324	23,9	0,23
50.000-5 millones €	31.173	32	13,91
5-50 millones €	3.870	4,0	29,14
> 50 millones €	485	0,5	56,69
Total	97.418	100	100

FUENTES: Consejo Superior de Cámaras de Comercio y elaboración propia.

Ese carácter minoritario, junto con la carestía de datos a nivel empresarial, explican por qué, históricamente y muy a pesar de su relevancia, la investigación económica de los flujos internacionales de comercio ha prestado escasa atención tanto a la actividad como a la naturaleza de la empresa exportadora. Sin embargo, desde mediados de los noventa, una nueva línea de estudio se centra en la función de las compañías como mediadoras de comercio. Entre otras cuestiones, pretende averiguar qué determina que una empresa exporte o no y ello pasa por dirimir, primero, qué distingue a una empresa exportadora del resto..., si es algo las distingue.

Todo apunta a que, efectivamente, las empresas que comercializan internacionalmente difieren, y de forma sustancial, de sus compatriotas no exportadoras. La mayoría de estudios concluyen que las compañías exportadoras tienden a ser de mayor tamaño, más intensivas en el uso de capital, con una plantilla mejor formada, una productividad más elevada y mejores salarios. Además, aunque las grandes empresas muestran una mayor probabilidad de exportar, no se trata simplemente de una cuestión de tamaño, ya que las principales conclusiones se mantienen cuando se comparan empresas de dimensión similar. Concretamente, el conjunto de la evidencia empírica apunta a que, en promedio, las empresas que exportan son un 5% más productivas y obtienen un 10% más de valor añadido por trabajador que las no exportadoras (véase tabla siguiente). En el caso específico español, un estudio de Miguel A. Delgado, José Fariñas y Sonia Ruano⁽¹⁾ estima que la media de productividad de las empresas exportadoras también supera, en un 7%, a la de sus convecinas que no exportan.

El hecho de que las empresas exportadoras se confirmen sistemáticamente como más productivas que el resto abre una nueva incógnita: ¿lo eran antes de emprender su aventura exterior o su productividad mejora a medida que exportan? O dicho de otro modo: ¿una productividad elevada es requisito *sine qua non* para exportar o una mera consecuencia de ello? Existen razonamientos lógicos-teóricos detrás de ambas hipótesis, aunque los es-

(1) «Firm productivity and export markets: a non-parametric approach», *Journal of International Economics* (2000).

tudios empíricos disponibles respaldan mayoritariamente a la primera: las empresas que, *ex ante*, son más eficientes tienen una mayor probabilidad de triunfar en el mercado exterior. Respecto a las empresas españolas, los resultados del citado estudio de Delgado, Fariñas y Ruano también van en esa línea e indican que el diferencial de productividad de la empresa exportadora española precede a su decisión de exportar y, sólo en el caso de empresas de reciente formación, hallan indicios de ganancias de productividad a raíz de la exportación.

LAS EMPRESAS EXPORTADORAS DIFIEREN SIGNIFICATIVAMENTE DE LAS NO EXPORTADORAS

Factor en el que difiere la empresa exportadora típica de la no exportadora	La empresa exportadora supera a la no exportadora en un...	Diferencial a favor de la empresa exportadora, aislando efecto de tamaño
Empleo	97%	–
Facturación	108%	8%
Valor añadido por trabajador	11%	10%
Productividad total de los factores	3%	5%
Stock de capital por trabajador	12%	4%
Proporción de trabajadores formados sobre total	11%	19%
Salarios	6%	6%

FUENTES: Bernard, Jensen, Redding y Schott (*Firms in International Trade*, Journal of Economic Perspectives, 2007). Estimaciones a partir de datos de empresas de Estados Unidos en el año 2002 del US Census of Manufactures, controlando por efecto de industria.

Ese diferencial de productividad, antes de que la empresa exporte, sugiere la presencia de costes fijos de entrada y de una competencia más feroz en los mercados de exportación, en relación con el mercado interno. Asimismo, revela un proceso de autoselección entre las empresas según el cual sólo las más eficientes podrían asumir dichos costes.

El próximo paso consiste en discernir de dónde proviene esa mayor eficiencia. En ese sentido, la investigación reciente apunta hacia la actividad innovadora de las empresas, resultante de actividades de I+D o de la inversión en nuevas tecnologías, como factor determinante. En contrapartida, se sospecha que una mayor dificultad por conocer el mercado exterior y una capacidad financiera más limitada suponen impedimentos adicionales para las pymes a la hora de exportar.

Distintas políticas económicas pueden contribuir a potenciar el sector exportador aunque, en vistas de los datos anteriores, aquellas que persiguen impulsar la innovación o la inversión en I+D aparecen como las más apropiadas. Por el contrario, el recurso a una política industrial que promueva sectores específicos levanta más dudas: no sólo sus efectos pueden demorarse en exceso e introducir ineficiencias innecesarias en la correcta asignación de recursos, sino que, además, es muy improbable que las autoridades económicas puedan predecir acertadamente qué sectores auguran un mejor futuro tanto para el sector exportador como para la economía en su conjunto. Al fin y al cabo, ¿quién habría anticipado, veinte años atrás, que una de las empresas más emblemáticas de la exportación española actual surgiría de un, por entonces, sector textil en declive y en una región, como Galicia, con escasa tradición en el sector?

En cualquier caso, el fomento de la exportación es clave para toda economía abierta, y ello pasa por impulsar el desempeño de su buque insignia: las empresas exportadoras. Con el mercado interno lastrado por la crisis y una demanda externa más esencial que nunca, el rumbo de la economía española, al menos a corto plazo, lo marcará el timón de tan selecto grupo.

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

Sector público

El déficit del Estado hasta noviembre se quintuplica

Los efectos de la crisis económica inciden fuertemente en las cuentas públicas. No sólo la actuación de los denominados «estabilizadores automáticos» influye en la caída de los ingresos por el descenso de las bases impositivas y en el aumento de los gastos de las prestaciones de desempleo. Las medidas discrecionales emprendidas para paliar la recesión también han contribuido significativamente a la reducción de los ingresos y a la expansión de los gastos.

Así, los ingresos no financieros del Estado en los once primeros meses de 2009 medidos en términos de caja, o sea, según los

flujos monetarios registrados, totalizaron 150.754 millones de euros antes de las cesiones a las administraciones autonómicas y locales según el sistema de financiación vigente. Esta cantidad supone un descenso interanual del 13,9%.

Los impuestos directos en enero-noviembre se elevaron a 82.938 millones de euros, con una caída del 13,7% en relación con el mismo periodo de 2008. La recaudación de la principal figura, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), se cifró en 59.809 millones de euros, con un decremento interanual del 10,9%. No obstante, esta tasa se reduce al 7,7% si se descuenta el efecto diferencial de la deducción de los 400 euros, ya que empezó a tener vigencia a mediados de

Los «estabilizadores automáticos» y las medidas de estímulo económico inflan el déficit del Estado.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Noviembre 2009

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación anual	Millones de euros	% variación anual
Ingresos no financieros	5.575	-25,8	95.092	-15,6
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	5.467	-18,6	59.809	-10,9
Impuesto de sociedades	-560	24,2	19.947	-23,2
IVA	1.668	-39,1	32.299	-29,7
Impuestos especiales	1.636	-3,1	17.758	-1,5
Resto	2.125	55,1	20.941	16,6
Total	10.336	-14,3	150.754	-13,9
Pagos no financieros	16.481	40,5	163.600	24,7
Saldo de caja	-10.906	158,4	-68.508	269,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-12.214	123,5	-71.524	412,1

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

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

La recaudación del IRPF cae el 7,7% en términos homogéneos.

2008, se eliminan los mayores aplazamientos y se ajusta el ritmo de ejecución de las devoluciones a una campaña tipo. Las retenciones del trabajo bajaron el 3,3% como consecuencia de la reducción del nivel de empleo. Las retenciones del capital mobiliario intensificaron su contracción hasta el 9,7% debido a menores dividendos e intereses bancarios pagados. Asimismo, las retenciones sobre arrendamientos de bienes inmuebles y sobre fondos de inversión cayeron el 3,4% y el 49,3%, respectivamente.

Por su parte, el impuesto de sociedades bajó el 23,2%. Esta disminución fue consecuencia del retroceso de los beneficios empresariales, pero también de algunos cambios normativos.

La retracción del consumo y de la inversión afectó sensiblemente a los impuestos indirectos, que se redujeron el 21,3%. El impuesto sobre el valor añadido ingresó 32.299 millones de euros, con un descenso anual del 29,7%. Sin embargo, cabe notar que en esta caída influyó un fuerte incremento de las devoluciones. Por su parte, los impuestos especiales bajaron el 1,5% a pesar del alza de los tipos de gravamen del tabaco y los hidrocarburos a mediados de junio.

Por el contrario, el resto de ingresos subió el 16,6%. En este ascenso influyeron las comisiones por los avales concedidos a las emisiones de entidades financieras dentro del Plan de Acción Concertada de los países de la zona euro.

En el otro lado del balance, los pagos no financieros ascendieron a 163.600 millones de euros, con un incremento anual del 24,7%. Esta importante subida fue debida mayormente a las mayores transferencias, tanto corrientes como de capital.

Dentro de los gastos corrientes, los de personal aumentaron el 5,3%, los de bienes y servicios el 12,4% y los financieros el 10,4%. El mayor incremento correspondió a las transferencias corrientes, que se elevaron el 28,5%. Destacan los pagos de 17.767 millones de euros al Servicio Público de Empleo Estatal para atender mayormente a las prestaciones de los parados.

Los pagos por inversiones reales subieron el 3,1%, gracias sobre todo al Ministerio de Fomento. Las transferencias de capital fueron más del doble de las anotadas en el mismo periodo de 2008, entre las cuales 5.500 millones correspondieron al Fondo Estatal de Inversión Local, para financiar obras municipales.

A resultas de la evolución de los ingresos y gastos del Estado se contabilizó un déficit de caja no financiero acumulado en los once primeros meses de 2009 por valor de 68.508 millones de euros, superior en más de seis veces al del mismo periodo del año anterior. En términos de contabilidad nacional, es decir, atendiendo al criterio de los derechos y obligaciones generados, el déficit del Estado se cifró en 71.524 millones de euros, montante que quintuplica el correspondiente al mismo periodo de 2008 y equivale al 6,8% del producto interior bruto.

Los presupuestos de la Seguridad Social también se tensionaron por el impacto de los efectos de la crisis, pero lograron mantener un saldo positivo. En enero-noviembre de 2009 los ingresos bajaron el 0,8% con relación al mismo periodo del año anterior, mientras que los gastos subieron el 5,5%. El superávit totalizó 14.800,6 millones de euros, con un descenso anual del 28,8%.

Las transferencias impulsan los gastos.

Disminución del superávit de la Seguridad Social.

Ahorro y financiación

La financiación al sector privado baja levemente

El tipo de interés de referencia euríbor a doce meses repuntó muy livianamente en promedio mensual en diciembre, después de haber marcado una serie de mínimos históricos en los meses anteriores, y se colocó en el 1,242%. De esta forma, se situaba 221 puntos básicos por debajo de doce meses antes. Este descenso reflejó la rebaja del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo en la primera mitad de 2009 y la paulatina disminución de la prima de riesgo al tender a normalizarse el mercado interbancario. La ligera elevación del euríbor a un año en diciembre se explica por las expectativas de que el próximo movimiento de la autoridad mone-

taria europea será al alza, si bien no se espera en los próximos meses. No obstante, en las primeras semanas de enero el euríbor a doce meses se relajó suavemente y se acercó al mínimo histórico diario registrado el 16 de noviembre de 2009.

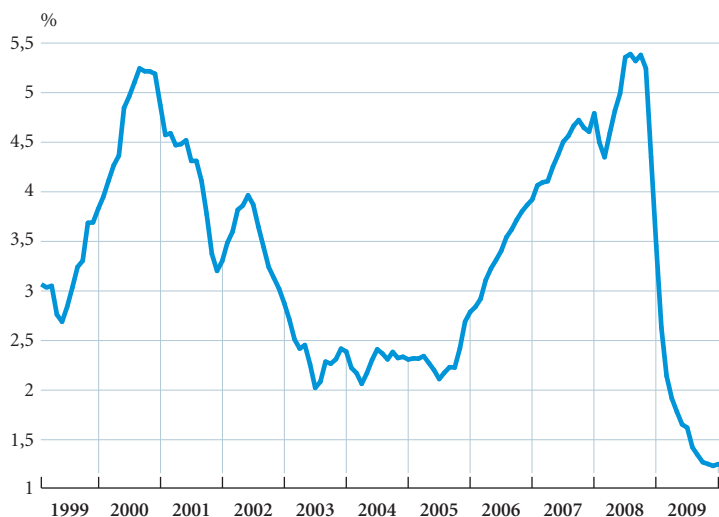
Por su parte, los tipos de interés de los préstamos y créditos a las empresas y a las familias continuaron relajándose en noviembre. El tipo de interés promedio bajó hasta el 3,39%, 292 puntos básicos menos que en el mismo mes del año anterior.

A pesar de la caída de los tipos de interés nominales la financiación al sector privado disminuyó levemente con relación a noviembre de 2008, el 0,3%. De hecho, en noviembre de 2009 se registró un flujo

El euríbor a un año se coloca en el 1,24% en diciembre, con un descenso anual de 221 puntos básicos.

EL EURÍBOR A UN AÑO SE ESTABILIZA

Euríbor a 12 meses



NOTA: Día 21 de enero de 2010.

FUENTE: Banco de España.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Noviembre 2009

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.222.224	5.222	3.304	-0,3	84,4
Empresas no financieras	1.313.952	7.487	10.382	-0,2	49,9
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	918.577	-35.557	-34.006	-3,2	34,9
<i>Valores distintos de acciones</i>	55.074	14.011	13.889	33,7	2,1
<i>Préstamos del exterior</i>	340.301	29.033	30.499	4,3	12,9
Hogares (4)	908.272	-2.265	-7.078	-0,3	34,5
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	677.227	-1.221	-1.725	-0,1	25,7
<i>Otros (3)</i>	228.374	-1.339	-5.665	-1,1	8,7
<i>Préstamos del exterior</i>	2.671	295	312	13,2	0,1
Administraciones públicas	411.000	80.912	112.639	37,8	15,6
TOTAL	2.633.224	86.133	115.943	4,2	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Los préstamos a la vivienda bajan por primera vez en este ciclo.

efectivo de 6.281 millones de euros, superior al del mes de octubre, pero inferior al anotado un año antes. Esto se enmarca en un proceso de desapalancamiento de las empresas y de las familias, que habían alcanzado altos niveles de endeudamiento.

La financiación a las empresas no financieras bajó el 0,2% en noviembre respecto al mismo mes de 2008. El flujo efectivo anotado, de 1.182 millones de euros, fue inferior al registrado doce meses antes. El descenso interanual del crédito de las entidades residentes, del 3,2%, no pudo ser compensado enteramente por un alza interanual del 33,7% de las emisiones de renta fija y por un crecimiento del 4,3% de los préstamos del exterior.

Por otra parte, el crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante de las empresas, seguía deprimido. Los arrendamientos financieros, para la realización de inversiones, también mostraban una notable caída.

La morosidad supera el 5% por primera vez desde 1996.

Asimismo, los préstamos a los hogares presentaban un ligero decremento interanual del 0,3%. Los dirigidos a la vivienda mostraron por primera vez en este ciclo una bajada, aunque fue muy leve, del 0,1%. Ésta refleja por una parte la debilidad de la demanda, a pesar del descenso de los tipos de interés, debido a la incertidumbre provocada por el ascenso del paro y una coyuntura económica desfavorable. Por otro lado, también es consecuencia de un endurecimiento de las condiciones de financiación. El resto del crédito a los particulares se redujo en mayor medida y anotó una bajada interanual del 1,1%.

En este contexto, la morosidad continuó ascendiendo y anotó una tasa del 5,05%, no registrada desde 1996. No obstante, en los últimos meses se constata una desaceleración, a lo que ha contribuido una política de gestión del riesgo más exigente.

En otro orden de cosas, numerosas cajas de ahorros pequeñas y medianas están in-

mersas en un proceso de concentración. El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) se creó para apoyar a este proceso. Una vez la Comisión Europea dé el visto bueno al programa de ayudas del FROB, se espera que las operaciones anunciadas o previstas se aceleren.

Por otro lado, la financiación al sector público siguió expandiéndose a un ritmo extraordinario, con un incremento interanual del 37,8% en noviembre. No obstante, la financiación total a los sectores no financieros siguió ralentizándose y registró un aumento anual del 4,2%, 3,4 puntos menos que un año antes.

Desaceleración de los depósitos bancarios

El motivo de precaución ante una situación económica que presenta un ascenso del desempleo continúa impulsando el ahorro de las familias. Así, en el tercer trimestre de 2009 la tasa de ahorro respecto a la renta disponible se elevó hasta el 18,7%, considerando los últimos cuatro trimestres, 1,1 puntos más que en el periodo móvil anterior. De este modo, la tasa de ahorro de los hogares alcanzó la cota más alta de las últimas décadas.

¿Y adónde se dirige el ahorro de las familias? Habiendo disminuido la inversión en vivienda, en buena parte hacia los depósitos bancarios. No obstante, las bajas remuneraciones nominales, que reflejan un tipo de interés oficial del Banco Central Europeo en el 1% desde el mes de mayo de 2009, junto con bajos niveles de actividad económica, propician una aminoración del ritmo de crecimiento de los depósitos bancarios. Así, su tasa de variación interanual, incluyendo a las empresas no financieras, se colocó en el 2,4% en noviembre de 2009, 1,6 puntos menos que en octubre.

Las cuentas de ahorro son las que muestran el mayor avance anual, del 14,3% en noviembre. Su aumento expresa una mayor preferencia por la liquidez de los ahorradores ante la incertidumbre económica. El mayor descenso anual correspondía a las cuentas en moneda extranjera, afectadas en general por un diferencial de tipos de interés adverso y por la apreciación del euro.

Una alternativa a los depósitos la representan las instituciones de inversión colectiva. Al final de 2009 el volumen del patrimonio de las sociedades y de fondos de inversión colectiva ascendía a 224.667

Perspectivas de concentración en el sector de cajas de ahorros.

La tasa de ahorro de los hogares alcanza el máximo de las últimas décadas.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

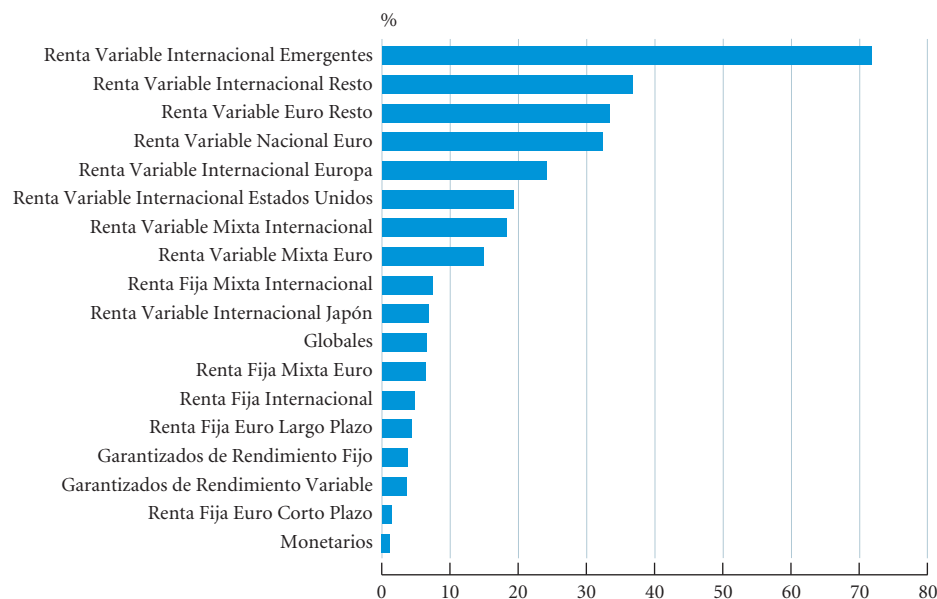
Noviembre 2009

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	255.798	10.986	4,5	13.906	5,7	18,3
De ahorro	201.160	21.383	11,9	25.140	14,3	14,4
A plazo	713.269	-16.004	-2,2	-537	-0,1	51,1
En moneda extranjera	21.922	-7.396	-25,2	-10.878	-33,2	1,6
Total depósitos	1.192.148	8.969	0,8	27.631	2,4	85,5
Resto del pasivo (*)	202.884	-45.745	-18,4	-41.431	-17,0	14,5
TOTAL	1.395.032	-36.776	-2,6	-13.800	-1,0	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.

ESPECTACULARES GANANCIAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA VARIABLE EN 2009

Rentabilidad anual de los fondos de inversión mobiliaria en 2009



FUENTES: Inverco y elaboración propia.

La rentabilidad media de todas las modalidades de fondos de inversión mobiliaria es positiva en 2009 y supera a la inflación.

millones de euros, un nivel similar al de un año antes.

El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se situó en 162.567 millones de euros al final de 2009, con un descenso anual de 5.077 millones, el 3,0%. Esta bajada se concentró en el primer semestre debido sobre todo a notables retiradas de dinero de los fondos. Posteriormente, la mejoría de los mercados bursátiles y el freno de los reembolsos netos posibilitaron una cierta recuperación del volumen de activos. En el conjunto del ejercicio, las mayores salidas correspondieron a la renta fija euro a corto plazo, a los garantizados de rendimiento variable y a los monetarios, que registraron rendimientos por debajo de la media. Por el contrario, las mayores suscripciones netas favorecieron a la renta fija euro a largo plazo y a la renta fija mixta euro.

Notable descenso de los fondos de inversión inmobiliaria en 2009.

La mayor rentabilidad anual en promedio correspondió, sin embargo, a la renta variable internacional de los mercados

emergentes, que alcanzó una ganancia extraordinaria del 71,6% después de haber sufrido el mayor descalabro en 2008, del 53,8%. Es destacable que el rendimiento anual medio de todos los fondos de inversión mobiliaria en 2009 fue del 4,9%, más de 4 puntos por encima de la tasa de inflación. Además, la rentabilidad media de todas las categorías fue positiva y superó la tasa de inflación. Por otro lado, el número de partícipes era de 5.608.725 al final de 2009, 456.689 menos que al comienzo del año, si bien la caída se concentró mayormente en el primer trimestre.

En cuanto a los fondos de inversión inmobiliaria, el patrimonio se colocó en 6.465 millones de euros al final del año, con una bajada del 12,7%. El rendimiento medio ponderado anual resultó negativo del 8,2%, afectado por la crisis del mercado inmobiliario. No obstante, la rentabilidad media anual en los últimos diez y cinco años fue del 4,45% y del 1,6%, respectivamente.

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2009

Selección de indicadores
Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico
2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico
3. La economía de Andalucía: diagnóstico estratégico

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

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

14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual

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

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

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

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

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Consejo Asesor

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

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

Área de Estudios y Análisis Económico

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

INFORME MENSUAL

Febrero 2010

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

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

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

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2008

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	238.407
Créditos sobre clientes	176.100
Resultado atribuido al Grupo	1.802

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	Millones €
Empleados	27.818
Oficinas	5.530
Terminales de autoservicio	8.113
Tarjetas (miles)	10.344

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2009	Millones €
Sociales	310
Ciencia y medio ambiente	81
Culturales	79
Educativas e investigación	30
TOTAL PRESUPUESTO	500



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

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

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

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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